

Prof. UR dr hab. inż. Kazimierz W. Krupa

Zakład Ekonomiki Inwestycji i Zarządzania Strategicznego
Uniwersytet Rzeszowski

Wybrane aspekty kwantyfikacji EVA

WPROWADZENIE

W zaprezentowanym artykule skoncentrowano się na operacjonalizacji wybranych problemów pomiaru wartości rynkowej podmiotów zorganizowanych. Scharakteryzowano także strategie wyceny spółek realizowane przez Private Equity. Podniesiono również rolę jakości informacji generowanych przez marki i analizowano wpływ ich siły na poziom wartości rynkowej podmiotów zorganizowanych. Celem głównym analizy empirycznej była charakterystyka czynników determinujących obliczenia wskaźnika EVA. Problematyka konieczności wyceny wartości przedsiębiorstw funkcjonujących w realiach gospodarki opartej na technologiach informatycznych jest już zazwyczaj akceptowana. Wątpliwości budzą natomiast proponowane kwantyfikatory i złożoność uwzględnianych aspektów, które należy poddać pomiarom w czasie online.

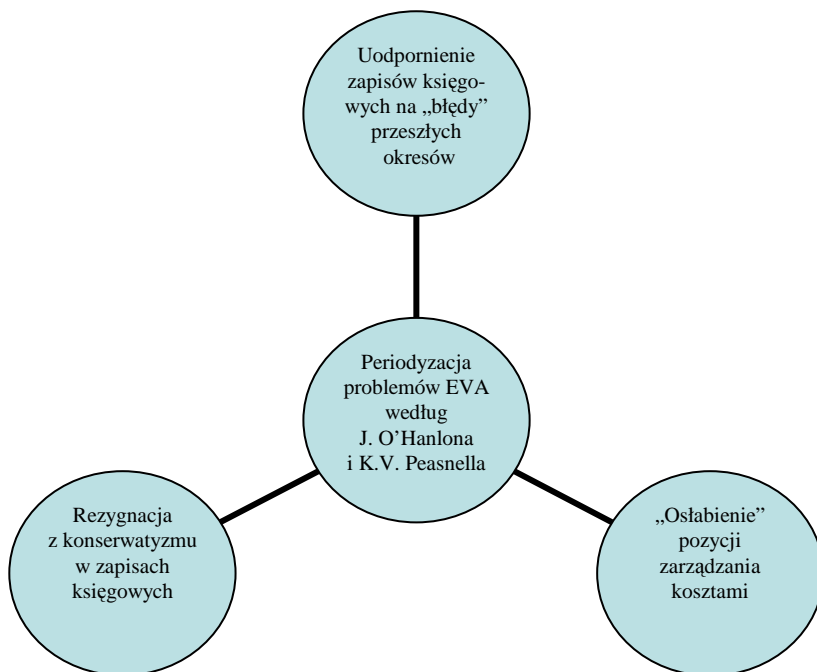
TRANSMITACJA PROBLEMÓW KWANTYFIKACJI ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

Potencjalne problemy mierzenia wyników firmy zgodnie z EVA są determinowane zazwyczaj akceptowaną metodologią i wynikają z faktu, że zarówno EVA, jak i zapisy księgowe są miarami okresowymi, stąd nie zawierają informacji o przyszłej działalności przedsiębiorstwa. Jednocześnie, jeżeli w bieżącym okresie zostanie podjęta decyzja skutkująca wygenerowaniem wartości dodanej, to wartość ta będzie targetowana dla wyniku EVA i zostanie to zidentyfikowane w okresie powstania tej wartości. W rezultacie już obecnie w bieżącym okresie pozytywny skutek forsity będzie odnotowany w zmianie poziomu EVA. Ponadto, jak potwierdza T. Słoński, w odróżnieniu od klasycznego zysku ekonomicznego kwantyfikator EVA nie wiąże wielkości kapitału zainwestowanego ze zwrotem osiągniętym z tego kapitału.

