

Jarosław Nowicki

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

WARTOŚĆ DODANA DLA AKCJONARIUSZY (SVA) JAKO MIERNIK W NURCIE ZARZĄDZANIA PRZEZ WARTOŚĆ (VBM)

Zaproponowana przez A. Rappaporta [Rappaport 1999, s. 57] wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA – *Shareholder Value Added*) jest oparta na analizie perspektywnej¹. Wartość przedsiębiorstwa zależy bowiem od oczekiwań inwestorów co do generowania przez nie gotówki w przyszłości, a nie od wyników historycznych. Miernik SVA wyprowadzony został z zależności opisanej wzorem:

$$W_t - W_{t-1}, \quad (1)$$

gdzie: W_t – wartość przedsiębiorstwa w momencie t ,

W_{t-1} – wartość przedsiębiorstwa w momencie $t - 1$.

Odzwierciedla zatem przyrost wartości przedsiębiorstwa w danym okresie, przy czym:

- 1) wycena na koniec każdego okresu kalkulowana jest jako suma skumulowanej bieżącej wartości przepływów pieniężnych i zaktualizowanej wartości rezydualnej²;
- przepływy pieniężne obliczane są jako różnica pomiędzy NOPAT³ a inwestycjami dodatkowymi;
- inwestycje dodatkowe, to różnica pomiędzy wydatkami na aktywa trwałe i kapitał obrotowy a amortyzacją;

¹ W odróżnieniu od takich mierników, jak zysk ekonomiczny czy jego odmiana – ekonomiczna wartość dodana (EVA), które bazują na analizie retrospektywnej.

² Czyli wartości rezydualnej przepływów pieniężnych występujących w kolejnych latach aż do nieskończoności, zdyskontowanej na moment analizy (tzn. jej bieżącej wartości).

³ NOPAT w ujęciu Rappaporta to „gotówkowy” zysk operacyjny netto po opodatkowaniu, przy czym jego „gotówkowość” polega na tym, że odejmuje się podatek zapłacony w gotówce. Nie jest to, ściśle rzecz ujmując, kategoria tożsama z NOPAT definiowanym na potrzeby EVA, ponieważ nie obejmuje korekt proponowanych przez twórców ekonomicznej wartości dodanej.

- wartość rezydualna obliczana jest jako renta wieczysta wielkości NOPAT osiągniętej w danym okresie.

Koncepcja SVA wywodzi się zatem z metody wyceny przedsiębiorstwa za pomocą zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych⁴. W tabeli 1 przedstawiono porównanie definicji przepływów podlegających dyskontowaniu według podejścia FCFF i podejścia A. Rappaporta.

Tabela 1. Przepływy podlegające dyskontowaniu – FCFF a podejście A. Rappaporta

FCFF	Podejście A. Rappaporta
+ przychody operacyjne	
– koszty operacyjne (w tym amortyzacja)	
= zysk operacyjny	
– podatek	
= zysk operacyjny netto	→ NOPAT
+ amortyzacja	} – inwestycje dodatkowe
± zmiana KON	
± saldo przepływów inwestycyjnych	
= przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu	= przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Damodaran 2007, s. 1147; Zarzecki 1999, s. 126; Rappaport 1999, s. 57].

SVA jest zatem różnicą między wartością przedsiębiorstwa na koniec i na początek okresu, obliczoną zgodnie z opisanym powyżej podejściem. Z perspektywy wyprowadzenia wzoru na SVA istotne jest przyjęte przez A. Rappaporta założenie, że inwestycje dodatkowe ponoszone są na końcu okresu oraz że NOPAT zostaje wygenerowany także na końcu okresu. Ponadto amortyzacja ujęta w NOPAT jest przeznaczona na inwestycje odtworzeniowe, utrzymujące wielkość NOPAT z poprzedniego okresu na nie zmienionym poziomie, a do wytworzenia nowej wartości służą inwestycje dodatkowe. Dlatego też wartość rezydualną definiuje się jako rentę wieczystą NOPAT⁵.

