



Daniel Nowicki

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych
daniel.nowicki@edu.uekat.pl

EKONOMICZNA WARTOŚĆ DODANA JAKO NARZĘDZIE OCENY DOKONAŃ PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: Artykuł dotyczy rozważań na temat możliwości wykorzystania ekonomicznej wartości dodanej (ang. *Economic Value Added* – EVA) jako narzędzia w ocenie dokonań przedsiębiorstwa oraz elementu motywowania i wynagradzania pracowników. Celem artykułu jest wskazanie rozbieżności między zaletami przypisywanymi EVA a jej rzeczywistymi walorami oraz zbadanie zależności między EVA a wartością rynkową przedsiębiorstw. W literaturze brakuje potwierdzenia zalet przypisywanych EVA w zakresie oceny dokonań przedsiębiorstw. Coraz częściej pojawiają się głosy, że EVA nie wnosi nic nowego do wyceny przedsiębiorstw. Może natomiast być przydatna jako element motywowania i wynagradzania zarządu, ponieważ wpływa na ograniczenie skłonności zarządu do konsumowania kapitału. Przeprowadzone badanie nie potwierdziło związku pomiędzy EVA a wartością rynkową przedsiębiorstwa. Wskazano potencjalne konflikty pomiędzy EVA a rynkową wartością przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: wartość rynkowa, wartość ekonomiczna, przedsiębiorstwo.

JEL Classification: G11, G12, G14.

Wprowadzenie

Inwestorzy, w dobie globalizacji rynków finansowych, tworząc swoje portfele składające się z inwestycji na rynkach zlokalizowanych w różnych krajach, stają przed problemem: które informacje są potrzebne, żeby przy różnych poziomach ryzyka, koszcie kredytu czy standardach rachunkowości, można było efektywnie porównywać poszczególne inwestycje. Tradycyjne miary księgowo-

dotychczas stosowane, posiadają wiele wad, które powodują, że nie są w stanie spełnić stawianych przed nimi wymagań. Do najważniejszych wad mierników księgowych możemy zaliczyć brak uwzględnienia kosztu kapitału własnego oraz niską korelację z wartością przedsiębiorstwa.

W wyniku powszechnej krytyki pod adresem tradycyjnych mierników księgowych, na przestrzeni lat 80. ubiegłego wieku w Stanach Zjednoczonych zaczęto poszukiwać nowych miar, które byłyby bardziej odpowiednie w zakresie pomiaru efektywności. Głównymi rozgrywającymi na polu poszukiwania nowych rozwiązań były firmy konsultingowe, przekonujące, że to właśnie ich narzędzia są najlepszymi miernikami osiągnięć przedsiębiorstwa. Firmą konsultingową, która odniosła w tym zakresie największy sukces jest Stern Steward & Co. z EVA (ekonomiczna wartość dodana).

W opracowaniu postanowiono zbadać, czy ekonomiczna wartość dodana, wypracowana przez przedsiębiorstwa w danym okresie, przekłada się na wartość rynkową tych przedsiębiorstw. Postawiono hipotezę, że EVA obliczana w sposób proponowany przez jej twórców jest słabym miernikiem oceny dokonań przedsiębiorstw. Zmodyfikowano sposób obliczania EVA tak, aby stał się lepszym narzędziem oceny przedsiębiorstwa.

1. Ogólne założenia ekonomicznej wartości dodanej

Pojęcie „zysku ekonomicznego” było znane od czasów A. Marshalla, który w 1980 r. napisał: „To, co pozostaje z zysków właściciela lub menedżera po odjęciu odsetek od kapitału, według obowiązującej stopy procentowej, możemy nazwać zyskiem z przedsięwzięcia lub z tytułu sprawowania zarządu” [Copeland, Coller, Murrin, 1997, s. 135]. Koncepcja zysku ekonomicznego w dalszej kolejności była rozwijana przez M. Millera i F. Modiglianiego (którzy zakładali, że wartość spółki i oczekiwana przez inwestorów stopę zwrotu określają dochód ekonomiczny i poziom ryzyka; A. Rappaport wprowadził miernik wartości dodanej dla akcjonariuszy oraz Stern Stewart & Co (którzy są uznawani za prekursorów ekonomicznej wartości dodanej) [Szablewski, 2008]. Ekonomiczną wartość dodaną (*Economic Value Added* – EVA) określili jako różnicę między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a kosztem kapitału własnego i obcego [Szablewski, 2008]. Zysk ekonomiczny (EP – *economic profit*) jest zamiennie nazywany również zyskiem rezydualnym (RI – *residual income*). Niektórzy autorzy kategorię zysku ekonomicznego uważają za unowocześnienie zysku

