

Mirosław Wypych

Ekonomiczna wartość dodana w małych spółkach giełdowych

Ekonomiczne Problemy Usług nr 111, 462-471

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MIROSLAW WYPYCH

Spółeczna Akademia Nauk

EKONOMICZNA WARTOŚĆ DODANA W MAŁYCH SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

Streszczenie

Coraz częściej w praktyce do pomiaru osiągnięć firmy wykorzystuje się wartość dodaną EVA. Jednym z obszarów zastosowania EVA jest monitorowanie zmian wartości dla akcjonariuszy spółek giełdowych. Celem niniejszego artykułu jest zbadanie, w jakim stopniu spółki notowane na GPW tworzą wartość ekonomiczną dla akcjonariuszy. Kwestia ta ma szczególne znaczenie w czasie pogorszenia się warunków makroekonomicznych dla przedsiębiorstw, podczas gdy tempo aprecjacji kapitału jest osłabione, a nawet czasami dochodzi do uszczuplenia wartości firm dla właścicieli. Badanie obejmuje analizę małych spółek giełdowych i obejmuje okres od 2011 roku do 2012 roku. Zmiany poziomu EVA zostały skonfrontowane ze zmianami wartości rynkowej spółek oraz ze zmianami zysku netto, który jest księgową miarą dokonań firm.

Słowa kluczowe: ekonomiczna wartość dodana EVA, spółka publiczna, małe przedsiębiorstwo

Wprowadzenie

Kreacja wartości przez spółki kapitałowe staje się przedmiotem coraz większego zainteresowania nie tylko w środowiskach naukowych, lecz również wśród praktyków gospodarczych, a także inwestorów giełdowych. Problematyka ta nabiera szczególnego znaczenia w okresie pogorszenia makroekonomicznych warunków funkcjonowania podmiotów gospodarczych, kiedy pojawia się bariera popytowa i ograniczony jest dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych. Konsekwencją jest spadek efektywności wykorzystania zasobów i obniżenie rentowności, co może prowadzić do uszczuplenia wartości dla właścicieli spółek. Jedną z miar wartości dla akcjonariuszy jest ekonomiczna wartość dodana, oparta na koncepcji zysku ekonomicznego.

Celem artykułu jest sprawdzenie czy, i w jakim zakresie, małe spółki giełdowe tworzą wartość dla akcjonariuszy, rozumianą jako ekonomiczną wartość dodaną. Przedmiotem badania są spółki, których wartość rynkowa (kapitalizacja giełdowa) nie przekracza 100 mln zł, a analiza obejmuje lata 2011–2012. Ekonomiczna wartość dodana została skonfrontowana z wynikiem finansowym netto, który jest księgowym miernikiem oceny efektów działalności przedsiębiorstwa. Konfrontacja ta

jest uzasadniona, ponieważ obie te kategorie stanowią obiekt zainteresowania akcjonariuszy. Empiryczna część artykułu oparta jest na informacjach zawartych w opracowaniu firmy *Value Based Advisors (VBA): Ekonomiczna Wartość Dodana – EVA[®]. Ranking Spółek Geldowych 2012* oraz sprawozdaniach finansowych z bazy danych Notoria Serwis.

1. Ekonomiczna wartość dodana EVA jako miernik finansowy

Ocena efektywności wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa funkcjonującego według zasad rynkowych, a zwłaszcza kapitałów wniesionych przez jego właścicieli wydaje się być sprawą oczywistą. Przedsiębiorca, angażując kapitał w działalność gospodarczą, oczekuje z tego tytułu określonych korzyści, które powinny być porównywane ze stopą zwrotu z alternatywnych inwestycji obarczonych zbliżonym ryzykiem. Zysk netto jako wyznacznik wartości przedsiębiorstwa okazuje się w tym wypadku mało przydatny. Coraz większą popularność w ocenie dokonań przedsiębiorstwa zaczęły zdobywać mierniki oparte na koncepcji dochodu rezydualnego sformułowanej jeszcze w latach 90. XIX wieku przez Marshalla, zgodnie z którą firma generuje zysk dopiero po pokryciu kosztu kapitału własnego i obcego.