Z. Mikoláš wskazuje, że różnica pomiędzy „klasycznym” zyskiem ekonomicznym a EVA polega głównie na przyjęciu w celu jej oszacowania specyficznych metod realizacji korekt zapisów księgowych [Hučka, Mikoláš,

Ludvík, 2009]. Należy ponadto pamiętać, że przyczyną częstego wprowadzania odmiennych zapisów księgowych dla potrzeb badania poziomu EVA jest kontaminacja wybranych akceleratorów w celu lepszego pomiaru wartości dodanej generowanej w danym okresie obrachunkowym, co wiąże się jednak z akceptacją licznych korekt (rys. 1). J. O'Hanlon oraz K.V. Peasnell z Lancaster University – Department of Accounting and Finance przyjmują, że główne grupy korekt są związane z:

- rezygnacją z „konserwatyizmu” w zapisach księgowych,
- urealnieniem wybranych parametrów finansowych koniecznych dla potrzeb obliczenia EVA,
- „osłabieniem” pozycji klasycznego zarządzania kosztami,
- uodpornieniem zapisów księgowych na „błędy” popełnione w przeszłych okresach [zob. też: O'Hanlon, Peasnell, 2002].



Rys. 1. Periodyzacja problemów EVA według J. O'Hanlona i K.V. Peasnella

Źródło: opracowanie własne.

Zdaniem E. Kislingerovej rezygnacja z tzw. konserwatyizmu zapisów księgowych oznacza, że w przypadku aktywów niematerialnych, takich jak:

- b) reklama,
- c) studia na temat rozwoju innowacyjności narzędzi informatycznych,
- d) marka,
- e) szkolenia w zakresie high technology,

których efekty zazwyczaj często będą generowane dopiero w przyszłych okresach obliczeniowych, powoduje, że zamiast uwzględniania ponoszonych wydatków w obecnych zapisach księgowych zaleca się amortyzowanie ich analogicznie jak realizujemy je w przypadku aktywów trwałych. Zgodnie z opinią Steve'na Isberga przykładowe inne znaczące poprawki dotyczą:

- zamiany leasingu operacyjnego na dług,
- rejestracji korekt wynikających ze zmiany sposobu ewidencjonowania niektórych składników majątkowych,
- odmiennego kapitalizowania wydatków na badania i rozwój w przedsiębiorstwie [Isberg, 2009].

M. Babiak potwierdza, że akceptując przyjętą metodologię pomiaru EVA, w konsekwencji przyjmujemy do wiadomości, iż wartość rynkowa firmy odzwierciedla wartość obecnych jej aktywów (asset-in-place) i wartość bieżącą projektów inwestycyjnych, które będą realizowane w przyszłości [Babiak, 2009]. Kapitał zainwestowany wobec tego (w realiach kwantyfikacji wartości rynkowej metodą EVA) jest estymacją wartości rynkowej wyłącznie obecnych aktywów firmy. Wydaje się jednak, że przy szacowaniu wpływu na EVA kapitału aktualnie zainwestowanego, szczególnie w sustensywnym rozwoju, wskazane jest wykorzystanie informacji na temat zdolności lewarowania w przyszłości obecnie zainwestowanego kapitału. Dodatkowo istnieje uzasadnione przekonanie, że im starsze są zapisy księgowe, tym większych korekt należy dokonywać w celu aktualnego szacowania rynkowej wartości kapitału zainwestowanego. Dotyczy to szczególnie firm nowych technologii aktywnych na rynku digital.

Algebra Capital potwierdza, że wszelkie niedoszacowania zainwestowanych środków zazwyczaj prowadzą do zwiększenia EVA w przyszłych okresach [O'Hanlon, Peasnell, 2004]. Dotychczasowe doświadczenia światowych firm wskazują również, że zarządy korporacji wynagradzane na podstawie przyrostu EVA nie są zwykle zainteresowane zwiększaniem ROCE (Return On Capital Employed) z przyszłych projektów. Zazwyczaj wówczas członkowie CXO będą promować zwiększanie ROCE¹ z zainwestowanego kapitału nawet kosztem ROCE z przyszłych inwestycji, bowiem w tych realiach wzrost EVA jest reali-

¹ Szczególnie wówczas, gdy jest zdefiniowany jako:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets} - \text{Current Liabilities}}$$

zowany skuteczniej. Jednak zgodnie ze współczesną intensywną presją globalizacji wartość firmy nie zależy zazwyczaj wyłącznie od ROCE, lecz również od stopy dyskonta WACC² (Weighted Average Cost of Capital). Wydaje się słuszny wniosek, że w tych realiach określona korporacja może zwiększać wartość EVA w przyszłych okresach przez zwiększanie ROCE nowych projektów inwestycyjnych. Pamiętać należy jednak o realnej możliwości zmniejszenia wartości firmy jeżeli nowe inwestycje zwiększają wielkość ryzyka (np. operacyjnego) i tym samym zwiększają WACC w relacji do Capital Asset Pricing Model (CAPM) o czym przekonuje E.F. Fama [2002].

