

Bartłomiej Nita

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

WARUNKI STOSOWANIA I OGRANICZENIA EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ

1. Wstęp

Przyjmuje się, że korzenie koncepcji ekonomicznej wartości dodanej (*economic value added* – EVA) sięgają pomysłów sformułowanych przez A. Marshalla w końcu XIX wieku¹. Niektórzy wywodzą ją jednak aż z dorobku D. Ricardo (połowa XIX wieku), a nawet R. Hamiltona (koniec XVIII wieku) [Biddle, Bowen, Wallace 1999]. To, o czym pisał A. Marshall i jego poprzednicy, zostało nazwane zyskiem rezydualnym (*residual income* – RI), a jego idea – jak podają J.L. Dodd i S. Chen [1986] – pojawiła się po raz pierwszy w literaturze dotyczącej rachunkowości na początku ubiegłego wieku, natomiast w literaturze dotyczącej rachunkowości zarządczej – w latach sześćdziesiątych minionego stulecia.

Ekonomiczna wartość dodana stanowi obecnie jeden z ważniejszych elementów procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*value-based management*), przy czym spełnia nie tylko funkcję monitorowania realizowanej w przedsiębiorstwie strategii tworzenia wartości. Znajduje ponadto zastosowanie w motywowaniu menedżerów do postępowania zgodnego z interesem właścicieli oraz może służyć ocenie ośrodków odpowiedzialności w przedsiębiorstwie.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie istoty ekonomicznej wartości dodanej oraz ukazanie na tym tle jej zalet i możliwości wykorzystania w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa, a także prezentacja najczęstszych zarzutów kierowanych pod adresem tego miernika.

2. Istota ekonomicznej wartości dodanej

Podstawowa różnica między zyskiem księgowym a zyskiem rezydualnym polega na tym, że przy obliczaniu zysku księgowego uwzględnia się tylko koszt kapitału

¹ W jego książce pt. „*Principles of Economics*”, wydanej w 1890 r.

obcego, natomiast zysk rezydualny jest kategorią wynikową pozostającą po pokryciu zarówno kosztu kapitału obcego, jak i kosztu kapitału własnego. Zysk rezydualny był obliczany w praktyce gospodarczej, z różnymi modyfikacjami, przez wiele przedsiębiorstw już w latach dwudziestych XX wieku (np. w General Motors czy General Electric). W Europie fińscy akademicy oraz praktycy dyskutowali koncepcję zysku rezydualnego na łamach prasy finansowej już we wczesnych latach siedemdziesiątych ubiegłego stulecia [Mäkeläinen 1998].

Idea zysku rezydualnego została rozszerzona przez nowojorską firmę doradczą Stern Stewart & Co. Jej założyciele, J. Stern i G.B. Stewart III, w końcu lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia zaproponowali modyfikację zysku rezydualnego, opatrzyli ją znakiem handlowym oraz nazwali ekonomiczną wartością dodaną².

Formuła określająca ekonomiczną wartość dodaną przedstawia się następująco:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \cdot IC_{t-1}, \quad (1)$$

gdzie: EVA_t – ekonomiczna wartość dodana w okresie t ,
 $NOPAT_t$ – zysk operacyjny po opodatkowaniu w okresie t ,
 $WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału w okresie t ,
 IC_{t-1} – kapitał zainwestowany na koniec okresu $(t-1)$.

Zysk operacyjny po opodatkowaniu, który reprezentuje zysk faktycznie osiągnięty przez inwestorów, można przedstawić jako iloczyn kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa oraz stopy zwrotu z tegoż kapitału. Natomiast iloczyn ($WACC \cdot IC$) to zysk oczekiwany przez dawców kapitału, który oznacza całkowity, wyrażony w pieniądzu koszt kapitału zarówno obcego, jak i własnego. W związku z tym różnicę między zyskiem osiągniętym przez inwestorów a całkowitym kosztem kapitału można również zapisać w postaci:

$$EVA_t = ROIC_t \cdot IC_{t-1} - WACC_t \cdot IC_{t-1} = (ROIC_t - WACC_t) \cdot IC_{t-1}, \quad (2)$$

gdzie: $ROIC_t$ – stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału w okresie t .