Koncepcja dochodu rezydualnego rozwijana była przez Millera i Modglianiego (udowodnili, że wartość spółki i oczekiwaną przez inwestorów stopę zwrotu określają dochód ekonomiczny i poziom ryzyka), Rappaporta (wprowadził miernik wartości dodanej dla akcjonariuszy) oraz Stewarta i Sterna (uznawanych za prekursorów miernika określanego mianem ekonomiczna wartość dodana)¹. Stewart i Stern zdefiniowali ekonomiczną wartość dodaną jako różnicę między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a kosztem kapitału własnego i obcego (skrót EVA[®] stanowi znak towarowy firmy konsultingowej Stern & Stewart) i wypracowali szczegółowy sposób kalkulacji EVA, polegający na stosowaniu licznych korekt wartości wykazywanych w sprawozdaniach finansowych, tak aby uzyskać jak najdokładniejszy obraz rentowności zaangażowanego kapitału. Korekty te obejmują m.in.: koszty leasingu operacyjnego i dzierżawy, wydatki na cele badawczo-rozwojowe, wycenę zapasów, odroczone podatki².

Aktualnie miernik EVA występuje w wielu wersjach, różniących się sposobem określania zysku operacyjnego oraz kosztu kapitału, znacznie odbiegających od wersji proponowanej przez Sterna i Stuarda³. W praktyce ekonomiczna wartość dodana zazwyczaj obliczana jest w sposób uproszczony. Rezygnacja z dokonywania korekt uzasadniona jest zwłaszcza w analizach porównawczych dużych zbiorów przedsiębiorstw należących do różnych branż. Sposób kalkulacji EVA na potrzeby niniejszego artykułu zostanie przedstawiony w dalszej jego części.

¹ Por. A. Szablewski, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „E-Finanse” 2008, nr 3, s. 2.

² T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 156; E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004, s. 512.

³ Przegląd miar zysku ekonomicznego z uwzględnieniem EVA zob. A. Cwynar, *Analiza porównawcza wybranych mierników zysku rezydualnego*, WSiLiZ, Rzeszów 2010.

Ekonomiczna wartość dodana wykorzystywana jest nie tylko do oceny rezultatów przedsiębiorstwa. Potwierdzeniem tego jest wskazanie niektórych obszarów praktycznych zastosowań tego miernika⁴:

- zarządzanie strategiczne – informacje o rentowności bazującej na zysku ekonomicznym są podstawą podejmowania strategicznych wyborów dotyczących np. kierunków dalszego rozwoju przedsiębiorstwa,
- ocena działalności – zysk ekonomiczny umożliwia wnioskowanie na temat całościowych wyników przedsiębiorstwa, co może stanowić podstawę systemów motywacyjnych w premiowaniu menedżerów,
- ocena efektywności projektów inwestycyjnych, efektywności fuzji i przejęć – umożliwia sprawdzenie czy nowe inwestycje przynoszą stopę zwrotu wyższą od oczekiwanej,
- strategiczna karta wyników – budowanie mapy strategicznej rozpoczyna się od zdefiniowania strategii zorientowanej na wartość akcjonariuszy, miary zysku ekonomicznego traktowane są jako wskaźniki wyprzedzające, odnoszące się do przyszłości,
- wycena przedsiębiorstwa – interpretacja ekonomicznej wartości dodanej jest ściśle powiązana z szacowaniem wartości przedsiębiorstwa za pomocą zdyskontowanych strumieni pieniężnych.

EVA jest zatem koncepcją o szerszym znaczeniu, obejmuje swym zasięgiem nie tylko pomiar okresowych efektów, ale stanowi również podstawę teoretyczną zarządzania finansami przedsiębiorstwa oraz konstrukcji systemu motywowania menedżerów zarządzających przedsiębiorstwem. W nawiązaniu do tematyki artykułu, ekonomiczną wartość dodaną traktujemy jako wewnętrzną miarę wartości dodatkowej tworzonej przez przedsiębiorstwo – na jej podstawie oceniane są wyniki operacyjne działalności przedsiębiorstwa oraz praca zarządu kierującego przedsiębiorstwem z punktu widzenia zdolności do pomnażania zainwestowanego kapitału.

