

EVA a kreacja wartości dla akcjonariuszy

<https://doi.org/10.33141/po.2004.01.08>

Przegląd Organizacji, Nr 1 (768), 2004, ss. 32-34

www.przegladorganizacji.pl

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Andrzej Cwynar, Wiktor Cwynar

Wprowadzenie

Rezultaty przeprowadzonych w ostatnich latach badań empirycznych pozwalają przyjąć założenie, że koncepcja pomiaru ekonomicznej wartości dodanej EVA® jest już znana w środowisku polskich menedżerów¹. Wprawdzie dotychczas żadne krajowe przedsiębiorstwo nie powiadomiło oficjalnie (np. w rocznym raporcie) o jej zaadaptowaniu na potrzeby stosowanych systemów zarządzania, można jednak podejrzewać, że ten nowoczesny miernik został przetestowany przynajmniej przez niektóre spółki giełdowe, również w szerszym kontekście prób implementacji do polskiej praktyki gospodarczej podejścia określanego mianem zarządzania przez wartość VBM (*Value Based Management*).

Tymczasem, mimo prawie dwóch dekad weryfikowania przydatności EVA w procesach zarządzania oraz oceny dokonań spółek, pojawia się coraz więcej dylematów związanych m.in. z niejednoznaczną rolą tego miernika w określaniu rzeczywistej wartości kreowanej dla akcjonariuszy. Celem niniejszego artykułu jest znalezienie odpowiedzi na fundamentalne pytanie o właściwą interpretację pojęcia „kreacja wartości dla akcjonariuszy” i możliwość zmierzenia jej efektów za pomocą EVA². Dodatkowym celem opracowania jest próba skłonienia „użytkowników” EVA (menedżerów, analityków, inwestorów) do głębszej refleksji, a przede wszystkim przyjęcia szerszej perspektywy w ocenie koncepcji, która pozwoli uniknąć wdrożeniowych rozczarowań³.

Kreacja wartości

Wodniesieniu do każdej inwestycji, pod pojęciem „kreacja wartości” należy rozumieć generowanie przez nią zysku ekonomicznego. Inwestycja przynosi zysk ekonomiczny wtedy, gdy stopa zwrotu z tej inwestycji jest większa od stopy zwrotu wymaganej przez inwestora angażującego w nią kapitał. Wymagana przez inwestora stopa zwrotu odzwierciedla koszt alternatywny, jaki on ponosi, decydując się na zaangażowanie kapitału w konkretne przedsięwzięcie. W rachunku EVA porównuje się zwrot z inwestycji (ROIC w ujęciu względnym, NOPAT w ujęciu bezwzględnym) ze zwrotem, którego wymagają inwestorzy (WACC w ujęciu względnym, WACC×IC w ujęciu bezwzględnym)⁴. Dlatego też można postawić tezę, że EVA – jako miernik zysku ekonomicznego – mierzy też kreowaną wartość inwe-

stycji. Wykorzystując dostarczony przez inwestorów kapitał (IC), przedsiębiorstwo generuje zysk (NOPAT). Jednak inwestorzy wymagają osiągnięcia z kapitału określonego minimalnego zysku WACC×IC, który odzwierciedla ich koszt alternatywny. Różnica między tymi dwoma miernikami zysku – faktycznego i wymaganego – to właśnie EVA:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \times IC_{t \text{ BEG}}$$

NOPAT_t – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu za rok t,

WACC_t – średni ważony koszt kapitału w roku t,

IC_{t BEG} – kapitał zainwestowany w aktywa spółki (wartość księgowa z bilansu otwarcia roku t).