Opierając się na powyższych założeniach, wyprowadzić można uproszczony wzór służący do obliczania SVA dla konkretnego roku⁶. Dla pierwszego roku

⁴ Dokładniej rzecz ujmując, SVA jest to przyrost wartości przedsiębiorstwa w danym okresie obliczonej za pomocą metody FCFF (*Free Cash Flow to Firm*), w której przepływy pieniężne definiuje się jako przepływy przynależne wszystkim stronom finansującym, a stopą dyskontową jest średni ważony koszt kapitału (por. [Damodaran 2007, s. 1147; Zarzecki 1999, s. 126]).

⁵ „Należy pamiętać, że zastosowanie metody renty wieczystej do szacowania wartości rezydualnej nie opiera się na założeniu, że wszystkie przyszłe przepływy gotówki rzeczywiście będą identyczne. Metoda ta odzwierciedla po prostu fakt, że przepływy gotówki wynikające z przyszłych inwestycji nie wpływają na wartość firmy, ponieważ ogólna stopa zwrotu uzyskana z tych inwestycji jest równa kosztowi kapitału” [Rappaport 1999, s. 49].

⁶ W celu ułatwienia wyprowadzenie odnosi się do okresów rocznych, chociaż oczywiście podobny wywód można przeprowadzić dla innych okresów. W wyprowadzeniu tym przyjęto następujące oznaczenia: SVA – wartość dodana dla akcjonariuszy, NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu efek-

- skumulowana bieżąca wartość⁷ przepływów pieniężnych wynosi

$$\frac{\text{NOPAT}_1 - I_1}{1+k},$$

- a zaktualizowana wartość rezydualna wynosi⁸

$$\frac{\text{NOPAT}_1}{k} \times \frac{1}{1+k},$$

- w konsekwencji wartość przedsiębiorstwa z końca pierwszego roku zdyskontowana do początku pierwszego roku wynosi

$$W_1 = \frac{\text{NOPAT}_1 - I_1}{1+k} + \frac{\text{NOPAT}_1}{k(1+k)}.$$

Dla drugiego roku

- skumulowana bieżąca wartość przepływów pieniężnych wynosi

$$\frac{\text{NOPAT}_1 - I_1}{1+k} + \frac{\text{NOPAT}_2 - I_2}{(1+k)^2},$$

- a zaktualizowana wartość rezydualna wynosi

$$\frac{\text{NOPAT}_2}{k} \times \frac{1}{(1+k)^2},$$

- w konsekwencji wartość przedsiębiorstwa z końca drugiego roku zdyskontowana do początku pierwszego roku wynosi

$$W_2 = \frac{\text{NOPAT}_1 - I_1}{1+k} + \frac{\text{NOPAT}_2 - I_2}{(1+k)^2} + \frac{\text{NOPAT}_2}{k(1+k)^2}.$$

SVA oblicza się jako różnicę zdyskontowanych na początek pierwszego roku wartości przedsiębiorstwa z obu lat⁹:

tywną stopą podatkową, I – inwestycje dodatkowe, czyli wartość inwestycji w aktywa trwałe i kapitał obrotowy pomniejszona o amortyzację, k – koszt kapitału (WACC – średni ważony koszt kapitału).

⁷ Dla pierwszego roku obejmuje jedynie przepływy pieniężne z tego roku. Dla lat następnych obejmuje skumulowaną bieżącą wartość przepływów pieniężnych ze wszystkich lat szczegółowej prognozy do analizowanego roku włącznie (zdyskontowaną na początek pierwszego roku).

⁸ Przy czym pierwszy czynnik jest to zaktualizowana na koniec pierwszego roku wartość renty wieczystej, a drugi – czynnik dyskontujący tę wartość na początek pierwszego roku.

⁹ Por. wzór (1).

$$SVA = W_2 - W_1 = \frac{NOPAT_1 - I_1}{1+k} + \frac{NOPAT_2 - I_2}{(1+k)^2} + \frac{NOPAT_2}{k(1+k)^2} - \left(\frac{NOPAT_1 - I_1}{1+k} + \frac{NOPAT_1}{k(1+k)} \right).$$

Po przekształceniu można otrzymać:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k(1+k)} - \frac{I_2}{(1+k)^2},$$

gdzie: $\Delta NOPAT = NOPAT_2 - NOPAT_1$.