rezyduального. Inni natomiast uważają, że EVA powstała przez doskonalenie zysku rezyduального, aby do niego powrócić pod zmienioną nazwą.

Podstawowa różnica między zyskiem ekonomicznym a zyskiem księgowym wynika z tego, że spółka jest naprawdę zyskowna nie w momencie, kiedy pokryje koszty produkcji, ale także jeśli zapewni jej właścicielom stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, przynajmniej na poziomie alternatywnego kosztu kapitału własnego.

Koncepcja ekonomicznej wartości dodanej może być szeroko wykorzystywana w praktyce gospodarczej. Potencjalnie istnieje wiele kierunków wykorzystania tej koncepcji, zarówno w systemach wynagradzania i motywowania pracowników, jak i przy wycenie przedsiębiorstw. Ekonomiczna wartość dodana stosowana jest przy tworzeniu systemów wynagradzania oraz motywowania pracowników, w szczególności menedżerów wyższego i średniego szczebla, którzy w największym stopniu wpływają na osiągnięcia przedsiębiorstwa [Micherda, 2008].

2. Sposoby wyznaczania ekonomicznej wartości dodanej

EVA możemy przedstawić w następujący sposób [Cwynar, Cwynar, 2007, s. 32]:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (1)$$

lub

$$EVA = NOPAT - (IC \times WACC) \quad (2)$$

W koncepcji ekonomicznej wartości dodanej jednym z podstawowych elementów jest stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC – ang. *return on invested capital*), czyli relacja zysku NOPAT do zainwestowanego kapitału (IC – ang. *invested capital*). NOPAT to zysk operacyjny EBIT po opodatkowaniu, przed zapłatą odsetek. Osłona podatkowa zapewniana przez odsetki jest uwzględniona w średnim ważonym koszcie kapitału WACC (ang. *weighted average cost of capital*). WACC jest sumą kosztów kapitału obcego i własnego ważonych ich procentowym udziałem. Uwzględnia koszt całego kapitału zainwestowanego w spółkę, zarówno obcego – oprocentowanego (który jest standardowo uwzględniany w sprawozdaniach) – jak i własnego, niewzględnianego w ocenie rentowności przedsiębiorstw [Cwynar, Cwynar, 2007, s. 30-31].

WACC szacujemy w następujący sposób [Cwynar, Cwynar, 2007, s. 32]:

$$WACC = C_E \times \frac{E}{E+D} + C_D \times \frac{D}{E+D} \times (1 - T) \quad (3)$$

gdzie:

C_D – stopa oprocentowania długu

E – kapitał własny

D – kapitał obcy

C_E – koszt kapitału własnego

T – stopa podatkowa.

Podstawowymi kapitałami w przedsiębiorstwie są kapitał właścicieli oraz kapitał wierzycielski. Kapitał wierzycielski jest uprzywilejowany w dostępie do generowanych przez przedsiębiorstwo strumieni pieniężnych, w związku z czym dawcy tego kapitału są narażeni na mniejsze ryzyko. Na kapitał własny przypada najbardziej ryzykowna część strumieni pieniężnych.

Wysokie ryzyko, na jakie narażeni są dawcy kapitału własnego powoduje, że zwrot jakiego oczekują akcjonariusze musi być odpowiedni do ryzyka, jakie ponoszą. Zwrot z kapitału własnego jest pojmowany jako całościowy zwrot dla akcjonariuszy (TSR – ang. *total shareholder return*) [Black, Wright, Bachman, 2000]. Obejmuje, poza dywidendą, zmianę wartości akcji i stanowi dla zarządu graniczną stopę zwrotu, jaką musi zapewnić akcjonariuszom, aby utrzymać ich kapitały w przedsiębiorstwie.