Taka jest sugerowana przez twórców miernika interpretacja jego wartości poznawczej⁵. Pojawia się jednak istotna kwestia: ile wspólnego ma tak zdefiniowany miernik z tworzeniem wartości dla akcjonariuszy. Osiągany przez nich zwrot z zainwestowanego kapitału konstytuują przecież zyski kapitałowe i dywidendy; to one są miarą realizowanych przez akcjonariuszy finansowych korzyści, a nie zysk operacyjny NOPAT (dla uproszczenia przyjęto jednoelementową strukturę kapitału składającą się wyłącznie z kapitału własnego). Ponadto, wymagając osiągnięcia z inwestycji w spółkę przynajmniej pewnego minimalnego zwrotu, wymagania te odnoszą oni do rynkowej wartości swych udziałów w spółce (MV), a nie do wartości księgowej (IC)⁶. Miernik wartości kreowanej dla akcjonariuszy (osiąganego przez nich zysku ekonomicznego) powinien zatem wyglądać następująco:

$$AR_t = [(MV_{t \text{ END}} - MV_{t \text{ BEG}}) + D_t] - CC_t \times MV_{t \text{ BEG}}$$

AR_t – wartość wykreowana dla akcjonariuszy w roku t (inaczej roczny nadwyżkowy dochód akcjonariuszy, stąd skrót AR – *Abnormal Return*),

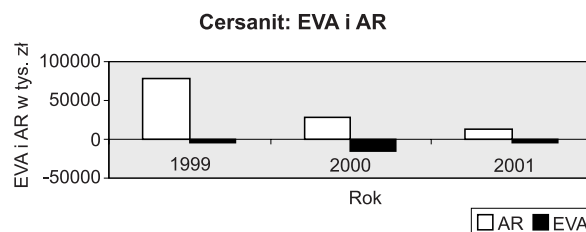
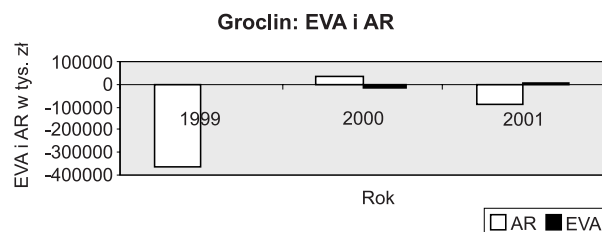
MV_{t BEG}, MV_{t END} – rynkowa wartość spółki odpowiednio na początku i na końcu roku t,

D_t – dywidenda wypłacona akcjonariuszom spółki w roku t,

CC_t – koszt kapitału (własnego) w roku t (*Cost of Capital*).

W tym samym roku spółka może mieć dodatnią EVA i ujemny AR lub odwrotnie. Potwierdzają to dwa zamieszczone poniżej przykłady.

Dobór spółek nie jest przypadkowy. Groclin to jedna z zaledwie kilku spółek giełdowych, które – według szacunków autorów – w ciągu ostatnich kilku lat



Rys. Relacje między EVA i AR – przykłady z Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych

Źródło: opracowanie własne.

osiągały dodatnie EVA. Z kolei Cersanit należy do czołówek spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych z punktu widzenia wysokości stopy zwrotu dla akcjonariuszy (przez kilka ostatnich lat była ona regularnie wyższa – zarówno od stopy zwrotu wymaganej przez akcjonariuszy spółki, jak i od stopy zwrotu z indeksu branżowego i rynkowego). Każda ze spółek jest liderem w świetle jednego z kryteriów – Groclin według kryterium EVA, Cersanit według kryterium AR. Jednak w obu przypadkach wskazania tych dwu mierników nie pokrywają się nawet co do znaku. Który z nich informuje zatem rzetelnie i prawdziwie o wartości wykreowanej dla akcjonariuszy i jeśli nie jest nim EVA, to jaką właściwie ma on wartość poznawczą?

Trudno o zgodność wskazań obu kryteriów, skoro każde z nich posługuje się zestawem zupełnie nieporównywalnych pojęć. W przypadku EVA obejmuje on inwestycję rozumianą jako kapitał zainwestowany w aktywa przedsiębiorstwa, które są przedmiotem księgowej wyceny (IC), oraz rentowność tej inwestycji mierzona księgowym zyskiem, który przynosi (NOPAT)⁷⁾.