2. Kalkulacja ekonomicznej wartości dodanej

Jak już podkreślono w niniejszym artykule ekonomiczna wartość dodana szacowana jest na podstawie klasycznej metody, zgodnie z założeniami przyjętymi przez firmę *Value Based Advisors*. Wykorzystano wyniki obliczeń zawarte w publikacji *Ekonomiczna Wartość Dodana – EVA[®]. Ranking Spółek Giełdowych 2012*.

Podstawę do obliczenia ekonomicznej wartości dodanej stanowi zysk operacyjny po opodatkowaniu, określany również jako zysk operacyjny netto (NOPAT), obliczany jako: –

$$NOPAT = [EBIT \cdot (1 - d)]$$

⁴ Na podstawie: A. Paździor, *Zysk ekonomiczny a wartość rynkowa spółek giełdowych*, w: *Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Politechnika Wroclawska, Wrocław 2008, s. 113–114; K. Jagiełło, *Ekonomiczna wartość dodana EVA w systemie mierników finansowych wykorzystywanych w zrównoważonej karcie wyników*, *Zeszyty Naukowe MWSE* 2004, z. 6, s. 51–52; A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 79–89.

gdzie:

- EBIT* – zysk operacyjny,
- d* – rzeczywista stopa podatku dochodowego,
- PD* – podatek dochodowy naliczony.

Zysk operacyjny netto jest miarą zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów z zainwestowanego kapitału bez względu na źródło pochodzenia tego kapitału. Nie uwzględnia korzyści podatkowych związanych z ponoszeniem kosztów finansowych. Sprzyja to obiektywizacji finansowych dokonań przedsiębiorstwa. Przy wyznaczaniu NOPAT uwzględnia się podatek faktycznie naliczony, co oznacza, że rzeczywista stopa podatku dochodowego może się różnić od stopy opodatkowania dochodu przedsiębiorstw, zgodnej z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych.

Formuła wykorzystana do określenia ekonomicznej wartości dodanej ma postać⁵:

$$EVA = NOPAT - [(K_{kw} \cdot KW) + (K_{ko} \cdot KO)]$$

gdzie:

- KW* – wartość księgowa kapitału własnego na początku okresu,
- KO* – kapitał obcy (wartość księgowa zobowiązań długoterminowych) na początku okresu,
- K_{kw}* – koszt kapitału własnego,
- K_{ko}* – koszt kapitału obcego.

Dla szacowania miernika EVA za kapitały uznaje się kapitały własne oraz zobowiązania długoterminowe (traktowane jako kapitały obce) i określa się je mianem kapitału zainwestowanego. Pomija się zobowiązania krótkoterminowe, argumentując to tym, że są to źródła finansowania ulegające ciągłym zmianom (rotacji) i trudno określić ich poziom w celu oszacowania kosztu kapitału⁶. Za przyjęciem wartości kapitału z początku okresu przemawia fakt, że jest to kapitał wyjściowy firmy i od umiejętności oraz sprawności zarządzających nią będzie zależało, ile i jakie źródła finansowania zostaną jeszcze pozyskane w ciągu okresu. Ponadto z punktu widzenia inwestorów jest to kapitał, z którym porównują oni oczekiwane w przyszłości zyski i na tej podstawie podejmują decyzje o pozostawieniu, bądź wycofaniu kapitału z przedsiębiorstwa⁷. Dzięki oszacowanej w ten sposób EVA można udzielić odpowiedzi na pytanie, jak firma zarządza powierzonym kapitałem, czy w badanym okresie generuje zyski przewyższające koszt zaangażowanego kapitału.

⁵ Przedstawiona postać formuły jest przekształceniem zapisu podanego w opracowaniu firmy *Value Based Advisors* ($EVA = NOPAT - [WACC \cdot K]$, gdzie *WACC* – średnioważony koszt kapitału, *K* – kapitał zainwestowany), co zapewnia większą przejrzystość interpretacyjną.

⁶ *Finanse podmiotów prywatnych i publicznych w Polsce*, red. J. Iwin-Garżyńska, *Economicus*, Szczecin 2009, s. 49–50; A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa. 2001, s.15.