Akcjonariusze, inwestując swoje pieniądze przekładają ten zwrot na przyszłe okresy. Ma on więc charakter prognostyczny. Oczekiwania akcjonariuszy są uzależnione od zwrotu, jaki mogą uzyskać na rynku, nie ponosząc ryzyka oraz premii za ryzyko inwestowania w kapitał własny [Rappaport, 1999]:

$$C_E = R_F + R_p \quad (4)$$

gdzie:

R_F – stopa zwrotu wolna od ryzyka

R_p – stopa zwrotu z tytułu premii za ryzyko związane z inwestowaniem w kapitał własny.

Na ryzyko inwestowania w kapitał własny składa się ryzyko operacyjne (wpływy operacyjne przedsiębiorstwa) oraz ryzyko finansowe wynikające z zadłużenia [Dudycz, 2005].

Najczęściej wykorzystywaną metodą szacowania kosztu kapitału własnego jest model wyceny aktywów kapitałowych, zwany CAPM (ang. *capital assets pricing model*). W tym modelu zakłada się, że jedynym rodzajem ryzyka jest to mierzone współczynnikiem beta (β) określające, w jakim stopniu zmienia się kurs akcji w stosunku do zmian rynkowych.

W modelu CAPM koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa szacuje się w następujący sposób [Cwynar, Cwynar, 2007, s. 65]:

$$C_E = R_F + \beta \times (R_M - R_F) \quad (5)$$

gdzie:

R_F – stopa zwrotu wolna od ryzyka

β – miara ryzyka danej spółki

R_M – oczekiwana rynkowa stopa zwrotu.

Koszt kapitału oraz parametry służące do jego szacowania są prognozowane. Szczególny problem dotyczy współczynnika β , który jest wyznaczany za pomocą narzędzi statystycznych na podstawie danych historycznych. Określony poziom współczynnika β w przeszłości nie oznacza, że możemy go w prosty sposób zastosować do przyszłości.

Wykorzystanie modelu CAPM na potrzeby zarządzania wartością przedsiębiorstwa przysparza problemów, ponieważ badania nie potwierdzają prognozy modelu CAPM, według którego średnia stopa zwrotu powinna rosnać w miarę wzrostu współczynnika β . Inne badania pokazują, że im mniejsza firma, tym gorzej radzi sobie z recesją, dlatego też i stopy zwrotu zmieniają się w większym stopniu. Natomiast premia za ryzyko rośnie wraz ze spadkiem wielkości firmy i wzrostem zadłużenia [Dudycz, 2005].

Model CAPM nie jest doskonałym rozwiązaniem i można go zastosować tylko do przedsiębiorstw notowanych na giełdzie. Dla pozostałych przedsiębiorstw jest mało przydatny. Jeżeli istnieje potrzeba zastosowania stopy dyskontowej, to koszt kapitału najczęściej odzwierciedla subiektywne odczucia kierownictwa, które najprawdopodobniej inaczej oceni ryzyko, niż osoby niezwiązane z przedsiębiorstwem. W takiej sytuacji koszt kapitału może być parametrem wręcz szkodliwym [Dudycz, 2005].

Kapitał zainwestowany (IC) można określić jako sumę kapitału własnego i kapitału obcego za wyjątkiem zobowiązań nieoprocentowanych (np. zobowiązania handlowe), czyli takich, których koszty zostały już uwzględnione w zysku NOPAT [Cwynar, Cwynar, 2007, s. 31-32].

W wersji ekonomicznej wartości dodanej proponowanej przez firmę Stern Steward & Co., zalecane jest dokonywanie licznych korekt danych zawartych w sprawozdaniach finansowych, jednak w praktyce wykorzystuje się w zależności od przypadku do kilkunastu z nich. Korekty te to m.in.:

- koszty leasingu operacyjnego,
- wydatki na cele badawczo-rozwojowe,
- wycena zapasów,
- podatki odroczone [Ehrbar, 2000, s. 135-136].