Ekonomiczna wartość dodana podaje zatem, ile naprawdę pozostanie inwestorom zysku po odjęciu pełnego kosztu. Innymi słowy – jak pisze A. Ehrbar [2000, s. 2], propagator tej koncepcji i wiceprezes Stern Stewart & Co. – EVA to reszta pozostała po pokryciu wszystkich kosztów.

Aby dokonać kalkulacji ekonomicznej wartości dodanej, należy określić zasady ustalania wartości zarówno kapitału zainwestowanego, jak i zysku operacyjnego.

² Koncepcja EVA została następnie szeroko przedstawiona m.in. w pracy [Stewart 1991]. Z dzisiejszej perspektywy można powiedzieć, że EVA wstrząsnęła światem finansów. Świadczą o tym chociażby liczne entuzjastyczne określenia w prasie ekonomicznej z początku lat dziewięćdziesiątych. Sztandarowy przykład stanowi publikacja w „Fortune”, w której EVA została określona jako „prawdziwy klucz do tworzenia bogactwa” [Tully 1993]. Artykuł ten dostarczył szczegółowego opisu koncepcji miernika, praktyki Stern Stewart & Co. oraz przykładów amerykańskich przedsiębiorstw, które z powodzeniem wdrożyły to rozwiązanie.

Jeśli chodzi o kapitał zainwestowany, w literaturze występują różne propozycje³, przy czym odwołując się do autorów koncepcji EVA, warto przytoczyć definicję, która głosi, że kapitał zainwestowany wyraża się całkowitą kwotą środków pieniężnych wprowadzonych do przedsiębiorstwa przez inwestorów w całym okresie jego funkcjonowania i finansujących jego aktywa netto, bez względu na to, skąd pochodzą (środki własne, środki obce), jak również na to, jaki jest cel ich zaangażowania oraz jak środki te zostały sklasyfikowane w systemie księgowym przedsiębiorstwa [Stewart 1991, s. 86]. Tak zdefiniowany kapitał zainwestowany składa się najogólniej z dwóch części:

- kapitału własnego,
- oprocentowanego kapitału obcego.

Oprocentowany kapitał obcy oznacza wszelkie środki finansowania niepochodzące od właścicieli, inwestowane w celu uzyskania pewnego minimalnego zwrotu. Chodzi bowiem o to, że w obcych źródłach finansujących aktywa netto znajdują się środki niemające charakteru kapitału wprowadzonego do przedsiębiorstwa z wymaganiami zapewnienia na nich pewnej minimalnej stopy zwrotu (są to zobowiązania bieżące nieobciążone odsetkami, np. zobowiązania wobec pracowników lub zobowiązania handlowe). W rachunku EVA należy zatem wyeliminować z kapitału zainwestowanego zobowiązania bezodsetkowe, przy czym mimo że przedsiębiorstwo nie płaci odsetek od tych zobowiązań, w niektórych sytuacjach ponosi z ich tytułu koszty. Na przykład przedsiębiorstwo, które ma zobowiązania wobec dostawców i korzysta z kredytu handlowego, traci najczęściej określone opusty. W takiej sytuacji nie należy jednak tego typu kosztu uwzględniać przy ustalaniu poziomu kapitału zainwestowanego, gdyż koszt związany z utraconym opustem jest już uwzględniony w rachunku zysku operacyjnego po opodatkowaniu NOPAT (wyższe są po prostu np. koszty zakupu materiałów do produkcji).