⁷ T. Dudycz, *Zarządzanie wartościami...*, s. 152.

Przy obliczaniu EVA firma *Value Based Advisors* jako koszt kapitału obcego przyjęła średnie oprocentowanie kredytów złotych w sektorze przedsiębiorstw (6,8% w 2011 r. i 6,7% w 2012 r.). Rozwiązanie takie nie uwzględnia wprawdzie zróżnicowania kosztów pozyskiwania kapitału obcego przez konkretne spółki, jednak jest merytorycznie poprawne. Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw jest dla spółki w miarę obiektywną informacją, pozwalającą na podejmowanie decyzji o zasadności korzystania z finansowania obcego.

Koszt kapitału własnego określony został na podstawie modelu CAMP:

$$K_{kw} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

gdzie:

- R_f – stopa wolna od ryzyka (średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych): 4,51% w 2011 r. i 4,54% w 2012 r.,
- R_m – stopa zwrotu z rynku (roczna stopa zwrotu obliczona na podstawie średniej wartości miesięcznych stóp zwrotu z indeksu WIG za ostatnie 10 lat: w 2011 r. wyniosła ona 12,8%, a w 2012 r. – 14,7%.
- β – współczynnik określający udział ryzyka danej akcji w ryzyku rynkowym (określony na podstawie miesięcznych stóp zwrotu z kursów akcji względem stóp zwrotu z indeksu WIG za okres 10 lat lub krótszy dla spółek notowanych poniżej 10 lat).

Ten sposób podejścia do szacowania kosztu kapitału własnego oznacza, że zwrot, jakiego oczekują akcjonariusze jest adekwatny do ryzyka, jakie ponoszą. Zwrot kapitału własnego nie jest liczony tylko w stosunku do dywidend, które otrzymują akcjonariusze, lecz pojmowany jest szerzej – jako całościowy zwrot dla akcjonariuszy. Akcjonariusze inwestując kapitał antycypują ten zwrot na przyszły okres, w którym oczekują go uzyskać. Nie ma on więc wyłącznie charakteru historycznego, lecz jest z natury prognostyczny. Wartość tych oczekiwań zależy od stopy rentowności, jaką akcjonariusze mogą uzyskać na rynku, nie ponosząc żadnego ryzyka oraz od premii za ryzyko, jakie jest związane z inwestowaniem kapitału⁸.

3. Ekonomiczna wartość dodana w praktyce – na przykładzie małych spółek giełdowych

Empiryczna część artykułu ma posłużyć realizacji celu wskazanego na wstępie, to znaczy odpowiedzieć na pytanie czy notowane na giełdzie małe spółki tworzą wartość dla akcjonariuszy. Analogiczne badania były już podejmowane w Polsce, lecz nie w odniesieniu do spółek małych i dla tak dużych zbiorowości⁹.

⁸ *Ibidem*, s. 80.

⁹ Np. A. Cwynar, W. Cwynar *Kreacja wartości na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Przegląd Organizacji” 2005, nr 3; T. Peplak, *EVA ostrzega przed przewartościowaniem*, „Finansista” 2004, nr 3 (48); A. Szewc-Rogalska, *Kreacja wartości przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 534, Szczecin 2009.

Analizie poddano spółki krajowe notowane w latach 2011 i 2012 na głównym parkiecie z wyłączeniem banków i firm ubezpieczeniowych. Jako małe uznano spółki, których wartość rynkowa (kapitalizacja) w obu okresach nie przekraczała 100 mln zł (stan na koniec roku). Zastosowanie statystycznych i normatywnych definicji małego przedsiębiorstwa w tym wypadku jest nieuzasadnione, ponieważ miarą pozycji spółki na giełdzie jest właśnie wartość rynkowa a nie wartość obrotu czy wielkość zatrudnienia. Badaną zbiorowość dodatkowo podzielono na dwie grupy: spółki o wartości rynkowej do 50 mln zł oraz o wartości rynkowej 50–100 mln zł, co umownie można uznać za wyodrębnienie „mikrospółek”. Łącznie badaniu poddano 89 spółek, w tym 37 „mikrospółek”.