Oznacza to, że przy szacowaniu EVA nie można założyć gotowego wzorca. Każde przedsiębiorstwo różni się i przy szacowaniu EVA należy uwzględnić jego strukturę organizacyjną, profil działalności oraz strategią działania [Paździor, 2008, s. 115].

EVA może przyjmować różne wartości, w zależności od tego, jak zostanie określony zysk operacyjny i wartość zainwestowanego kapitału oraz, od zastosowanej metody wyznaczenia kosztu kapitału. Dobrą zasadą jest zgodność licznika i mianownika ROIC (w mianowniku powinny być uwzględnione tylko te kapitały, które wypracowywały zysk w liczniku).

3. Konflikty pomiędzy EVA a wartością przedsiębiorstwa

Ekonomicznej wartości dodanej przypisuje się wysoką korelację z wartością rynkową. Jej autorzy przekonują, że stanowi dobre zabezpieczenie przed utratą wartości przedsiębiorstwa, może być tym samym podstawą wynagrodzenia zarządu i stymulować go do generowania wartości przedsiębiorstwa. Nie wszyscy jednak się z tym zgadzają, w literaturze przedmiotu można znaleźć przykłady potencjalnych konfliktów pomiędzy EVA a wartością przedsiębiorstwa [Dudycz, 2005]:

1. Wartość EVA jest uzależniona od zainwestowanego kapitału IC, zarząd może dążyć do zmniejszenia wartości zainwestowanego kapitału i ma do tego następujące możliwości:
 - przeprowadzenie restrukturyzacji, która nie zwiększy przepływów operacyjnych, a jej koszty zmniejszą wartość IC,
 - zastąpienie tradycyjnych zakupów leasingiem operacyjnym, ponieważ aktualna wartość płatności leasingowych może być mniejsza niż wartość aktywów zakupionych w tradycyjny sposób,
 - w przedsiębiorstwach, w których EVA jest wykorzystywana do oceny efektywności poszczególnych działów może wystąpić konkurencja w zakresie przypisanego kapitału; te działy, które będą miały go więcej, uzyskają mniejszą EVA niż te, którym przypisze się go mniej.
2. Zarząd może manipulować przyszłym wzrostem zwiększając aktualną wartość EVA kosztem zmniejszenia jej w przyszłych inwestycjach.
3. Zarząd może wpływać na koszt kapitału, który jest uzależniony od ryzyka. Podstawowym miernikiem ryzyka przedsiębiorstwa jest współczynnik β . Jest on ustalany na podstawie danych historycznych. Dlatego podejmując bardziej ryzykowne działania, które zwiększą przepływy operacyjne, możemy mani-

pulować wartością EVA w początkowym okresie, ponieważ zwiększone przepływy są widoczne natychmiast, a zmiana współczynnika β dopiero po kilku latach.

Badania empiryczne nie potwierdzają poglądu twórców koncepcji, co do jej podstawowych cech [Dudycz, 2005] – nie została potwierdzona teza o wyższej korelacji z wartością przedsiębiorstwa EVA nad innymi miarami. Jednoznacznego potwierdzenia nie ma również teza o pobudzającym działaniu EVA do kreowania wartości dla akcjonariuszy. A wykorzystywanie EVA do oceny zarządu zniechęca go wręcz do inwestowania.

4. Niska korelacja EVA ze wzrostem wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Wyniki badań empirycznych pokazują, że EVA wykazuje niską korelację z wartością rynkową przedsiębiorstwa. Wspomniane wyniki badań nie powinny być zaskoczeniem, ponieważ przy obliczaniu zysku rezydualnego jako zapłaty za kapitał, oczekiwanej przez jego dawców, przyjmuje się wartości nominalne zamiast rynkowych. W związku z tym korekty proponowane przez twórców EVA powodują jedynie kosmetyczne zmiany.