Powyższy wzór prezentuje SVA dla drugiego roku, czyli przyrost wartości przedsiębiorstwa, jaki nastąpił między końcem pierwszego i drugiego roku. Uogólniając powyższą zależność, można otrzymać formułę na obliczanie SVA dla dowolnego okresu [Rappaport 1999, s. 133]:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k(1+k)^{t-1}} - \frac{I}{(1+k)^t}, \quad (2)$$

gdzie: SVA – wartość dodana dla akcjonariuszy,
 NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu efektywną (gotówkową) stopą podatkową,
 I – inwestycje dodatkowe, czyli wartość inwestycji w majątek trwały i kapitał obrotowy pomniejszona o amortyzację,
 k – średni ważony koszt kapitału (WACC).

Zgodnie z tą koncepcją, aby w analizowanym okresie nastąpił wzrost wartości przedsiębiorstwa, skapitalizowana wartość wzrostu NOPAT musi być większa od wartości bieżącej dodatkowych inwestycji. Innymi słowy, SVA jest to różnica między faktyczną obecną wartością przedsiębiorstwa a wartością przedsiębiorstwa w przypadku, gdyby przez ostatni okres (np. rok) nie podejmowano działań, aby ją pomnożyć.

Należy przy tym zauważyć, że A. Rappaport określa tą samą nazwą zarówno SVA wyrażoną w wartościach z końca określonego roku¹⁰, jak i jej bieżącą wartość zdyskontowaną na początek pierwszego roku¹¹. Zauważa to także T. Dudycz, proponując miernik opisany formułą (2) opatrzyć skrótem PVSVA (*Present Value of Shareholder Value Added* – wartość bieżąca SVA) [Dudycz 2005, s. 206].

¹⁰ Podaje przy tym następujący wzór (oznaczenia jak we wzorze 2) [Rappaport 1999, s. 61]:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k} - \frac{I}{1+k}.$$

¹¹ Wyrażoną wzorem (2).

Koncepcja SVA, na podstawie uproszczonej metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, obejmuje kluczowe nośniki wartości¹²:

- NOPAT – w kalkulacji uwzględnia się stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, gotówkową stopę podatkową,
- inwestycje dodatkowe – uwzględniają zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto i inwestycje netto w majątek trwały,
- k – odzwierciedla koszt kapitału (WACC),
- t – informuje o okresie przewagi konkurencyjnej.

A. Rappaport przekonuje, że SVA jest właściwym miernikiem wartości przedsiębiorstwa, informującym o przyroście wartości w danym okresie. Stosowana może być także jako podstawa systemów motywacyjnych. Dla zarządów spółek giełdowych odpowiednim punktem odniesienia w systemie wynagrodzeń powinna być, zdaniem A. Rappaporta, ponadprzeciętna stopa zwrotu, a wśród bodźców powinny się znaleźć opcje na akcje ze zmienną ceną wykonania. Natomiast systemy motywacyjne zarządów przedsiębiorstw niegiełdowych i menedżerów liniowych powinny być oparte na uzyskanej SVA, a punktem odniesienia powinien być jej oczekiwany poziom ustalany na początku każdego trzyletniego okresu [Rappaport 1999, s. 125-135]. Można spotkać opinie innych autorów potwierdzające opisaną powyżej zaletę tego miernika¹³.

A. Rappaport argumentuje, że wartość dodana dla akcjonariuszy jest lepszym miernikiem niż ekonomiczna wartość dodana i inne odmiany zysku ekonomicznego¹⁴. Metody SVA i zysku ekonomicznego przy odpowiednich założeniach dają taką samą wartość przedsiębiorstwa, ale mogą wykazywać znaczne różnice, jeśli chodzi o wartość dodaną w poszczególnych okresach, a w konsekwencji dawać sprzeczne wskazania co do tworzenia i niszczenia wartości w danym okresie. Autor koncepcji dowodzi wyższości SVA, argumentując to trojako [Rappaport 1999, s. 135-140].

Po pierwsze, w metodzie SVA jako wartość podstawową odejmuje się skapitalizowany NOPAT z momentu zerowego, zatem wartość dodana zależy od przyszłych przepływów pieniężnych. Natomiast w metodzie zysku ekonomicznego wartość dodana to różnica między wartością przedsiębiorstwa a początkową wartością księgową; w konsekwencji całkowita wartość dodana zależy od początkowej wartości księgowej¹⁵.