J.R. Ritter³ i R.S. Warr⁴ w swoim koherentnym schemacie wskazują, że EVA wprowadza jeszcze więcej subiektywizmu przy dokonywaniu zapisów księgowych, niż powszechnie przyjęty standard rachunkowości, bowiem między innymi:

- po decyzji o amortyzacji wydatków szkoleniowych określamy obligatoryjnie tryb ustalania odpisów amortyzacyjnych z tych wydatków oraz okresy ich zapisów w księgach finansowych,
- definiujemy metodologię rozpoznania i korekty specjalnych i nadzwyczajnych przychodów osiąganych przez przedsiębiorstwo, w tym okresowe rezygnowanie lub nie z prowizji,
- zmuszeni jesteśmy do zbudowania nowego oryginalnego modelu szacowania korekt kwot generowanych w konsekwencji zmiany między innymi sposobu ewidencjonowania zapasów [zob. również: Šterková, 2006].

J.F. O’Hanlon i K.V. Peasnell po analizie typowych korekt rekomendowanych dla potrzeb poprawności obliczeń EVA stwierdzają, iż różne liczne rodzaje „uaktualnień” księgowych proponowane między innymi przez J. Sterna, B. Stewarta i D. Chewa [1995] w artykule *The EVA Financial Management System* są w gruncie rzeczy generalnie tworzone *ad hoc* i nie jest do końca jasne czy pasują one do siebie. W tym stanie rzeczy formułują tezę, że nawet po naniesieniu wieloaspektowych i alternatywnych korekt dodatnie EVA nie musi oznaczać pozytywnej oceny działalności zarządu i konieczności przyznawania jego członkom premii, a ujemne, że wartość rynkowa korporacji w rezultacie jest zmniejszana.

² W warunkach polskich obliczany jako: $WACC = (E/V) \cdot Re + (D/V) \cdot Rd \cdot (1 - Tc)$

gdzie: Re = koszt kapitału własnego, Rd = koszt długu, E = wartość rynkowa firmy, D = wartość rynkowa długu, V = E + D, E/V = procentowy udział kapitału własnego, D/V = procentowy udział długu, Tc = podatek dochodowy dla firm.

³ R.S. Warr, Professor Department of Finance University of Florida.

⁴ Jay R. Ritter Cordell Professor of Finance University of Florida.

METODY WYCENY SPÓŁEK RYNKOWYCH REALIZOWANE PRZEZ PRIVATE EQUITY ORAZ OPINIE W ZAKRESIE WIARYGODNOŚCI KWANTYFIKACJI WARTOŚCI RYNKOWEJ PODMIOTÓW GOSPODARCZYCH (WYBRANE ASPEKTY)

Zdaniem H. Štverkovej większość operacyjnych strategii wyceny wartości spółek kapitałowych stosowanych przez Private Equity (PE), odmiennie niż metodologia EVA, jest zazwyczaj połączeniem metod dochodowych oraz porównawczych [Štverková, 2005]. P. Bobk przyjmuje, że koncepcja ta zakłada realizację kwantyfikacji na trzech etapach:

- pierwszy określa wartość spółki portfelowej w momencie dezinvestycji na podstawie metod porównawczych,
- drugi ustala bieżącą wartość spółki portfelowej poprzez dyskontowanie wymaganą przez fundusz stopą zwrotu,
- trzeci oblicza wymagany przez fundusz udział w spółce poprzez podzielenie inwestycji początkowej funduszu PE przez wartość obecną spółki [Прийма, Бобк, 2006].