Przyjmuje się, że EVA jest dobrym stymulatorem wzrostu wartości przedsiębiorstwa, ponieważ mierzy wartość, jaka powstała w poszczególnych okresach, czyli jeśli w danym okresie EVA jest dodatnia, to oznacza, że w przedsiębiorstwie powstała wartość. We wzorze (1) zapłatą za kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie jest wyrażenie w nawiasie – wartość zainwestowanego kapitału pomnożona przez koszt kapitału. Jeśli NOPAT jest większy od zapłaty za kapitał, wtedy zwiększa się wartość przedsiębiorstwa.

Należy się zastanowić, kiedy tak naprawdę właściciele przedsiębiorstwa staną się bogatsi. Inwestor staje się bogatszy, jeśli uzyska zwrot z zainwestowanego kapitału wyższy niż przeciętny. Dlatego nie będzie go interesować wartość nominalna kapitału, którą zainwestował w przeszłości, skupi się raczej na tym, ile są warte jego udziały na rynku, czyli ile mógłby dostać, decydując się na ich sprzedaż i to będzie wartość, którą można przyjąć jako podstawę oczekiwań co do zapłaty za kapitał [Dudycz, 2005].

W celu potwierdzenia, że inwestorzy interesują się w większym stopniu rynkową wartością kapitału, przeprowadzono badanie, w którym do obliczeń przyjęto ekonomiczną wartość dodaną oraz ekonomiczną wartość dodaną rynkową (gdzie kapitał zainwestowany IC stanowi wartość rynkową przedsiębior-

stwa MV) z początku 2014 r., dla największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, zaklasyfikowanych do indeksu WIG20, z pominięciem sektora finansowego (banki, towarzystwa ubezpieczeń) oraz spółek z ujemnym kapitałem (Eurocash). Wykorzystano względną miarę, zdefiniowaną jako ekonomiczna wartość dodana do wielkości całkowitego zainwestowanego kapitału (EVA/IC). Otrzymano wskaźniki ekonomicznej stopy zwrotu (EVAR) oraz (EVAR rynkowy), pokazujące efektywność wykorzystania zaangażowanego kapitału. W celu zbadania, czy inwestorzy w swoich wycenach uwzględniają wartości nominalne czy rynkowe kapitału zainwestowanego, postanowiono porównać wartości EVAR i EVAR rynkowy ze wskaźnikiem MVR, będącym relacją zmiany wartości rynkowej danego przedsiębiorstwa do jego wartości rynkowej na początku badanego okresu ($\Delta MV/MV$).

Tabela 1. Ranking EVA spółek niefinansowych notowanych w indeksie WIG20

Spółka	EVA (mln zł)	EVA rynkowa (mln zł)	ΔMV (mln zł)	EVAR (%)	EVAR (%)	MVR (%)
Asseco Poland	-350,7	103,1	232,4	-4%	3%	6%
CCC	404,6	4512,0	614,4	74%	100%	14%
Cyfrowy Polsat	2663,1	1856,6	2366,3	253%	15%	19%
Enea	150,6	6325,9	384,1	1%	100%	6%
Energa	381,0	715,2	2931,6	3%	11%	44%
KGHM	-576,6	-458,8	-1950,0	-2%	-2%	-8%
LPP	612,4	-223,8	-3217,9	39%	-1%	-20%
Orange Polska	-214,6	-260,3	-1916,0	-2%	-2%	-15%
Polska Grupa Energetyczna	-728,2	378,3	5141,8	-2%	1%	17%
Polski Koncern Naftowy ORLEN	-970,4	413,8	2467,9	-3%	2%	13%
Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo	2636,3	2933,7	-4897,0	8%	9%	-16%
Synthos	168,3	-199,0	-2104,0	6%	-3%	-28%
TauronPE	-395,3	853,6	1104,1	-2%	11%	14%

Źródło: na podstawie: [www 1; www 2; www 3; www 4; www 5; www 6; www 7; www 8; www 9; www 10; www 11; www 12; www 13; www 14; www 15; www 16].

Opracowanie zostało przygotowane z wykorzystaniem skonsolidowanych sprawozdań spółek z 2014 r. Przyjęto wartości rynkowe według stanu na dzień 1 stycznia 2014 r. oraz 31 grudnia 2014 r.