W przypadku AR mamy do czynienia z inwestycją w udziały w spółce (w jej akcje), które tym razem są przedmiotem rynkowej wyceny na giełdzie (MV), oraz z rentownością tej inwestycji, opisywaną przez sumę zysków kapitałowych i dywidendy ($\Delta MVA + D$).

Z racji swoich konstrukcji EVA i AR nie mogą więc prowadzić do otrzymania tego samego wyniku, przy czym wartość wykreowaną dla akcjonariuszy w ciągu roku (*sensu stricto*) na pewno mierzy AR. Jedynym parametrem, który łączy oba mierniki, jest wymagana stopa zwrotu z kapitału, przy czym w obu przypadkach chodzi o inny kapitał: w EVA jest nim (wyceniony księgowo) kapitał zainwestowany w aktywa spółki, w AR jest to z kolei (wyceniony na giełdzie) kapitał zainwestowany w jej akcje.

Mechanizm transmisji wartości

Zanim zostanie udzielona odpowiedź na pytanie, co mierzy EVA, niezbędne jest przedstawienie związku między dwoma miernikami – EVA i AR. Relację, w jakiej pozostają one ze sobą, prezentuje następująca formuła⁸⁾:

$$AR_t = [EVA_t - E_{t \text{ BEG}}(EVA_t)] + \sum_{m=t+1}^{\infty} \frac{E_{t \text{ END}}(EVA_m) - E_{t \text{ BEG}}(EVA_m)}{(1 + CC)^t}$$

Zakłada się, że t to kończący się, podlegający ocenie rok. Pierwszy ze składników sumy z prawej strony równania opisuje różnicę między faktyczną EVA przedsiębiorstwa za rok t a EVA oczekiwaną przez rynek na początku roku t ($E_{t \text{ BEG}}$ oznacza właśnie oczekiwanie z początku roku t , podczas gdy $E_{t \text{ END}}$ dotyczy oczekiwań z końca tego samego roku). Z kolei drugi element równania to suma zdyskontowanych na koniec roku t , ustalonych dla każdego przyszłego roku, różnic między EVA oczekiwanymi na końcu roku t i EVA oczekiwanymi na początku roku t . Ponieważ suma oczekiwanych w przyszłości EVA – zdyskontowanych stopą kosztu kapitału – jest równoważna obecnej MVA, powyższe równanie można sprowadzić do postaci:

$$AR_t = [EVA_t - E_{t \text{ BEG}}(EVA_t)] + [MVA_{t \text{ END}} - E_{t \text{ BEG}}(MVA_{t \text{ END}})]$$

Z dokonanego przekształcenia wynika, że drugi element z prawej strony równania opisuje różnicę między MVA spółki zmierzoną na koniec roku t a MVA oczekiwaną przez rynek na początku roku t . Z poczynionych przez autorów niniejszego artykułu ustaleń wynika więc, że tak naprawdę kreacja wartości dla akcjonariuszy polega na pokonywaniu pułapu oczekiwań inwestorów odnośnie do operacyjnych wyników przedsiębiorstwa. Do wykreowania wartości dla akcjonariuszy może nie wystarczyć dodatnia EVA. Jeżeli rynek oczekiwał wyższej EVA niż faktycznie osiągnięta, wartość dla akcjonariuszy nie zostanie wykreowana.

Nierówna rywalizacja

Jedną z najważniejszych prawidłowości zaprezentowanego tu mechanizmu transmisji wartości jest możliwość notowania kreacji wartości dla akcjonariuszy nawet w sytuacji, gdy EVA spółki są ujemne i z roku na rok maleją. Spółka o dodatniej EVA może jednocześnie nie odnotować kreacji wartości dla swych akcjonariuszy, podczas gdy w tym samym roku inna spółka o ujemnej EVA może tę wartość kreować. Jak słusznie zauważa J.A. Knight, „obecny poziom rentowności przedsiębiorstwa (a EVA też go odzwierciedla – przyp. aut.) nie ma nic wspólnego z kreacją wartości (dla akcjonariuszy – przyp. aut.). [...] Fakt, że spółka jest wysoce rentowna, nie gwarantuje kreacji wartości dla inwestorów”⁹⁾. Podobnie rzecz ujmując E. Olsen pisząc, że inwestorów „mniej interesuje to, czy stopa zwrotu z posiada-