Pavlo Skotnyy z Drohobych University wskazuje, że zazwyczaj typowy fundusz klasy PE jest zaangażowany w finansowanie wielu rozwojowych i z zasady silnie innowacyjnych projektów określonego przedsiębiorstwa. Zasileniowy udział PE wiąże się z reguły z realnymi strumieniami finansowymi (transze współfinansujące lub finansujące inicjatywy biznesowe), co w rezultacie zmniejsza ryzyko działalności przedsiębiorstwa powodowane między innymi utratą płynności finansowej. Naturalną konsekwencją procesu dofinansowywania wielu głównie kreatywnych i obiecujących inicjatyw biznesowych jest wzrost udziału zaangażowania Funduszu PE (większa liczba objętych przez fundusz akcji) zgodnie ze wzorem (1):

$$R_i = 1/(1-d_{i+1})(1-d_{i+2})\dots(1-d_N) \quad (1)$$

Obserwacja rynku inwestycji kapitałowych wskazuje więc, że zazwyczaj fundusze Private Equity w takiej sytuacji oczekują wysokich stóp zwrotu z za-inwestowanego kapitału. Jest to determinowane zdaniem zarządów większości PE głównie:

- prawdopodobieństwem wzrostu zaangażowania finansowego w spółkę portfelową szacowanego nawet na 80–90%, co generuje jednocześnie bardzo szybki przyrost ryzyka,
- ponoszeniem znacznych kosztów związanych z weryfikowaniem możliwości efektywnościowych kreatywnych projektów zainteresowanych podmiotów gospodarczych, bowiem zazwyczaj przeciętnie wybierane jest jedynie około 10 projektów ze 100 analizowanych.

Zdaniem S. Panchyshyna wysoka stopa zwrotu uwzględnia również to, że analizy finansowe w przedkładanych propozycjach są w znacznej liczbie przypadków zbyt optymistyczne [Panchyshyn, 2005]. W takich realiach PE zamiast dyskutować na temat każdego z założeń i dochodzić do rozsądnych wartości, z reguły zazwyczaj dyskontują ten „optymizm” zwiększoną stopą zwrotu. Jednak w żadnym przypadku duża niepewność nie powinna prowadzić do sporządzania tzw. zgrubnych szacunków wartości przedsięwzięcia i spółki.

K.V. Peasnell, P.F. Pope oraz S.E. Young zakwestionowali najczęściej spotykane opinie w zakresie wiarygodności kwantyfikacji wartości rynkowej podmiotów gospodarczych, dokonywanych zarówno przez PE, jak również obliczanych na podstawie procedur EVA [Peasnell, Pope, Young, 2006, s. 5–10]. Pierwsza z nich przyjmuje, że „wycena jest obiektywna ponieważ modele kwantyfikacyjne są modelami ilościowymi”. Należy jednak pamiętać, że każda wycena, szczególnie korporacji aktywnych na rynku globalnym, oparta jest na wielu obligatoryjnie przyjętych subiektywnych szacunkach, których pełne wyeliminowanie zdaniem licznych ekspertów jest niemożliwe. S. Panchyshyn potwierdza, że ograniczenie subiektywizmu jest możliwe jedynie w pewnym zakresie poprzez nie uwzględnianie między innymi publicznych opinii na temat wartości w wycenie przedsiębiorstwa oraz uniezależnienie wynagrodzenia analityków realizujących wyceny od rezultatów wyceny.

Druga często spotykana opinia stwierdza, że „dobrze przygotowana i poprawnie sporządzona wycena jest długo aktualna”. Polemizując z nią należy pamiętać, że podczas sporządzania wyceny wykorzystuje się głównie zazwyczaj aktualne, realne dane przedsiębiorstwa oraz wybrane sygnały płynące z rynku. Zawsze są one jednak zmienne w czasie, szczególnie obecnie w dobie recesji gospodarczej i bardzo mocnej presji globalnej konkurencji. Należy więc akceptować obiektywny fakt, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa zmienia się wraz z napływem nowych informacji zawartych w analizach aktualizowanych w trybie online. Opinia kolejna przekonuje, że „dobra wycena wyznacza dokładną cenę”. Pamiętać jednak należy, że pojęcie dobra wycena w tym przypadku ma charakter względny, bowiem w rynkowych wycenach wartości korporacji dopuszcza się wystąpienie błędu między innymi: w szacunkach stóp procentowych, ocenie siły pieniądza oraz określaniu poprawnych poziomów cash flow. Wobec powyższego jest to jednoznaczne z faktem dopuszczenia realnej możliwości wystąpienia błędów (które mogą powodować wieloaspektowe sprzężenia zwrotne) w końcowym wyniku wyceny. Na niepewność co do ostatecznych wyników tak prowadzonej wyceny ma wpływ również między innymi:

