

**Ewa Radawiecka**

Politechnika Koszalińska

## **EVA – BUDOWA SYSTEMU ZARZĄDZANIA PRZEZ WARTOŚĆ**

### **1. Istota wartości i jej wyceny**

Termin „wartość” zawsze był trudny do definiowania, gdyż jest to pojęcie wieloznaczne, mające zastosowanie w wielu dyscyplinach naukowych, takich jak rachunkowość, finanse, ekonomia, prawo i inne. Wartość może oznaczać [2, s. 8]:

- ile coś jest warte pod względem materialnym,
- cechę jakiejś rzeczy, dającą wyrazić się równoważnikiem pieniężnym,
- cenę czegoś, wyrażoną w pieniądzu lub ekwiwalent innych dóbr, na które to coś może być wymienione,
- cechę rzeczy, stosownie do której rzecz jest postrzegana, jako bardziej lub mniej pożądana, użyteczna, szacowana lub ważna.

Różnorodność znaczenia pojęcia wartości jest przyczyną występowania licznych koncepcji wartości. Sposoby pomiaru wartości związane są z konkretną koncepcją wartości. Do najważniejszych zaliczyć można:

- wartość ekonomiczną (*economic value*),
- wartość w użyciu (*value in use*),
- wartość dla właściciela (*owner value*),
- wartość dla biznesu (*value to the business*),
- wartość księgową (*book value*),
- wartość odtworzeniową (*reproduction value*),
- wartość zamiany – zastąpienia (*replacement value*),
- wartość rynkową (*market value*),
- wartość sprawiedliwą – wartość godziwą (*fair value*),
- wartość inwestycji (*investment value*),
- wartość likwidacyjną (*liquidation value*),
- wartość szacunkową (*estimate value*),

- wartość podatkową (*tax value*),
- wartość zabezpieczenia (*collateral value*).

Każda koncepcja wartości znajduje zastosowanie w praktyce. Zakres i stopień ich wykorzystywania jest zróżnicowany. Częstotliwość zastosowania w praktyce i użyteczność koncepcji wartości determinuje powstanie standardów wartości, które można określić jako rodzaj poszukiwanej wartości [5, s. 38]. Określenie standardu wyznacza cel i użytkownika, dla jakich wartość będzie określana. Wartość kształtowana jest w procesie społecznej wymiany. Trzeba więc do standardowo określonych danych sprawozdawczych dodać kolejne, wariantowo ujmujące wartość majątku i wyniku finansowego w zależności od konwencji i celu wyceny.

Wartość staje się użyteczna, jeśli wyrażona jest określoną miarą. Uniwersalną miarą jest miernik pieniężny. Pojęcia pomiar i wycena często stosuje się zamiennie.

Przez pomiar należy rozumieć przyporządkowanie obiektom liczebników głównych lub porządkowych, które pozwalają wyrazić ich cechy jakościowe, czyli wzbogacić treść obserwacji. To porównanie danej wielkości fizycznej z wielkością tego samego rodzaju przyjętą za jednostkę [3, s. 598].

W działalności gospodarczej pomiar polega na określeniu ilości, wagi, jakości lub zasięgu dobra, usługi lub zjawiska i określany jest pomiarem ilościowym.

Pomiar dokonywany w rachunkowości jako miarę zdarzeń gospodarczych stosuje miernik pieniężny. Określa się go mianem wyceny. Wycenę można traktować zatem jako poszukiwanie iloczynu stawek pieniężnych i ilości wycenianych obiektów. Polega ona na dokonaniu pomiaru wartościowego przedsiębiorstwa i jego składników majątkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcom tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości [1, s. 135].