nych przez spółkę aktywów (ROIC – przyp. aut.) jest wyższa od stopy kosztu kapitału (co oznacza dodatnią EVA – przyp. aut.), aniżeli zdolność spółki do zwiększenia tej stopy zwrotu ponad obecny lub oczekiwany poziom¹⁰⁾. J.A. Knight stwierdza wręcz, że w tym sensie mamy tu do czynienia z czymś w rodzaju *handicapu* – wyrównywaniem szans silniejszych i słabszych przedsiębiorstw¹¹⁾. W podobnym tonie wypowiadają się konsultanci z firmy L.E.K. stwierdzając, że „konkurowanie o kreację wartości dla akcjonariuszy jest nierówną rywalizacją”, w pewnym sensie „dyskryminującą” najlepszych graczy: spółki o najwyższych na giełdzie kursach, jak Microsoft, GE czy Coke, przekonują się, że w kolejnych latach będą musiały podnieść swoje notowania jeszcze wyżej po to, by zaspokoić oczekiwania inwestorów¹²⁾. Z roku na rok kreacja wartości dla akcjonariuszy staje się więc coraz trudniejsza.

Konkluzje: co mierzy EVA?

Pierwszy wniosek, jaki płynie z dotychczasowych rozważań, jest następujący: kreacja wartości dla akcjonariuszy – w ścisłym znaczeniu tego terminu – polega na osiąganiu przez spółki stóp zwrotu z ich kapitału (IC) wyższych od stóp zwrotu, jakich oczekuje od nich rynek. Nie polega natomiast na osiąganiu przez nie stóp zwrotu z ich kapitału wyższych od stóp jego kosztu. Jak słusznie zauważa A. Rappaport, „jeśli tylko przewaga konkurencyjna dobrze zarządzanej spółki (jej zdolność do inwestowania powyżej kosztu kapitału, czyli do osiągnięcia dodatniej EVA – przyp. aut.) jest już w pełni uwzględniona w rynkowej cenie jej akcji, wówczas inwestorzy na giełdzie nie powinni oczekiwać z akcji tej spółki zwrotu większego niż normalny (równego kosztowi kapitału własnego – przyp. aut.)”¹³⁾. W tym sensie rację ma P. Fernandez pisząc, że miernikiem takim, jak EVA próbuje się nadać rolę (mierzenie wartości kreowanej dla akcjonariuszy), której nie mogą spełniać: ta zawsze zależy bowiem od oczekiwań rynku¹⁴⁾. Chcąc kreować wartość dla akcjonariuszy, menedżerowie muszą zrozumieć wagę rynkowych oczekiwań odnośnie do przyszłych operacyjnych wyników kierowanych przez nich spółek i nauczyć się oczekiwania te właściwie odczytywać.

Natomiast pojęcie kreacji wartości w sensie, w jakim używa go G.B. Stewart – „główny architekt” EVA – oznacza osiąganie nadwyżki rynkowej wartości spółki (MV) nad jej wartością księgową (IC), co mierzy MVA. Dzisiejsza MVA spółki to z kolei suma – zdyskontowanych stopą kosztu jej kapitału – przyszłych, oczekiwanych przez rynek, rocznych EVA. Jeśli więc zarząd spółki chce, aby była ona wyceniana na giełdzie z premią w stosunku do jej wartości księgowej ($MVA > 0$) – co oznacza właśnie kreację wartości w sensie nadawanym temu pojęciu przez G.B. Stewarta – musi on zapewnić z kapitału zainwestowanego w aktywa spółki (IC) zwrot wyższy od kosztu tego kapitału (tylko wtedy $EVA > 0$).