Przy obliczaniu EVA i EVA rynkowy, zysk NOPAT został skorygowany o zmiany stanu podatku odroczonego. Zainwestowany kapitał (IC) skorygowano o nadwyżkę gotówki oraz inwestycje pozaoperacyjne.

Wartości takie jak: NOPAT, WACC, IC, kapitalizacja niezbędne do obliczenia ekonomicznej i rynkowej wartości dodanej, a także wskaźników EVAR oraz MVR, dla każdej z badanych spółek zostały przedstawione w tab. 2.

Tabela 2. Wartości niezbędne do obliczeń przedstawionych w tab. 1

Spółka	NOPAT (mln zł)	WACC (%)	IC (mln zł)	IC rynko- wy (mln zł)	MV koniec 2014 r. (mln zł)
Asseco Poland	532,8	10,7	8225,5	4000,6	4233,0
CCC	459,5	5,8	549,9	4512,0	5126,4
Cyfrowy Polsat	2736,2	6,9	1051,6	12663,0	15029,3
Enea	967,6	7,1	11550,4	6325,9	6709,9
Energa	1173,6	6,9	11420,2	6604,4	9536,0
KGHM	2704,5	13,3	24603,0	23720,0	21770,0
LPP	700,6	5,6	1573,3	16494,8	13277,0
Orange Polska	632,0	8,7	9731,0	12834,9	10918,8
Polska Grupa Energetyczna	3577,3	10,6	40616,0	30177,9	35319,8
Polski Koncern Naftowy ORLEN	2066,8	9,0	33910,0	18455,6	20923,5
Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo	5555,8	8,4	34685,0	31152,0	26255,0
Synthos	402,4	8,0	2936,7	7542,5	5438,6
TauronPE	1462,0	7,9	23644,6	7746,3	8850,4

Źródło: na podstawie: [www 1; www 2; www 3; www 4; www 5; www 6; www 7; www 8; www 9; www 10; www 11; www 12; www 13; www 14; www 15; www 16].

Przy kalkulacji średnio ważonego kosztu kapitału, stopa oprocentowania długu C_D została wyznaczona jako relacja zapłaconych w 2014 r. odsetek do zobowiązań oprocentowanych na początku 2014 r. w danym przedsiębiorstwie [www 1; www 2; www 3; www 4; www 5; www 6; www 7; www 8; www 9; www 10; www 11; www 12; www 13]. Do oszacowania kosztu kapitału własnego został wykorzystany model CAPM, w którym jako stopę zwrotu wolną od ryzyka R_F przyjęto rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych w 2014 r., czyli 1,32% [www 14]. Miary ryzyka spółek β zostały wyznaczone na podstawie miesięcznych stóp zwrotu z kursów akcji, względem stóp zwrotu z indeksu WIG w okresie istnienia danej spółki [www 15]. Oczekiwana rynkowa stopa zwrotu R_M to średnioroczna stopa zwrotu z indeksu WIG w okresie od 1995 r., która wyniosła 11,64% [www 16].

W 2014 r. dodatnią EVA i EVA rynkową wykazywało odpowiednio 54% oraz 69% analizowanych spółek (tab. 1). W celu wykazania potencjalnych zależności między zmianami EVA a zmianą wartości rynkowej przedsiębiorstwa (ΔMV), oraz EVA rynkowa a ΔMV , porównano wskaźniki EVAR i EVAR rynkowy z MVR, posłużono się współczynnikiem korelacji Spearmana (nie zostało zbadane, czy rozkłady zmiennych są normalne), którego wartości na poziomie odpowiednio 0,049 oraz 0,62 wskazują na występowanie dodatniej zależności tylko między zmianą wartości EVA rynkowej a zmianą wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jest coraz częściej wykorzystywana w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Jej twórcy dołożyli starań, prowadząc szerokie kampanie reklamowe, dzięki którym staje się coraz częściej wybieranym kryterium oceny funkcjonowania przedsiębiorstwa. Jednak przypisywane jej zalety, spotkały się z krytyką ze strony środowiska naukowego. Badania empiryczne nie potwierdzają zalet przypisywanych EVA. Coraz częściej pojawiają się głosy, że EVA nie wnosi nic nowego do wyceny przedsiębiorstw, ponieważ wycena za jej pomocą daje takie same wyniki jak powszechnie stosowana metoda DCF. Przeprowadzone badanie wykazało brak wpływu EVA na rynkowe wyceny przedsiębiorstw. Można się w takiej sytuacji zastanawiać, czy EVA w ogóle wnosi coś nowego do systemów motywacyjnych oraz oceny przedsiębiorstw. Odpowiedź na to pytanie może być twierdząca, w sytuacji kiedy jej wartość jest powiązana z wynagradzaniem zarządu, ponieważ zachęca zarządy do zwracania większej uwagi na koszty kapitałowe działalności, przez co ogranicza jego skłonność do konsumowania kapitału.