Kapitał zainwestowany można obliczyć, stosując dwa podejścia:

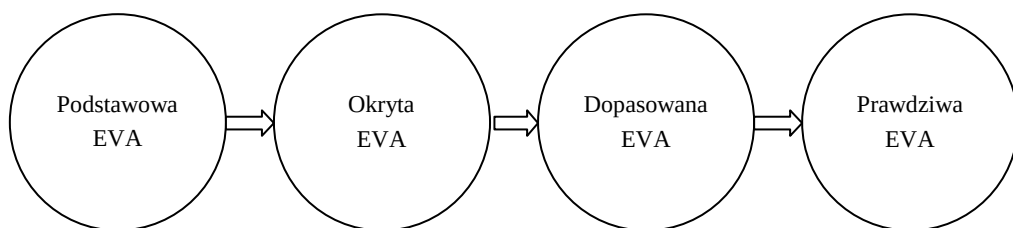
- 1) podejście finansowe – jako sumę wartości kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego,
- 2) podejście operacyjne – pomniejszając aktywa spółki o nieodsetkowe zobowiązania bieżące.

Zysk operacyjny po opodatkowaniu jest kategorią wyniku niewrażliwą na decyzje w zakresie finansowania aktywów przedsiębiorstwa, reaguje wyłącznie na zmiany czynników czysto operacyjnych. Zysk ten jest określany w tym kontekście jako operacyjny, ponieważ nie uwzględnia pomniejszenia o koszt kapitału obcego (koszty odsetek). Sformułowanie „netto” oznacza, że koszty przeciwstawiane przychodom ze sprzedaży obejmują amortyzację. Zysk operacyjny NOPAT jest oczywiście wynikiem po opodatkowaniu, należy bowiem uzyskać rezydualny, operacyjny zysk przedsiębiorstwa (pomniejszony o wszystkie obciążenia, w tym podatki), przy czym

³ Przegląd tych propozycji można odnaleźć m.in. w pracy [Dudycz 2001, s. 186-188].

podatek powinien być wyrażony w kwocie rzeczywiście zapłaconej. Należy jednak podkreślić, że podatek jest naliczany od zysku operacyjnego, nie zaś od wyniku brutto. Zysk operacyjny nie uwzględnia kosztu kapitału obcego, podatek zatem nie zależy od struktury finansowania i jest kalkulowany tak, jakby przedsiębiorstwo finansowało się wyłącznie kapitałem własnym, tak więc w tym znaczeniu NOPAT jest niewrażliwy na decyzje w zakresie finansowania aktywów przedsiębiorstwa. Podobnie jak kapitał zainwestowany, NOPAT można obliczyć dzięki zastosowaniu podejścia operacyjnego lub finansowego.

Zasadnicza różnica między zyskiem rezydualnym a ekonomiczną wartością dodaną sprowadza się do szeregu korekt, których należy dokonać, aby sprowadzić informacje księgowe do poziomu przepływów pieniężnych. Autorzy koncepcji EVA zaproponowali aż 164 korekty zysku operacyjnego po opodatkowaniu oraz kapitału zainwestowanego, których celem jest usunięcie „księgowych anomalii i wypaczeń”⁴ [Biddle, Bowen, Wallace 1999]. W praktyce ich liczba zależy oczywiście od specyfiki działalności przedsiębiorstwa i rozwiązań prawnych dotyczących rachunkowości w danym kraju, przy czym należy zauważyć, że istnieje zauważalna tendencja do ograniczania liczby korekt⁵. Jak pisze A. Ehrbar [2000, s. 134], liczba korekt determinuje precyzję kalkulacji EVA i w skrajnym przypadku, gdy nie stosuje się żadnych korekt, mamy do czynienia z podstawową ekonomiczną wartością dodaną, która jest tożsama z zyskiem rezydualnym. Pasma ekonomicznej wartości dodanej i proces przechodzenia do prawdziwej ekonomicznej wartości dodanej, czyli teoretycznie najbardziej poprawnej i precyzyjnej miary zysku ekonomicznego, przedstawiono na rys. 1.