## 2. Modele przewagi konkurencyjnej

Podstawowym ogólnym celem działalności przedsiębiorstwa jest jego przetrwanie i rozwój. Przetrwanie, czyli kontynuacja działalności, jest warunkiem podstawowym i stanowi bazę do osiągnięcia celów nastawionych na rozwój. W literaturze często można znaleźć stwierdzenie, że podstawowym celem jednostki jest zdolność do generowania zysków. Warto zauważyć, że jest to jednak cel wtórny. Podmiot gospodarczy w pierwszej kolejności musi zapewnić sobie możliwość przetrwania w konkurencyjnym otoczeniu rynkowym, aby móc rozwijać się i generować zyski. Inny pogląd jest taki, iż podstawowym celem przedsiębiorstwa jest tworzenie wartości dodanej, rozumianej jako różnica między rynkową wartością wyników działalności przedsiębiorstwa a poniesionymi nakładami.

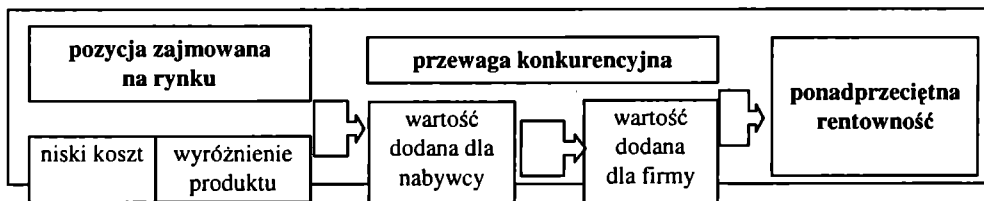
Coraz częściej można spotkać się z opinią, że podstawowym celem staje się maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, czyli finansowych korzyści właścicieli.

Zasoby przedsiębiorstwa powinny być zarządzane w ten sposób, aby ich wartość wzrastała bardziej, niż gdyby były zarządzane w inny sposób lub przez innych właścicieli.

Podstawową przesłanką motywacyjną dla firm poszukujących strategii działania jest przewaga konkurencyjna. Osiągnięcie przewagi nad konkurentami powinno zapewnić firmie wyższą rentowność. Problemem jest poszukiwanie odpowiednich źródeł przewagi i zapewnienia jej trwałości. Na tym tle można wyodrębnić trzy modele przewagi konkurencyjnej:

- 1) model przewagi konkurencyjnej szkoły pozycyjnej,
- 2) model przewagi konkurencyjnej szkoły zasobowej,
- 3) współczesny model przewagi konkurencyjnej.

Model przewagi konkurencyjnej szkoły pozycyjnej stworzony został w latach 80. przez M. Portera. Model ten oparty jest na szukaniu pozycji zajmowanej przez firmę w sektorze oraz sposobu jej budowania i utrzymania. Zakładano, że zdobycie przewagi nad konkurencją w sektorze poprzez uzyskanie nadrzędnej pozycji w zakresie poziomu kosztów lub marki i jakości produktów pozwoli firmie osiągnąć wartość dodaną większą niż ta realizowana przez konkurentów, która będzie stanowić podstawę nadprzeciętnej rentowności firmy. W teorii tej podstawowym warunkiem zdobycia przewagi nad konkurentami jest dostarczanie nabywcom wartości dodanej większej niż oferowana przez konkurentów. Utrzymanie osiągniętej, dominującej pozycji i przewagi konkurencyjnej wymaga, aby inwestować w zasoby i umiejętności stanowiące skuteczne bariery dostępu na rynku i mobilności w sektorze dla aktualnych i potencjonalnych konkurentów. Uzyskanie pozycji głównego kosztu wymaga np. inwestowania produkcji na wielką skalę, wydajne technologie, systemy informacyjne, natomiast pozycja produktu na rynku powinna być oparta na marce produktu, powiązaniach w kanałach dystrybucji, wysokiej jakości wynikającej z technologii i znajomości potrzeb i oczekiwań klientów. Schemat modelu konkurencyjnego szkoły pozycyjnej prezentuje rys. 1.