¹² Koncepcja nośników wartości (czynników kształtujących wartość), przedstawiona w książce A. Rappaporta [Rappaport 1999, s. 37], jest omówiona i rozwinięta m.in. w: [Black i in. 2000, s. 56; Michalski 2001, s. 116].

¹³ P. Attril i E. McLaney twierdzą, że implementacja SVA powoduje wprowadzenie konkretnego celu dla menedżerów, do którego dążenie powinno spowodować wzrost wartości przedsiębiorstwa (por. [Attril, McLaney 2002, s. 316], cyt. za: [Van Heerden de Wet 2004, s. 31]).

¹⁴ Nazywanego przez A. Rappaporta zyskiem rezydualnym [Rappaport 1999, s. 135].

¹⁵ Jest to zarzut zbieżny z tym, że zysk ekonomiczny, a także EVA, zależą od księgowej wyceny kapitału zainwestowanego, nawet jeśli była wielokrotnie korygowana. Stąd wynika możliwość „grania” kapitałem zainwestowanym. Kwestie te poruszono m.in. w: [Nowicki 2007, s. 365; Damodaran 2005, rozdz. 32, s. 1233].

Po drugie, SVA poprawniej ujmuje wydatki inwestycyjne, które stanowią faktyczny wypływ gotówki, odejmując je w okresie, w którym zostały poniesione. Natomiast w metodzie zysku ekonomicznego wydatki te powiększają kapitał zainwestowany i pośrednio pomniejszają NOPAT jako iloczyn kapitału zainwestowanego i kosztu kapitału wyrażonego procentowo. Takie podejście opiera się na wartości księgowej kapitału z lat wcześniejszych. W konsekwencji wartość dodana w danym okresie może być przeszacowana lub niedoszacowana [Rappaport 1999, s. 137].

Po trzecie, SVA zakłada, że osiągnięty poziom NOPAT będzie utrzymany w przyszłości, dlatego też kapitalizuje zmianę NOPAT w każdym okresie. Metoda zysku ekonomicznego natomiast nie przypisuje skapitalizowanej wartości wzrostu NOPAT do żadnego z okresów szczegółowej prognozy, ale przypisuje ten wzrost do wartości rezydualnej, czyli po okresie szczegółowej prognozy. A. Rappaport uważa to za wzajemnie sprzeczne [Rappaport 1999, s. 138].

Autor koncepcji wartości dodanej dla akcjonariuszy wskazuje, że metoda zysku ekonomicznego jest odmianą modelu wartości dla akcjonariuszy, z którego wywodzi się SVA. Ścisłej rzecz ujmując, SVA jest zdyskontowaną zmianą zysku ekonomicznego. Zmianę zysku ekonomicznego można wyrazić następującym wzorem¹⁶:

$$\Delta EP = \Delta NOPAT - k \times \Delta K, \quad (3)$$

gdzie: ΔEP – zmiana zysku ekonomicznego (EP – *Economic Profit*),
 $\Delta NOPAT$ – zmiana zysku operacyjnego po opodatkowaniu, zdefiniowane tak jak na potrzeby kalkulacji SVA,
 k – średni ważony koszt kapitału (WACC),
 ΔK – zmiana kapitału zainwestowanego równa w podejściu SVA inwestycjom dodatkowym (I).

Po podzieleniu obu stron przez k otrzymuje się wartość dodaną dla akcjonariuszy w okresie t (SVA_t):

$$\frac{\Delta EP}{k} = \frac{\Delta NOPAT}{k} - I = SVA_t, \quad (4)$$

Aby otrzymać jej bieżącą wartość, zbieżną ze wzorem (2), należy ją zdyskontować do momentu analizy¹⁷.

¹⁶ Ekonomiczna wartość dodana różni się od zysku ekonomicznego szeregiem korekt wielkości księgowych wprowadzanych w celu właściwej kalkulacji NOPAT i kapitału zainwestowanego. Niniejsze przekształcenie opiera się na wielkościach nie skorygowanych (czyli na zysku ekonomicznym – EP) i zakłada, że NOPAT jest tak samo definiowany na potrzeby kalkulacji SVA i zysku ekonomicznego.