Rys. 1. Pasma ekonomicznej wartości dodanej

Źródło: [Ehrbar 2000, s. 134].

Korekty, które należy uwzględnić przy obliczaniu EVA, dotyczą kapitału zainwestowanego oraz zysku operacyjnego po opodatkowaniu. T. Dudyc [2005, s. 157]

⁴ Dosłownie *accounting anomalies and distortions*.

⁵ Na przykład w koncernie Coca-Cola stosowano początkowo 15 korekt, obecnie ich liczbę zredukowano jedynie do kilku najważniejszych [Shaked, Michel, Leroy 1997].

proponuje kilka najważniejszych korekt oraz następującą procedurę obliczania kapitału zainwestowanego:

	Aktywa
–	wartość firmy (składnik wartości niematerialnych i prawnych)
+	skapitalizowany leasing operacyjny
–	zobowiązania nieodsetkowe
–	rozliczenia międzyokresowe bierne
–	rezerwy na zobowiązania
–	środki trwałe w budowie łącznie z zaliczkami
=	Kapitał zainwestowany

Obliczenie skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu wymaga natomiast pominięcia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, zysków i strat nadzwyczajnych, a także dokonania korekty o efekty kapitalizacji leasingu operacyjnego⁶.

3. Zalety ekonomicznej wartości dodanej

Stosowanie ekonomicznej wartości dodanej wyzwała zażarte dyskusje oraz wzbudza kontrowersje zarówno w rozważaniach teoretycznych, jak też w praktyce gospodarczej. Poglądy w tym zakresie nie są zgodne, a w związku z tym niezwykle trudno w sposób jednoznaczny wskazać jej zalety. Można jednak wymienić kilka cech, które są uznawane za zalety omawianej koncepcji, stwierdzając, że ekonomiczna wartość dodana:

- jest skorelowana z bogactwem właścicieli i zmianami cen akcji na giełdzie,
- uwzględnia całkowity koszt kapitału zarówno własnego, jak i obcego,
- informuje bezpośrednio o kreowaniu lub destrukcji wartości dla właścicieli,
- jest parametrem, który odzwierciedla działania zarządu i pracowników,
- sprzyja decentralizacji zarządzania i może być stosowana na różnych szczeblach struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa,
- jest zgodna z kryterium wartości bieżącej netto.

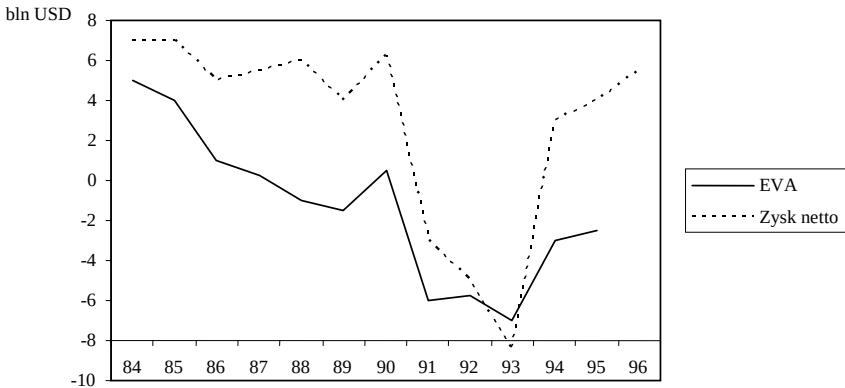
Wymienione cechy stanowią przedmiot dyskusji i nie są przez wszystkich akceptowane, jednak niewątpliwą zaletą koncepcji EVA jest to, że można udowodnić jej zgodność z kryterium NPV. Wartość projektu jest, jak wiadomo, równa sumie wszystkich zdyskontowanych sald przepływów pieniężnych otrzymywanych w wyniku jego realizacji, przy czym NPV jest większe od zera, gdy wewnętrzna stopa