Rys. 1. Model przewagi konkurencyjnej szkoły pozycyjnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie [4].

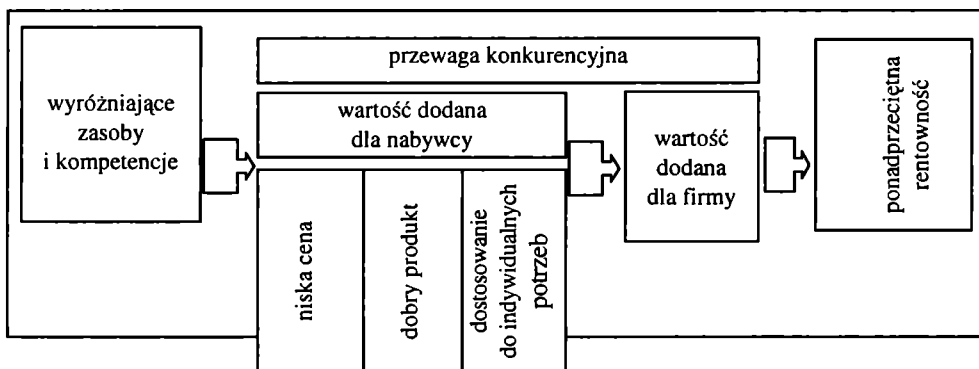
Pod wpływem zacierania się granic między sektorami, umiędzynarodawiania i globalizacji konkurencji oraz fragmentacji rynków zmieniły się w latach 90. poglą-

dy dotyczące źródeł przewagi konkurencyjnej jako pozycji zajmowanej przez firmę w sektorze. Zasoby firmy zaczęto postrzegać jako podstawę budowy i utrzymania przewagi nad konkurencją. Za nadrzędne uznano zasoby, które powstają w firmie na podstawie wiedzy i umiejętności jej wykorzystania w praktycznym działaniu. Szczególną uwagę zwracano na tzw. kluczowe kompetencje, czyli zdolności firmy o charakterze technologicznym i produkcyjnym. Stanowią one podstawę do produkowania wyróżniających produktów, które umożliwiają firmie przenoszenie przewagi konkurencyjnej między sektorami i rynkami, oraz budowanie tzw. rynków przyszłości. Ostatecznym weryfikatorem zasobów i kompetencji firmy jest ich zdolność generowania wartości dla klientów – nadwyżek korzyści, jakie klient otrzymuje w wyniku nabycia produktu lub usług, nad kosztami, które musi ponieść, aby dany produkt kupić.

W modelu przewagi konkurencyjnej opartej na zasobach należy skoncentrować się na określonych czynnościach i procesach całego łańcucha wartości dodanej firmy:

- na badaniach i rozwoju produktu – gdy korzyścią dla klienta jest jakość produktu,
- na operacjach wewnątrz firmy i w obrębie łańcucha dostaw – gdy korzyścią dla klienta ma być niska cena,
- na usługach dla klienta – gdy korzyścią dla klienta ma być dostosowanie produktu i usług do jego indywidualnych potrzeb.

Zdobyta przewaga konkurencyjna generuje wartość dodaną dla firmy będącą podstawą osiągania tzw. pierwszorzędnych wyników finansowych. Model ten ilustruje rys. 2.



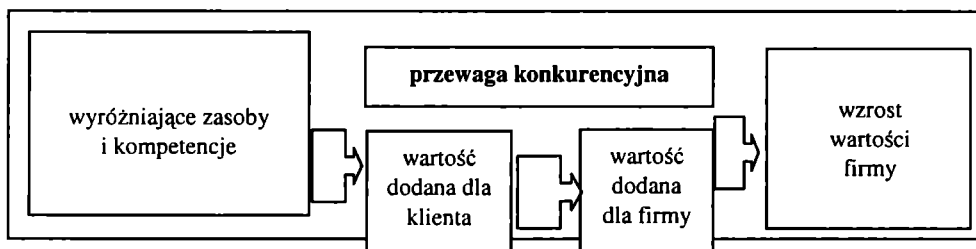
Rys. 2. Model przewagi konkurencyjnej szkoły zasobowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie [4].