¹⁷ Precyzyjniej rzecz ujmując, wynik tego przekształcenia nie będzie tożsamy z formułą (2), tylko przybierze postać: $SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k(1+k)^t} - \frac{I}{(1+k)^t}$. Powodem tej różnicy jest niekonsekwentne definiowanie przez A. Rappaporta momentu wystąpienia inwestycji dodatkowych. Szerzej na ten temat w dalszej części artykułu.

A. Rappaport podkreśla wyższość wartości dodanej dla akcjonariuszy nad ekonomiczną wartością dodaną. Wymienić jednak należy także pewne mankamenty SVA i stawiane temu miernikowi zarzuty.

Wśród głównych wad tego miernika wymienia się daleko idące uproszczenia poczynione w założeniach, na podstawie których wyprowadzono SVA. Wskazuje się, że są one dalekie od rzeczywistości. W szczególności chodzi o posługiwanie się wzorem na bieżącą wartość renty wieczystej, w celu wyceny wartości dodanej w efekcie dodatkowych inwestycji. Wzór na SVA zakłada, że osiągnięty NOPAT pozostanie na tym poziomie w kolejnych okresach [Rappaport 1999, s. 138], a działania przedsiębiorstwa mają polegać na tym, aby w kolejnym okresie zwiększyć poziom NOPAT. Osiągnąć to można dzięki inwestycjom dodatkowym. Co więcej, wzór na SVA zakłada, że do utrzymania NOPAT, a w konsekwencji także wartości na poziomie z poprzedniego okresu wystarczy inwestowanie na poziomie amortyzacji. W rzeczywistości tak proste relacje z reguły nie występują.

Istotne jest także przyjęte przez A. Rappaporta założenie, że inwestycje dodatkowe ponoszone są na końcu okresu oraz że NOPAT wygenerowany zostaje także na końcu okresu¹⁸. Jest to założenie nierealistyczne, przyjmujące natychmiastowe występowanie efektów, równocześnie z poniesieniem nakładów. Jednak kiedy A. Rappaport stara się wykazać związek między EVA (a dokładniej zmianą zysku ekonomicznego) a SVA, to łamie przyjęte wcześniej założenie i przyjmuje, że inwestycje dodatkowe poniesione na początku okresu skutkują określoną wielkością NOPAT na końcu tego okresu¹⁹. Wtedy to formuła SVA przybiera postać²⁰:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k} - I. \quad (5)$$

Wcześniejszy wywód [Rappaport 1999, s. 61] opiera się natomiast na założeniu, że:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k} - \frac{I}{1+k}. \quad (6)$$

Należy zauważyć, że z podanych powyżej wzorów to formuła (5) jest bliższa rzeczywistości, ponieważ zakłada, że najpierw należy ponieść nakłady, aby po upływie okresu uzyskać efekty. Podkreśla zatem związek przyczynowo-skutkowy, jaki występuje między nakładem a efektem, oraz opóźnienie w czasie wystąpienia efektu w stosunku do poniesienia nakładu. Należy jednak zwrócić uwagę na dwa problemy. Po pierwsze, formuła (5) zakłada opisaną powyżej prawidłowość tylko w odniesieniu do inwestycji dodatkowych, podczas gdy inwestycje odtworzeniowe

¹⁸ Takie podejście dominuje w całej książce [Rappaport 1999].

¹⁹ Oznacza to *de facto* poniesienie inwestycji dodatkowych na początku okresu, a inwestycji odtworzeniowych, odejmowanych w kalkulacji NOPAT, na końcu okresu.

²⁰ Por. wzór (4) oraz [Rappaport 1999, s. 141].

mają dawać efekty natychmiastowo. Po drugie, stosując miernik SVA, w ogóle nie bierze się pod uwagę sytuacji, w której między inwestycjami a ich efektem w postaci zwiększonego NOPAT upływa czas dłuższy niż rok. Z tego powodu miernik ten nie nadaje się do stosowania w przedsiębiorstwach, w których poniesione nakłady inwestycyjne dają oczekiwane efekty po kilku latach²¹.

Odnosząc się do uproszczonego ujmowania dodatkowych inwestycji przez SVA, T. Dudycz proponuje modyfikacje wzoru, pozwalające obliczyć SVA w sytuacji, gdy [Dudycz 2005, s. 204-205]:

- dodatkowe inwestycje w aktywa trwałe następują na początku okresu, a w kapitał obrotowy netto na końcu okresu,
- dodatkowe inwestycje w aktywa trwałe ponoszone są przez kilka lat,
- docelowy przyrost zysku operacyjnego po opodatkowaniu jest osiągany stopniowo w ciągu kilku okresów.