Zbiorcze informacje dotyczące ekonomicznej wartości dodanej na tle wyniku finansowego i wartości rynkowej objętych analizą spółek przedstawiono w tabeli 1. Rezultaty nie napawają optymizmem, a przyczyn takiego stanu rzeczy należy się doszukiwać w utrzymującym się od kilku lat w Polsce spowolnieniem gospodarczym, będącym następstwem globalnego kryzysu finansowego. W obu objętych analizą okresach, dla ogółu spółek odnotowano ujemne wartości zarówno miernika EVA, jak i wyniku finansowego netto, a w ujęciu dynamicznym obserwujemy pogorszenie sytuacji. Ujemny poziom EVA w 2012 roku był o 85% wyższy niż rok wcześniej, natomiast ujemny wynik finansowy ponad czterokrotnie wyższy. Efektywność zagospodarowania kapitałów w spółkach określonych mianem „mikro” jest niższa w zestawieniu ze spółkami o kapitalizacji 50–100 mln zł, o czym świadczy porównanie poziomu ujemnych wartości EVA i wyniku finansowego netto. Należy jednak podkreślić relatywną poprawę pozycji „mikrospółek” na tle ogółu spółek: ujemny poziom EVA w tej grupie był w 2012 roku wyższy o 54% a ujemny wynik finansowy „tylko” o 70% wyższy niż rok wcześniej.

Tabela 1

Ekonomiczna wartość dodana i wynik finansowy netto w małych
spółkach giełdowych w latach 2011 i 2012

Wyszczególnienie	2011	2012
Ekonomiczna wartość dodana EVA w mln zł		
– spółki razem, w tym:	–828,6	–1539,2
– spółki o wartości rynkowej do 50 mln zł	–539,1	–828,6
– spółki o wartości rynkowej 50–100 mln zł	–289,5	–710,6
Wynik finansowy netto w mln zł		
– spółki razem, w tym:	–187,2	–820,6
– spółki o wartości rynkowej do 50 mln zł	–313,6	–537,2
– spółki o wartości rynkowej 50–100 mln zł	126,4	–283,4

Zródło: opracowanie własne na podstawie: *Ekonomiczna Wartość Dodana - EVA[®]. Ranking Spółek Giełdowych 2011*. Value Based Advisors (VBA) – Notoria Serwis, Wrocław 2013, Baza danych – Notoria On Line, Notoria Serwis, Warszawa.

Dane sumaryczne dają jedynie przybliżony obraz sytuacji, ponieważ miernik EVA, podobnie jak wynik finansowy netto przyjmują wartości zarówno dodatnie, jak i ujemne. Bardziej uszczegółowione informacje dotyczące kształtowania się poziomu EVA i wyniku księgowego netto zaprezentowano w tabeli 2. Dodatni poziom EVA w 2012 roku wykazało tylko 15 spółek (16,9%), co oznacza pogorszenie w porównaniu do poprzedniego roku, kiedy było 20 takich spółek. W zbiorowości „mikrospółek” dodatni poziom EVA odnotowało zaledwie 5 spółek (13,5% ich liczby). Jeżeli powyższe rezultaty zestawimy z informacjami dotyczącymi ogółu spółek, dla których firma *Value Based Advisors* dokonała szacowania miary EVA, to sformułować można uogólniający wniosek, że zarządzanie powierzonym kapitałem przez małe spółki jest stosunkowo mało efektywne. W 2012 roku 24% analizowanych przez firmę spółek *Value Based Advisors* wykazywało dodatnią wartość EVA, a więc kreowało zysk ekonomiczny (rok wcześniej 35%), co również nie jest wynikiem zadawalającym.

Interpretując otrzymane wyniki należy mieć na uwadze, że w większości małych spółek akcjonariuszami większościowymi są osoby fizyczne lub grupy osób fizycznych (często rodziny), które nie zawsze doceniają znaczenie zysku ekonomicznego. Czerpią oni inne korzyści związane ze sprawowaniem nadzoru właścicielskiego, mogą także preferować maksymalizację zysku księgowego, stanowiącego przesłankę do wypłaty dywidend. Dane zawarte w tabeli 2 wskazują, że udział spółek wykazujących zysk netto jest zdecydowanie wyższy od udziału spółek generujących wartość dodaną, również odsetek spółek, które wykazały poprawę wyniku finansowego netto jest wyższy od udziału spółek, które odnotowały poprawę w obszarze ekonomicznej wartości dodanej.