W prezentowanych modelach wątpliwości budzi pojęcie pierwszorzędnych wyników finansowych lub ponadprzeciętnej rentowności. Trudności w identyfika-

cji i pomiarze tych wartości były przesłanką w rozwoju kolejnej koncepcji i doprowadziły do ukształtowania się współczesnego modelu przewagi konkurencyjnej opartego na wartości dodanej. Uznano, że podstawowym celem przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla jego właścicieli. Wzrost wartości firmy jest celem nadrzędnym i odsuwa na dalszy plan takie cele, jak zysk bilansowy czy rentowność przedsiębiorstwa.

Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jest celem konkretnym, zorientowanym na przyszłość, pragmatycznym, którego osiągnięcie motywuje kierownictwo do podejmowania skuteczniejszych decyzji strategicznych. Model ten prezentuje rys. 3.



Rys. 3. Współczesny model przewagi konkurencyjnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie [4].

### 3. Zarządzanie wartością (*Value Based Management – VBM*)

Zarządzanie wartością jest ogniwem łączącym strategię z wynikami finansowymi, gdyż są to pojęcia wzajemnie oddziałujące na siebie. Zarządzanie pod kątem wyników musi opierać się na określonej strategii. Realizacja wybranej strategii powinna być zorientowana na generowanie odpowiednich wyników finansowych.

Skuteczność zarządzania przez wartość oparta być musi na prawidłowych relacjach czterech podstawowych procesów:

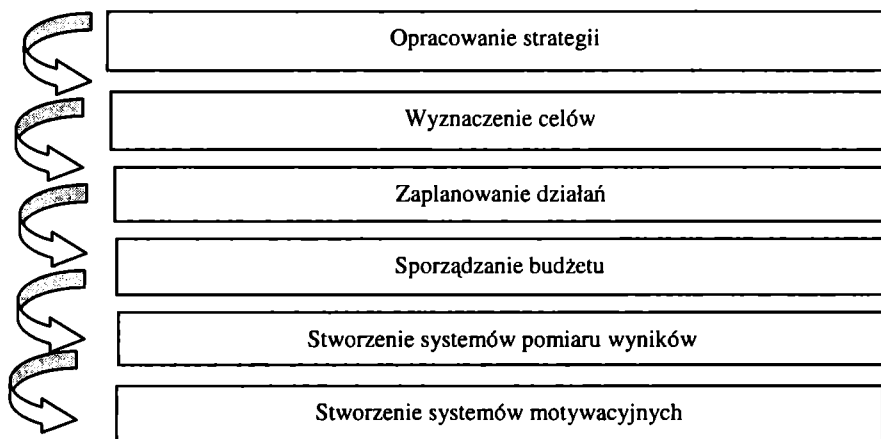
- planowania strategicznego,
- budżetowania,
- sprawozdawczości finansowej,
- motywacyjnego wynagradzania.

Ilustrację wdrażania procesu zarządzania przez wartość prezentuje rys. 4.

Wzrost wartości firmy, wyrażający efektywność zaangażowanego kapitału, został uznany za miernik osiągniętej przewagi konkurencyjnej, niezależny od sektora, w jakim działa firma, i zakresu terytorialnego rynku.

Istotą koncepcji zarządzania wartością firmy jest wyodrębnienie czynników generujących wartość firmy i określenie mierników, za pomocą których można

mierzyć jej wzrost. Źródłem wzrostu wartości firmy jest przede wszystkim tzw. ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added* – EVA), stanowiąca odpowiednik występującego w ekonomii zysku ekonomicznego.



Rys. 4. Fazy procesu zarządzania przez wartość

Źródło: opracowanie własne.