1. Wykorzystanie w aktywności gospodarczej new technology.
2. Prowadzenie działalności na rynkach wschodzących.
3. Faza cyklu życia danego sektora i całej branży.
4. Aktualny i przyszły etap cyklu live przedsiębiorstwa.

Kolejna popularna opinia stwierdza, że „stopień skomplikowania wykorzystywanego algorytmu obliczeniowego wpływa na precyzyjność końcowych re-

zultatów wyceny”. K.V. Peasnell oraz T. Słoński stwierdzają jednak, że wszystkie skomplikowane modele kwantyfikacji, szczególnie licznych sygnałów jakościowych, wymagają wprowadzenia znacznie większej liczby danych na wejściu, co generuje prawdopodobieństwo wystąpienia problemu zgodności miar danych będących zasileniami oraz powstawanie efektu tzw. czarnej skrzynki.

Kolejny aspekt aplikacyjnego wykorzystania EVA przez PE związany jest z poglądem, który wskazuje, że „aby odnieść korzyści wynikające z wyceny przedsiębiorstwa należy założyć, że rynek zawsze musi być nieefektywny”. Kwestionując ten punkt widzenia, zdaniem J. Teja, konieczne jest stwierdzić, że w obecnych realiach otoczenia biznesowego przyjęcie jakichkolwiek skrajnych założeń co do efektywności rynku wydaje się jednak zazwyczaj mocno ryzykowne, często nawet niewłaściwe [Tej, 2007]. Eksperti finansowi wskazują jednocześnie, iż na współczesnym coraz bardziej globalnym rynku są popełnianie błędy, ich wykrycie wymaga jednak dużej wiedzy i specjalistycznych umiejętności, a często nawet szczęścia. W związku z tym stawiają tezy, że jeżeli:

- efektywność inwestycji wygląda zbyt dobrze, to jej wycena jest najprawdopodobniej zła;
- efekt końcowy obliczeń ekonomicznych znacząco odbiega od wartości rynkowej, to za punkt wyjścia powinno się przyjąć wartość rynkową ocenianej inwestycji.

Ostatni problem oceny wiarygodności obliczeń wartości spółek rynkowych dotyczy przekonania, że „wartość końcowa podmiotu gospodarczego ma najistotniejsze znaczenie, natomiast sam proces wyceny jest mniej ważny”. Polemizując z nim T. Słoński wskazuje, że profesjonalnie prowadzony proces wyceny pozwala na uzyskanie odpowiedzi, poza kwantyfikacją wartości rynkowej podmiotu zorganizowanego, również na kolejne ważne pytania:

- Jaka jest wartość wzrostu przedsiębiorstwa?
- Jaka jest wartość marki przedsiębiorstwa?
- Czy należy koniecznie zwiększyć szybkość zwrotu z realizowanych projektów?
- Jaki jest wpływ marż zysków PE na wartość rynkową określonego podmiotu gospodarczego? [Peasnell, Pope, Young, 2006, s. 5–10; Griffin, 2009, Landsman, Peasnell, Pope, Yeh, 2006, s. 203–245].