⁶ Oznacza to, że koszty wytworzenia sprzedanych produktów należy pomniejszyć o wielkość rat leasingowych, a koszty odsetek powiększyć o teoretyczną wartość odsetek naliczonych od zobowiązań leasingowych [Dudycz 2005, s. 162]. Szersze omówienie wymaganych korekt znajduje się np. w [Young, O'Byrne 2001, s. 205-268; Cwynar, Cwynar 2000(a)].

zwrotu z inwestycji IRR przewyższa wymaganą stopę kosztu kapitału. Gdy tak się stanie, powstaje dodatkowa wartość, ponieważ inwestor osiąga stopę zwrotu wyższą od stopy zwrotu z alternatywnej inwestycji o podobnym poziomie ryzyka. Opierając się na tym stwierdzeniu, można wyprowadzić zależność, z której wynika, że wartość bieżąca netto projektu jest równa sumie zaktualizowanych wartości EVA oczekiwanych w związku z jego przyjęciem do realizacji (por. [Damodaran 1999]):

$$NPV_{t-1} = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{1 + WACC_t} \quad (3)$$

Stern Stewart & Co. oraz inni konsultanci twierdzą ponadto, że EVA może być wykorzystywana w systemach wczesnego ostrzegania. Analizując umieszczony na rys. 2 wykres kształtowania się miernika EVA dla przedsiębiorstwa IBM, można zauważyć, że jego wartość między rokiem 1984 a 1989 gwałtownie spadała. W 1988 r. stała się ujemna (w IBM występowała destrukcja wartości), mimo że zysk netto przedsiębiorstwa wzrósł. Obserwując omawiane zależności, można wysnuć wniosek, że zmiany ekonomicznej wartości dodanej wyprzedzają zmiany zysku netto w przedsiębiorstwie.



Rys. 2. Wykres ekonomicznej wartości dodanej i wyniku netto przedsiębiorstwa IBM

Źródło: [Valuing Companies... 1997, s. 58].

4. Ograniczenia stosowania ekonomicznej wartości dodanej

Najwięcej kontrowersji wzbudza korelacja miernika EVA z bogactwem właścicieli. W związku z tym, po przejściu fali fascynacji ekonomiczną wartością dodaną, zaczęło się pojawiać pod jej adresem wiele głosów krytycznych. Coraz częściej

publikowano analizy oraz wyniki badań empirycznych, które podważały silny związek ekonomicznej wartości dodanej z kreowaniem wartości.

Prace J.L. Dodda i S. Chena [1996; 2001] wskazują, że mimo iż większe wartości EVA są rzeczywiście związane z wyższymi cenami akcji na giełdzie, siła tej zależności odbiega daleko od oczekiwań propagatorów koncepcji miernika. W swoich artykułach dość mocno krytykują związek EVA z kreowaniem wartości, twierdząc, że nie można go obiektywnie udowodnić. J.L. Dodd i S. Chen powołują się ponadto na rezultaty badań prowadzonych przez G.C. Biddle'a i in., którzy po przeprowadzeniu wielu obserwacji i testów na próbie 6513 przedsiębiorstw odrzucają tezę głoszącą, że wartość EVA jest skorelowana ze stopami zwrotu z akcji w wyższym stopniu aniżeli zysk księgowy lub saldo operacyjnych przepływów pieniężnych.

B.D. Clinton oraz S. Chen [1998] uważają, że przedsiębiorstwa powinny raczej rozważyć stosowanie względnie prostych mierników, opartych na nieskorygowanych wartościach zysku księgowego lub rezydualnych przepływach pieniężnych RCF (*residual cash flow*) w zastępstwie ekonomicznej wartości dodanej.

Ponadto, jak podaje T. Copeland [2002], według analiz prowadzonych przez „Monitor Corporate Finance”, korelacja między ekonomiczną wartością dodaną a całkowitym zwrotem dla akcjonariuszy nie występuje. Jedynie zmiany oczekiwań rynku kapitałowego pod adresem tego miernika są skorelowane ze zwrotem dla akcjonariuszy.