EVA stanowi jedną z najbardziej popularnych metod pomiaru wartości firmy i bazuje na zasadzie osiągnięcia przez firmę stopy zwrotu z całego zainwestowanego kapitału o wartości przewyższającej jego koszt. Miernik ten stanowi podstawę kompleksowego zarządzania finansami oraz jest centralnym ogniwem łączącym ekonomiczne wyniki firmy z systemem wynagrodzeń pracowniczych. Łącząc interesy właścicieli z interesami pracowników poprzez system premii, EVA sprzyja innowacjom, kreatywności oraz chęci do efektywnej pracy.

Zasadniczymi celami systemu premii opartego na EVA są:

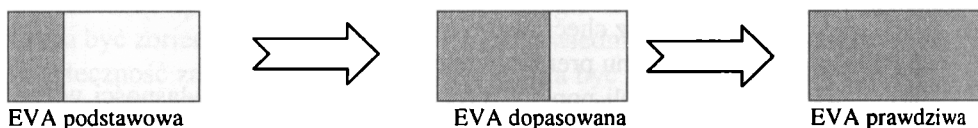
- eliminacja odgórnej kontroli poprzez zaszczepienie poczucia własności w pracownikach, menedżerach oraz kierownikach niższego szczebla,
- stworzenie systemu zarządzania ukierunkowanego na podniesienie ceny akcji przedsiębiorstwa,
- promowanie wysokich osiągnięć i kreatywnych rozwiązań, w których menedżerowie podejmują inicjatywę w celu tworzenia wartości.

Obliczenie zarządzania przez wartość za pomocą ekonomicznej wartości dodanej polega na spostrzeżeniu, że źródłem kreowania dodatkowej wartości przedsiębiorstwa (czyli rynkowej wartości dodanej) jest rentowność operacyjna zainwestowanego kapitału, przekraczająca jego całkowity koszt. EVA jest miarą tego, czy przedsiębiorstwo tworzy nowy kapitał i majątek (czyli powiększa wartość akcjonariuszy) czy też marnotrawi kapitał, nie tworząc nowej wartości ekonomicznej.

Praktyczne obliczenie EVA jest dość skomplikowane, co wynika z konieczności stosowania korekt, których celem jest przełożenie wyników księgowych na wyniki ekonomiczne firmy. Wiąże się to ze słabym związkiem danych księgowych z wartościami rynkowo-ekonomicznymi. Rosnący fiskalizm i wprowadzanie nowych regulacji podatkowo-prawnych powodują, że sprawozdania finansowe w ujęciu księgowym są mało użyteczne z biznesowego punktu widzenia.

EVA jest rezydualnym zyskiem ekonomicznym pozostającym po odjęciu od skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu wszystkich kosztów kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie. Uwzględnić należy nie tylko te, które wynikają z ksiąg rachunkowych, w postaci zapłaconych odsetek od długów, ale również koszty, których nie uwzględnia analiza dokumentów finansowych. Należą do nich koszty alternatywnego kapitału własnego, czyli możliwość zyskowego zainwestowania kwoty wolnych środków pieniężnych w inne przedsięwzięcia o podobnej skali ryzyka i zaangażowania nakładów gospodarczych.

Koncepcja EVA zakłada zatem konieczność stosowania wielu korekt. Umożliwia to uwzględnienie pełnego kosztu kapitału oraz przekształcenie wartości księgowej w wartość ekonomiczną, czyli skorygowaną wartość księgową. Zarówno zysk operacyjny, jak i kwota zainwestowanego kapitału muszą zostać skorygowane. Obydwie wielkości odczytane są wprost z ksiąg rachunkowych. Z ekonomicznego punktu widzenia obarczone są szeregiem zniekształceń wynikających z przyjętych w rachunkowości zasad, np. zasady memoriałowej, współmierności czy ostrożnej wyceny. Podstawowymi obszarami korekt są: badania i rozwój, inwestycje strategiczne, amortyzacja, zasady uznawania kosztów i przychodów, goodwill, odroczony podatek dochodowy, leasing operacyjny, podatki i odpisy oraz korekty do bilansu. Zatem praktyczne obliczenia przeprowadza się w kilku etapach, osiągając ostatecznie „prawdziwą EVA” (rys. 5).