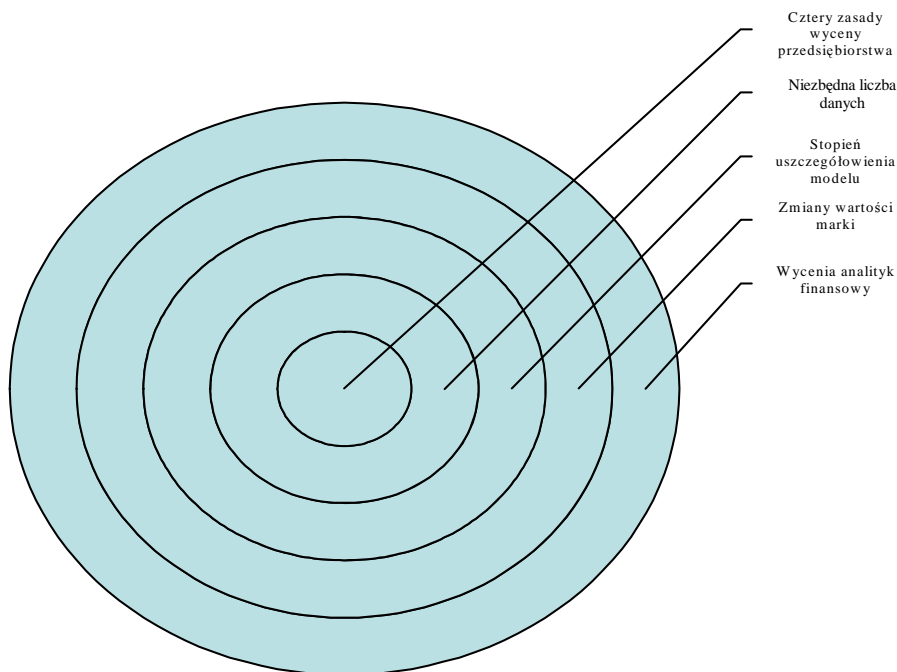
Z. Zmeškal oraz M. Žižka reasumując opinie wielu ekspertów badających skuteczność algorytmów kwantyfikacji i stratyfikacji wartości podmiotów rynkowych stwierdza, że można zdefiniować cztery determinanty ich poprawności (rys. 2):

1. Wykorzystują wyłącznie niezbędną liczbę danych do wyceny każdego składnika majątkowego.

2. Istnieje precyzyjnie zdefiniowana zależność pomiędzy korzyściami wynikającymi z uszczegółowienia modelu a dodatkowymi kosztami i błędami w szacunkach wartości.

3. Model kwantyfikacji nawet najbardziej wyrafinowany nie wycenia przedsiębiorstwa, a analityk finansowy wycenia.

4. W metodach obliczających wartość rynkową podmiotów gospodarczych akceptuje się silną zmianę wartości ich marek [Žižka, 2006].



Rys. 2. Zasady poprawności modelu wyceny wartości podmiotów rynkowych

Źródło: opracowanie własne.

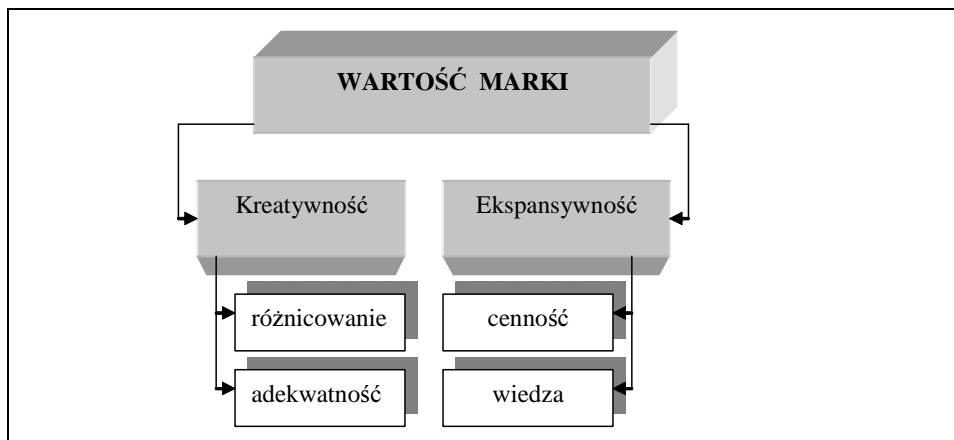
WYBRANE DETERMINANTY SIŁY MARKI I ICH WPŁYW NA EVA

John Gerzema⁵ oraz Ed Lebar⁶ w audioksiążce *The Brand Bubble. The Looming Crisis in Brand Value And How To Avoid It* analizują dane na temat Brand Asset Valuator (BAV) i definiują praktyczne wnioski w zakresie wzrostu znaczenia marek firmowych w budowaniu wartości rynkowej podmiotów zorganizowanych. Ich zdaniem ta rola zależna jest od kreatywności oraz ekspansywności marki i dotyczy szczególnie jej stargetowanej możliwości w zakresie:

1. Różnicowania.
2. Adekwatności.
3. Cenności.
4. Wiedzy (rys. 3).

⁵ John Gerzema jest dyrektorem ds. Insights w Young & Rubicam.