Ciekawe wnioski są rezultatem rozważań prowadzonych przez S. Paulo [2002], który rozpatruje przydatność ekonomicznej wartości dodanej z punktu widzenia hipotezy rynku efektywnego (*efficient market hypothesis* – EFM). Jego zdaniem w świecie rynków efektywnych, gdy aktywa znajdują się na linii rynku papierów wartościowych SML (*security market line*) lub na linii rynku kapitałowego CML (*capital market line*), rynkowe ceny aktywów odpowiadają wewnętrznej, fundamentalnej wartości aktywów i nie można mówić o takim mierniku, jak EVA. Na linii SML i CML wartość bieżąca netto NPV z definicji wynosi zero, rzeczywista stopa kosztu kapitału zaś jest równa wewnętrznej stopie zwrotu, a zatem również ekonomiczna wartość dodana musi wynosić zero. W związku z tym, że EVA uwzględnia różnicę między wymienionymi stopami zwrotu, w świecie rynków efektywnych określa ona wartość, która z definicji nie istnieje (z wyjątkiem ewentualnych szumów statystycznych). Według S. Paulo, teoria konkurencji oraz arbitrażu dowodzi, że konsekwentne osiąganie ponadprzeciętnych korzyści jest niemożliwe. W związku z tym można obserwować określone poziomy wartości ekonomicznej wartości dodanej, ale mają one charakter losowy i statystycznie nieistotny. Przeciętnie rzecz biorąc, wartości dodatnie EVA powinny być zrównoważone wartościami ujemnymi. Uwzględniając przedstawiony sposób myślenia, zgodnie z logiką rynku efektywnego EVA jest fikcją, głosi S. Paulo.

Również w polskiej literaturze można odnaleźć długą listę zarzutów względem ekonomicznej wartości dodanej. Najczęściej wymieniane niedogodności związane z

wykorzystaniem ekonomicznej wartości dodanej w zarządzaniu przedsiębiorstwem przedstawiają się następująco [Cwynar, Cwynar 2000(b)]:

- trudności w ustaleniu kosztu kapitału własnego (kłopoty z identyfikacją parametrów modelu CAPM, rozbieżność wyników różnych metod),
- szereg skomplikowanych korekt powodujących problemy w obliczaniu EVA,
- EVA nie zawsze jest miarodajna i nie może stanowić jedynego kryterium (np. duże inwestycje mogą spowodować ujemną wartość EVA, gdyż wzrósł koszt kapitału, a zysk się jeszcze nie ujawnił),
- okresowe wartości EVA mogą być zniekształcone przez inflację,
- EVA może być myląca w odniesieniu do przedsiębiorstw będących w fazie restrukturyzacji (zmiany struktury finansowania sprzeczne z koncepcją WACC),
- EVA mimo wszystko jest miernikiem opartym na wielkościach księgowych, choć istotnie skorygowanych,
- obliczanie EVA zależy od samego przedsiębiorstwa (korekty), w przeciwieństwie np. do ROE czy ROA.

5. Zakończenie

Z przedstawionych rozważań wynika, że poglądy wielu autorów na temat przydatności ekonomicznej wartości dodanej we wspomaganiu zarządzania wartością przedsiębiorstwa są często rozbieżne. Wiele publikacji propaguje bezkrytyczne stosowanie koncepcji EVA, natomiast występują również opinie skrajnie odmienne, które w zupełności odrzucają możliwości aplikacji tego miernika w praktyce. Wydaje się, że żadna z prezentowanych postaw nie może być w pełni zaakceptowana. Kierunki badań w zakresie ekonomicznej wartości dodanej powinny się koncentrować przede wszystkim na określeniu warunków, w jakich ten miernik może spełniać swoje funkcje. Warto w związku z tym oceniać przydatność stosowania ekonomicznej wartości dodanej zarówno w przekroju spełnianych funkcji, jak i w przekroju podmiotów, które potencjalnie mogą tę koncepcję zaadaptować (przedsiębiorstwa małe, spółki akcyjne itd.).