Rys. 5. Etapy pomiaru EVA

Źródło: opracowanie własne.

Pierwszym krokiem w obliczeniu EVA jest zamiana zysku księgowego na zysk ekonomiczny. Uzyskuje się przez to korektę zysku operacyjnego netto o zapłacony podatek dochodowy.

Drugim krokiem jest zamiana wartości księgowej kapitałów na wartość ekonomiczną. Uzyskuje się to, przyjmując za kapitał sumę kapitałów własnych i zobowiązań odsetkowych, a za koszt średnią ważoną kosztów tych dwóch składników.

Ekonomiczną wartość dodaną można wyrazić wzorem:

$$EVA = EBIT \times (1 - T) - K \times WACC,$$

- gdzie:  $K$  – kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie, rozumiany jako suma kapitału własnego oraz długu odsetkowego,  
 $T$  – stopa podatku dochodowego od osób prawnych,  
 $EBIT$  – zysk operacyjny przed opodatkowaniem i zapłaceniem odsetek,  
 $WACC$  – koszt kapitału, obliczony jako średnia ważona kosztu długu odsetkowego oraz kosztu kapitału własnego.

$$\begin{aligned} EVA &= EBIT \cdot (1 - T) - K \cdot WACC = K \left( \frac{EBIT \cdot (1 - T)}{K} - WACC \right) = \\ &= K \cdot (ROI - WACC), \end{aligned}$$

czyli

$$EVA = K \cdot (ROI - WACC),$$

gdzie ROI jest stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału (zysk operacyjny po opodatkowaniu do zainwestowanego kapitału), określoną wzorem

$$ROI = \frac{EBIT \cdot (1 - T)}{K},$$

Wzór ten pokazuje, że zysk ekonomiczny stanowi nadwyżkę zysku operacyjnego po opodatkowaniu nad kwotą kosztu kapitału zaangażowanego w działalność operacyjną. Graficznie przedstawia to rys. 6.

|                                            |                   |                                                           |
|--------------------------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------------|
| Przychody<br>z działalności<br>operacyjnej | Zysk operacyjny   | EVA                                                       |
|                                            |                   | koszt kapitału<br>zaangażowanego w działalność operacyjną |
|                                            |                   | podatek dochodowy                                         |
|                                            | koszty operacyjne |                                                           |

Rys. 6. Graficzna interpretacja ekonomicznej wartości dodanej EVA

Źródło: opracowanie własne.

Ekonomiczna wartość dodana jest miarą krótkookresowej zdolności przedsiębiorstw do kreowania rynkowej wartości dodanej (*Market Value Added – MVA*) będącej nadwyżką wartości rynkowej przedsiębiorstwa nad wartością zainwestowanego kapitału i wartości przedsiębiorstwa w ogóle (mierzy wartość wytworzoną w danym okresie). EVA pozwala stwierdzić, czy firma, kreując wartość, pomnaża kapitał dostarczony przez akcjonariuszy.

Przedsiębiorstwo nie powinno się zadowalać dodatnim zyskiem operacyjnym, lecz osiągać taki jego poziom, który przewyższy całkowity koszt kapitału zainwestowanego w działalność operacyjną. Dopiero wówczas nastąpi zwiększenie jego wartości rynkowej.