Wszystkie te modyfikacje wzoru na SVA odnoszą się do dodatkowych inwestycji. Autor tych modyfikacji nie dostrzega natomiast opisanego powyżej problemu związanego z momentem wystąpienia inwestycji odtworzeniowych [por. Dudycz 2005, s. 204-207].

Wśród mankamentów wartości dodanej dla akcjonariuszy wymienia się ponadto trudność w przewidywaniu przyszłych przepływów pieniężnych i określaniu wartości rezydualnej na koniec konkretnego okresu [Van Heerden de Wet 2004, s. 31]. Zarzut ten dotyczy jednak w równej mierze dochodowych metod wyceny w ogóle.

Wadą miernika SVA jest jego poziom skomplikowania, powodujący nieprzejrzystość i niezrozumiałość dla pracowników. Ideą systemu zarządzania przez wartość jest zazwyczaj skoncentrowanie na odpowiednim mierniku działalności wszystkich uczestników organizacji, od najwyższych szczebli aż po szeregowych pracowników²². Wydaje się, że konstrukcja miernika SVA jest bardziej skomplikowana chociażby od koncepcji zysku ekonomicznego, a jej zrozumienie wymaga bardziej zaawansowanej wiedzy z finansów²³, dlatego też może być niezrozumiała dla niefinansistów. Jest to wada szczególnie istotna dla mniejszych przedsiębiorstw.

Wśród innych mankamentów SVA zwraca się także uwagę na niefortunne nazwanie tego miernika wartością dodaną dla akcjonariuszy, podczas gdy w istocie jest to przyrost wartości przedsiębiorstwa (por. [Dudycz 2005, s. 207]). Pamiętać bowiem należy, że zwiększanie wartości przedsiębiorstwa nie musi być jednoznaczne ze zwiększaniem wartości dla właścicieli²⁴.

²¹ Jest to zatem podobny problem, z jakim borykają się miary księgowe oraz ekonomiczna wartość dodana w sytuacji, kiedy nie dokona się odpowiedniej korekty. Więcej na ten temat w: [Ehrbar 2000, s. 136 i n.].

²² Taka idea zdaje się też przyświecać A. Rappaportowi, kiedy proponuje, aby systemy motywacyjne dla zarządów i menedżerów liniowych przedsiębiorstw niegieldowych były oparte na SVA [Rappaport 1999, s. 125-135].

²³ Chodzi m.in. o zastosowanie teorii zmiennej wartości pieniądza w czasie.

²⁴ Na to rozróżnienie szczególnie uwagę zwraca m.in. [Michalski 2001, s. 19, 105].

Podsumowując, należy stwierdzić, że SVA jest z pewnością miarą mocno osadzoną w koncepcji zarządzania przez wartość, a szczególnie w metodyce dochodowej wyceny przedsiębiorstwa. Nie jest jednak pozbawiona pewnych mankamentów, które istotnie ograniczają przydatność tego miernika.

Literatura

- Attril P., McLaney E., *Management Accounting for Non-specialists*, 3rd edition, Prentice Hall, London 2002.
- Black A., Wright Ph., Bachman J.E., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, ONEPRESS, Gliwice 2007.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Nowicki J., *Ekonomiczna wartość dodana i „granie” kapitałem zainwestowanym*, [w:] *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, red. J. Duraj, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2007, s. 365-377.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

Źródła internetowe

- Damodaran A., *Investment Valuation: Second Edition*, manuscript, http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR/New_Home_Page/valn2ed/book.htm (dostęp 10.04.2005).
- Van Heerden de Wet J.H., *A strategic approach in managing shareholders' wealth for companies listed on the JSE securities exchange South Africa*, University of Pretoria etd., Pretoria 2004, <http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-08192004-125904> (dostęp 27.02.2007).

SHAREHOLDER VALUE ADDED AS A VALUE-BASED MEASURE

Summary

The article refers to Rappaport's shareholder Value Added (SVA). The author discusses some details bound up with this value-based measure and points out advantages and weaknesses of SVA.