Analiza konstrukcji ekonomicznej wartości dodanej wskazuje, że podstawowe obszary zastosowań tego miernika w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa obejmują:

- systematyczny pomiar wyników osiągniętych w przedsiębiorstwie,
 - pomiar rentowności w przekroju grup asortymentowych, kanałów dystrybucyjnych, pojedynczych produktów,
 - ocenę ośrodków odpowiedzialności,
 - wykorzystanie na potrzeby rachunku efektywności projektów inwestycyjnych,
 - ocenę dostępnych opcji strategicznych i wariantów rozwoju przedsiębiorstwa,
- w tym fuzji i przejęć,
- kształtowanie zmiennej części wynagrodzenia w programach motywacyjnych,
 - możliwości implementacji na potrzeby wyceny przedsiębiorstwa.

Warto zauważyć, że w ostatnim okresie powstaje wiele nowych mierników opartych na ekonomicznej wartości dodanej. Są to rozliczne modyfikacje EVA, które stanowią próbę dostosowania jej do specyficznych wymagań, warunków rynkowych czy też rodzajów działalności, jak np. banków (por. [Stepnowski 1998]).

Literatura

- Biddle G.C., Bowen R.M., Wallace J.S., *Evidence on EVA*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, vol. 12, nr 2.
- Clinton B.D., Chen S., *Do New Performance Measures Measure up?*, „Management Accounting” October 1998.
- Copeland T. *Want to Create Value?*, „Strategic Finance” 2002 March.
- Cwynar A., Cwynar W., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość (część I)*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000(a), nr 3.
- Cwynar A., Cwynar W., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość (część II)*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000(b), nr 4.
- Damodaran A., *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, New York University, Leonard N. Stern School Finance Department Working Paper Series 1999, nr 99-018.
- Dodd J.L., Chen S., *EVA: A New Panacea?*, „Business and Economic Review” 1996, vol. 42, nr 4.
- Dodd J.L., Chen S., *Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant?*, „Journal of Managerial Issues” 2001, vol. XIII, nr 1.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 2001.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Mäkeläinen E., *Economic Value Added as a Management Tool*, Helsinki School of Economics and Business Administration 1998.
- Paulo S., *Is EVA Fiction?*, „AFP Exchange” 2002, vol. 22, nr 4.
- Shaked I., Michel A., Leroy P., *Creating Value Through EVA – Myth or Reality*, „Strategy and Business” 1997, vol. 9.
- Stepnowski R., *Bankowa ekonomiczna wartość dodana*, Wydanie specjalne – Polski Rynek Kapitałowy 1997/1998, „Parkiet” 1998.
- Stewart G.B., *The Quest for Value. The EVATM. Management Guide*, Harper Business, New York 1991.
- Tully S., *The Real Key to Creating Wealth*, „Fortune” 1993, vol. 128, nr 6.
- Valuing Companies. A Star to Sail by?*, „The Economist” 2 August, 1997.
- Young S.D., O’Byrne S.F., *EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill 2001.

TERMS OF USE AND LIMITATIONS OF ECONOMIC VALUE ADDED

Summary

The paper presents the concept of economic value added in the context of Value-Based Management. Some remarks concerning the historical sources of this metric are also described. The

main emphasis is put on showing the advantages and disadvantages of using economic value added in a corporate from the point of view of performance evaluation and its correlation with the total return to shareholders. Another issue addressed is EVA as the basis of an incentive compensation plan that encourages managers to think and act like owners. Some results of empirical research and analysis, where usefulness of economic value added is considered to be questionable, are also quoted in the article.