Ze wzoru  $EVA = K \cdot (ROI - WACC)$  wynika, że EVA może przyjmować wartości ujemne, mimo że firma osiąga dodatni zysk operacyjny po opodatkowaniu (a nawet dodatni zysk netto), jeśli towarzyszy temu wysoki koszt kapitału. Ujemna w danym roku wartość EVA nie musi oznaczać, że rynkowa wartość dodana jest ujemna. EVA jest oceną wyników bieżących (roku) i może służyć do oceny pracy zarządu firmy.

Ilustruje to ogólny schemat kalkulacji EVA (tab. 1).

Tabela 1. Schemat kalkulacji EVA na tle zysku bilansowego

|                                  | Zysk    | EVA     |
|----------------------------------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży           | 200 000 | 200 000 |
| – wartość towarów w cenie zakupu | 160 000 | 160 000 |
| – koszty operacyjne              | 20 000  | 20 000  |
| – amortyzacja                    | 10 000  | 10 000  |
| = zysk operacyjny                | 10 000  | 10 000  |
| – podatek dochodowy              | 2 000   | 2 000   |
| = zysk operacyjny netto          | 8 000   | 8 000   |
| +/- korekty                      |         | (+) 400 |
| – koszty finansowe               | 4 000   |         |
| – opłata za kapitał całkowity    |         | 9 000   |
| = zysk netto                     | 4 000   |         |
| EVA                              |         | –600    |

Źródło: opracowanie własne.

## 4. Zakończenie

Ekonomiczna wartość dodana tworzy nową perspektywę, pozwalającą menedżerom inaczej spojrzeć na przedsiębiorstwo, dzięki czemu mogą wyraźniej dostrzegać ekonomiczne podstawy biznesu i podejmować skuteczniejsze decyzje. System EVA oddziałuje na zachowanie w całej organizacji dzięki temu, że stanowi również podstawę motywacyjnego systemu wynagrodzeń.

Wykorzystanie metodologii EVA w systemie zarządzania daje wiele istotnych korzyści firmie i ich właścicielom:

- EVA jest miernikiem wartości dla właścicieli, którego zwiększanie powoduje wzrost ceny akcji firmy (uznaje się, że EVA jest o wiele lepszym wskaźnikiem niż marża, EPS, zysk netto, których zwiększenie nie zawsze powoduje wzrost bogactwa właścicieli),
- jest elastyczną miarą, która daje się zastosować na każdym szczeblu organizacji, od szczebla zarządzania do szczebli operacyjnych, i umożliwia ukierunkowywać każdą decyzję zarządczą na wzrost wartości firmy,
- łączy interesy właścicieli z interesami pracowników poprzez system premiowy,
- wyzwała innowacje pracowników oraz niekonwencjonalne rozwiązywanie problemów, czego efektem jest zwiększenie efektywności operacyjnej firmy,
- jest dobrym narzędziem oceny efektywności i wyceny poszczególnych aktywności oraz projektów inwestycyjnych,
- jest efektywnym narzędziem do komunikacji z inwestorami, pokazującym sytuację ekonomiczną firmy,
- jest prostą, czytelną miarą wartości dla każdego menadżera i pracownika, który nie ma kompetencji finansowych.

## Literatura

- [1] Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996.
- [2] Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006.
- [3] *Mały słownik języka polskiego*.
- [4] Szymura-Tyc M., *Zarządzanie przez wartość dla klienta – budowa wartości firmy*, [www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref4\\_full.html](http://www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref4_full.html).
- [5] Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

## EVA – BUILDING MANAGEMENT SYSTEM TROUGH VALUE

### Summary

Economic Value Added – EVA is a category which can be defined as a variance between a realized profit and a capital cost, which is necessary for obtaining this profit. The main advantage that accounts for the development of this concept is an increase in value for stockholders. This is a base for complex planning system and a financial statement and consequently it constitutes the main link connecting economic results of the company with premium system for all employees, building up the motivation for realization of established aims.

The initiation of a management system that is based on the Economic Value Added – EVA allows to multiply the wealth of the owners, clients and the people who manage the company and other members of the association as well.