EVA jest miernikiem wyrażającym wartości bezwzględne. Nie uwzględnia więc wielkości zaangażowanego kapitału w celu osiągnięcia określonego przyrostu, co nie pozwala na dokonywanie ocen porównawczych przedsiębiorstw różniących się wartością kapitałów. Problem ten można rozwiązać posługując się relacją wartości bezwzględnej EVA do wartości zainwestowanego w spółkę kapitału, który może być wyrażony procentowo:

$$EVA_s = \frac{EVA}{(KW + KO)} \cdot 100\%$$

Otrzymujemy w ten sposób miernik standaryzowany, informujący o efektywności zagospodarowania powierzonego spółce kapitału. Zastosowanie standaryzowanego miernika w analizie porównawczej na przykładzie trzech spółek z uwzględnieniem procedury obliczania EVA przedstawiono w tabeli 3.

Wyraźnie jest widoczne, że poziom ekonomicznej wartości dodanej determinują: rentowność operacyjna, koszt kapitału własnego i obcego oraz struktura kapitałowa. Rentowność na poziomie operacyjnym zależy od specyfiki prowadzonej działalności i sprawności organizacyjnej, a także od makroekonomicznych uwarunkowań prowadzenia działalności. Na koszt kapitału, przy zastosowanej procedurze jego szacowania, przedsiębiorstwo praktycznie nie ma wpływu. Pewne możliwości manewru występują w odniesieniu do kształtowania struktury kapitału – korzystanie w większym zakresie z dźwigni finansowej może przynieść efekt w postaci wzrostu ekonomicznej wartości dodanej. Wiąże się to jednak ze zwiększonym ryzykiem

finansowym, a w przypadku małych przedsiębiorstw występuje dodatkowo bariera w postaci utrudnionej dostępności do obcych źródeł pozyskania kapitału.

Tabela 2

Małe spółki giełdowe z dodatnim poziomem EVA i wynikiem finansowym netto w latach 2010 i 2011

Wyszczególnienie	2011	2012
Małe spółki giełdowe ogółem		
Spółki z dodatnią wartością EVA		
– liczba spółek	20	15
– udział w ogólnej liczbie spółek (%)	22,5	16,9
Spółki z dodatnim wynikiem finansowy netto		
– liczba spółek	63	52
– udział w ogólnej liczbie spółek (%)	77,8	58,4
Odsetek spółek, które w 2012 r. miały wyższy poziom w porównaniu do 2011 r.		
– ekonomicznej wartości dodanej	30,3	
– wyniku finansowego netto	43,8	
Spółki o wartości rynkowej do 50 mln zł („mikrospółki”)		
Spółki z dodatnią wartością EVA		
– liczba spółek	5	5
– udział w ogólnej liczbie „mikrospółek” (%)	13,5	13,5
Spółki z dodatnim wynikiem finansowy netto		
– liczba spółek	21	17
– udział w ogólnej liczbie „mikrospółek” (%)	56,8	45,9
Odsetek spółek, które w 2012 r. miały wyższy poziom w porównaniu do 2011 r.:		
– ekonomicznej wartości dodanej	35,1	
– wyniku finansowego netto	43,2	

Źródło: jak w tabeli 1.

Tabela 3

Struktura obliczania EVA i EVA_s na przykładzie wybranych spółek giełdowych

Wyszczególnienie	Spółki		
	Elkop	Skyline	Pragma Inkaso
NOPAT (tys. zł)	13 985	–1240	18 085
KW + KO (tys. zł)	24 023	45 441	93 927
Udział KW (%)	93,1	98,9	49,3
Udział KO (%)	6,9	1,1	50,7
Koszt KW (%)	16,8	13,3	13,2
Koszt KO (%)	6,7	6,7	6,7
EVA (tys. zł)	10 161	–7225	8772
EVA / (KW + KO) (%)	42,3	–15,9	9,4

Źródło: obliczenia własne.