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J.E. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków.
- Copeland T., Coller T., Murrin J. (1997), *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig-Press, Warszawa.
- Cwynar A., Cwynar W. (2007), *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów.
- Dudycz T. (2005), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Ehrbar A. (2000), *Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa.
- Micherda B. (2008), *Rachunkowość wobec koncepcji ekonomicznej wartości dodanej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 785, s. 65-72.
- Paździor A. (2008), *Zysk ekonomiczny a wartość rynkowa spółek giełdowych* [w:] T. Dudycz (red.), *Wartość jako kryterium efektywności*, Politechnika Wrocławska, Wrocław, s. 115-117.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menadżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.
- Szablewski A. (2008), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „e-Finanse”, nr 3, s. 2-5.
- [www 1] <http://www.grupapolsat.pl/pl/relacje-inwestorskie/centrumwynikow/raporty-roczne> (dostęp: 1.03.2017).

- [www 2] <http://firma.ccc.eu/pl/22,raporty.html#tab-raporty-okresowe> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 3] <http://www.lppsa.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 4] <https://inwestor.asseco.com/raporty/raporty-okresowe/2016/> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 5] <http://gk.pgnig.pl/relacje-inwestorskie/raporty-gieldowe/okresowe/-/raporty/2015> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 6] <https://synthosgroup.com/relacje-inwestorskie/raporty-okresowe/raporty-roczne/> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 7] <http://www.ir.energa.pl/pl/ir/serwis-relacji-inwestorskich/Raporty-gie-dowe/Raporty-okresowe> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 8] http://ir.enea.pl/pl/releases/3612?from_y=2016&from_m=1&from_d=1&to_y=2016&to_m=12&to_d=31 (dostęp: 1.03.2017).
- [www 9] <https://www.tauron.pl/tauron/relacje-inwestorskie/raporty-okresowe/Strony/raporty-okresowe.aspx> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 10] <http://www.gkpge.pl/relacje-inwestorskie/materialy-do-pobrania> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 11] <http://orange-ir.pl/pl/results-center/annual-reports> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 12] <http://www.kghm.com/pl/node/4990> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 13] <http://www.orlen.pl/PL/RelacjeInwestorskie/Raportyroczone/Strony/default.aspx> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 14] <https://www.bankier.pl/gielda/notowania/akcje> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 15] <http://infostrefa.com/infostrefa/pl/archiwum> (dostęp: 1.03.2017).
- [www 16] <http://bossa.pl/notowania/> (dostęp: 1.03.2017).

ECONOMIC VALUE ADDED AS AN ELEMENT OF COMPANY'S ACHIEVEMENT ASSESSMENT

Summary: Article refers to consideration about possibility of using EVA as an element of motivation, remuneration system and an assessment of the company's achievement. The aim of this article is to indicate discrepancies between advantages relegated to EVA, and its real quality and examine dependence between EVA and company's market value. There is a lack of confirmation about advantages relegated to EVA as an element of companies achievement in literature. More and more often come out opinion, that EVA doesn't lodge anything new to valuation of companies. Can be useful as an element of motivation and remuneration system, because may have an influence on Management Board to reduce capital consumption. Research has demonstrated no relations between EVA and company's market value. The potential for conflicts between EVA and market value of the company has been identified.

Keywords: market value, economic value, company.