Dr Andrzej Cwynar

Katedra Finansów i Bankowości Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie,

dr Wiktor Cwynar

Katedra Finansów Wyższej Szkoły Biznesu – National-Louis University w Nowym Sączu

PRZYPISY

- ¹⁾ Z przeprowadzonego przez autorów niniejszego artykułu na przełomie 2000 i 2001 roku badania pilotażowego (ankiety) wynika, że cztery spółki giełdowe wdrożyły lub wdrażają zarządzanie na zasadach VBM. Z kolei organizatorzy polskiej edycji badania „Measures that Matter” podają, że ponad jedna czwarta z uczestniczących w nim 152 największych polskich przedsiębiorstw poinformowała o wdrożeniu koncepcji EVA. Zob. E.R. STANOCH, *Prezentacja wyników polskiej edycji badania „Measures that Matter”*, konferencja „Decisions that Matter. Ukryte źródła wzrostu wartości firmy”, Cap Gemini Ernst & Young – FRWP, Warszawa, 6 listopada 2001 r. W tym wypadku uzyskane wyniki są prawdopodobnie zawyżone, co sugerują sami autorzy badania, stwierdzając: „(...) optymistyczne wyniki badania pozwalają na postawienie hipotezy, że rozumienie przedstawionych rozwiązań i zarazem zakres ich wdrożeń nie jest kompletny”. Potwierdzeniem tego może być fakt, że wdrożenie VBM (pojęcie szersze od EVA) zadeklarowało mniej przedsiębiorstw niż wdrożenie EVA. EVA® jest zastrzeżonym znakiem handlowym nowojorskiej firmy konsultingowej Stern Stewart & Co.
- ²⁾ W ten sposób autorzy nawiązują do niektórych wątków poprzedniego artykułu. Zob. A. Cwynar, W. Cwynar, *Menedżerskie akcje i opcje zakupu akcji a wartość dla akcjonariuszy*, „Przegląd Organizacji” 2002, nr 6, s. 34–38.
- ³⁾ Najważniejsze dylematy związane ze stosowaniem EVA w praktyce zostały omówione w: A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje-systemy-narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- ⁴⁾ NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu, IC (*Invested Capital*) – kapitał zainwestowany w aktywa przedsiębiorstwa, ROIC (*Return On Invested Capital*) – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w aktywa przedsiębiorstwa, WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa.
- ⁵⁾ Na przykład w jednym ze swoich ostatnich artykułów G.B. Stewart pisze, że „faktyczny NOPAT, który przewyższa jego wymaganą wysokość, kreuje wartość, ponieważ zapewnia akcjonariuszom wyższy zwrot od tego, który mogliby oni osiągnąć gdzie indziej”. Zob. G.B. STEWART, III, *Accounting is Broken. Here's How to Fix It. A Radical Manifesto*, „EVALuation” 2002, t. 5, nr 1, s. 8.
- ⁶⁾ MV (*Market Value*) – rynkowa wartość (spółki).
- ⁷⁾ Sugerowane przez twórców miernika korekty nie mają wpływu na prezentowaną argumentację.
- ⁸⁾ Wyprowadzenie tej zależności prezentują J.D. MARTIN, W. PETTY, S.P. RICH, *An Analysis of EVA® and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income*, www.ssrn.com
- ⁹⁾ J.A. KNIGHT, *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill 1998, s. 39.
- ¹⁰⁾ E. OLSEN, *VBM Strategies an Investor Can Love*, „Journal of Business Strategy” 2002, November/December, s. 16.
- ¹¹⁾ J.A. KNIGHT, *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill 1998, s. 39.
- ¹²⁾ C. KENNEY, *Market Signals Analysis: A Vital Tool for Managing Market Expectations* (s. 2 i 7), www.lek.com.
- ¹³⁾ A. RAPPAPORT, *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, 1998, s. 104.
- ¹⁴⁾ P. FERNANDEZ, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Academic Press 2002, s. 305.