Podsumowanie

Obok tradycyjnych kryteriów oceny finansowych dokonań przedsiębiorstwa opartych na miernikach księgowych, coraz częściej wykorzystuje się koncepcję zarządzania przez wartość, podstawą której jest założenie, że głównym celem przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla właścicieli. Poszukuje się wówczas odpowiedzi na pytanie, jakie czynniki generują wartość i za pomocą jakich miar można mierzyć jej wzrost. Według najszerzej spopularyzowanej wersji tej koncepcji, źródłem wzrostu wartości firmy jest zysk ekonomiczny, a najczęściej stosowanym narzędziem jego pomiaru – ekonomiczna wartość dodana EVA. Wykorzystując miernik EVA w artykule podjęto próbę sprawdzenia, czy małe spółki giełdowe tworzą wartość dla właścicieli. Analiza wykazała, że zdecydowana większość z nich generowała w latach 2011–2012 ujemną wartość EVA, co oznacza stratę ekonomiczną i destrukcję wartości. Na taki stan rzeczy składa się kilka przyczyn. Po pierwsze – niekorzystne makroekonomiczne uwarunkowania prowadzenia działalności gospodarczej i ograniczony dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, które sprawiają, że przedsiębiorstwa mają trudności z wypracowaniem zysku operacyjnego. Po drugie – relatywnie wysoki koszt pozyskania kapitału, odnosi się to zarówno do kapitału obcego, jak i kapitału własnego. Po trzecie – w małych przedsiębiorstwach relatywnie wysoki jest udział kapitału własnego w strukturze kapitału, którego koszt jest wyższy od kosztu kapitału obcego. Po czwarte – specyfika struktury akcjonariatu małych spółek giełdowych, wyrażająca się w dominacji osób fizycznych, które nie zawsze dostrzegają i doceniają znaczenie zysku ekonomicznego jako miernika dokonań spółki. Ograniczenia objętościowe artykułu pozwoliły tylko na zasygnalizowanie empirycznej weryfikacji siły oddziaływania poszczególnych przyczyn na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej w małych spółkach giełdowych. Wątek ten zostanie podjęty w odrębnej publikacji.

Literatura

- Cwynar A., *Analiza porównawcza wybranych mierników zysku rezydualnego*, WSiLiZ, Rzeszów 2010.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreacja wartości na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Przegląd Organizacji” 2005 nr 3.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Ekonomiczna Wartość Dodana – EVA®. Ranking Spółek Giełdowych 2011*, Value Based Advisors (VBA) – Notoria Serwis, Wrocław 2013.
- Finanse podmiotów prywatnych i publicznych w Polsce*, red. J. Iwin-Garzyńska, Economicus, Szczecin 2009.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Jagiello K., *Ekonomiczna wartość dodana EVA w systemie mierników finansowych wykorzystywanych w zrównoważonej karcie wyników*, Zeszyty Naukowe MWSE 2004, z. 6.
- Paździor A., *Zysk ekonomiczny a wartość rynkowa spółek giełdowych*, w: *Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Politechnika Wroclawska, Wrocław 2008.

- Peplak T., *EVA ostrzega przed przewartościowaniem*, „Finansista” 2004, nr 3 (48).
Szablewski A., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „E-Finanse” 2008, nr 3.
Szewc-Rogalska A., *Kreacja wartości przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 534, Szczecin 2009.

ECONOMIC ADDED VALUE IN PUBLIC LISTED SMALL COMPANIES

Summary

More and more often used in practice is to measure the achievements of the company economic added value EVA. One of the areas of use of EVA is to monitor changes in the value for the shareholders of public listed companies. The purpose of this article is to examine the extent to which companies listed on the WSE create value for shareholders. This issue is of particular importance during the deterioration of macroeconomic conditions for enterprises, while the rate of appreciation is weakened, and even sometimes reaches even to the depletion of the business owners. The research includes analysis of the industrial company's and covers the period from 2010 to 2011. Economic added value was confronted with the net income, which is a accounting measure efficiency of the business.

Keywords: economic added value EVA, public listed companies, small business

Translated by Pawel Trippner