⁶ Ed Lebar jest Chief Executive Officer BrandAsset® Consulting.



Rys. 3. Determinanty wartości marki

Źródło: opracowanie własne.

Opierając się na prowadzonej przez ostatnią dekadę szczegółowej analizie mocy marek i danych finansowych firm je posiadających rzeczoznawcy Young Rubicam i BrandAsset® oraz eksperci BRAND DESIGN zaproponowali narzędzia i procedury do budowy, kwantyfikacji oraz stratyfikacji siły oddziaływania marek, szczególnie firm rynkowych aktywnych w skali globalnej. Jak się wydaje, chodzi tutaj jednak głównie o markę fizyczną, na którą składa się wszystko to, co jesteśmy w stanie doświadczyć naszymi zmysłami, czyli zobaczyć i usłyszeć. Jest to w pierwszej kolejności nazwa oraz logotyp. Współczesny logotyp powinien być szczególnie istotny dla utrzymania siły marki i jej roli jako akceleratora EVA. Dobry logotyp to: kolory, typografie, symbole, metafory graficzne, piktoqramy, a także proporcje i niewidoczne linie (grid), na których powinny być dziś oparte kreatywne, szczególnie graficzne znaki firmowe. Specjaliści Young Rubicam dysponując dostępem do danych zgromadzonych podczas przeprowadzenia kilkuset tysięcy wywiadów, dotyczących kilkudziesięciu tysięcy marek i prowadzonych w 48 krajach przez ostatnie 15 lat, zdiagnozowali kilka niepokojących zjawisk związanych z kondycją marek. Ich zdaniem, pomimo akceptacji koncepcji, iż marka wiąże się mocno z emocjami, w dobie globalizacji okazuje się ona w wielu przypadkach coraz słabsza i wniosek ten mocno wpływa na obniżenie poziomu EVA [Gerzema, Lebar, 2008]. Z danych empirycznych zgromadzonych głównie w ubiegłych latach, dotyczących siły marek wynika, że konsumenci:

- coraz mniej ufają obietnicom składanym nawet przez najbardziej znane i uznane marki,
- coraz mniej je lubią i szanują,
- coraz słabiej je znają,
- uważają ponadto, że marki oferują coraz słabszą jakość,

– jednocześnie wyróżnialność tego, co marki proponują klientom współczesnego rynku, również wirtualnego, wciąż maleje (dotyczy to nawet komunikacji reklamowej umieszczanej w *prime time*).

Problematykę kwantyfikacji siły marki i jej bezwzględego wpływu na EVA analizował także Martin Roll określając trzy akceleratory jej siły, które powinny się pojawić w najbliższych latach (dla krajów Azji proponuje lata 2010–2020). Jego zdaniem są to:

1. Wiedza – jak kreatywnie prowadzić firmowe kampanie reklamowe.
2. Preferencje klientów, które należy w tym procesie uwzględnić.
3. Matryca finansowa (cenowa premia, wartość transakcji, cykl życia wartości rynkowej produktu, wzrosty bezwzględne wybranych kwantyfikatorów) [więcej w: Roll, *Managing...*].

Erozę siły marki, a szczególnie jej destrukcyjny wpływ na EVA licznych podmiotów gospodarczych, w zasadzie zaczęto obserwować już pod koniec lat 90. ubiegłego wieku. To wówczas wielu klientów i badaczy problematyki brand sygnalizowało, że poza nielicznymi wybranymi kategoriami, oferowane produkty i marki stawały się coraz bardziej homogeniczne. W popularnej opinii klientów przestały one oferować unikalne wartości, w większości przypadków nie potrafią się obecnie już oryginalnie komunikować z potencjalnym klientem nowej generacji. Aktualnie powszechna komodytyzacja staje się problemem, z którym coraz trudniej się mierzyć, bowiem proces przekształcania danego dobra z wyjątkowego, osiągalnego tylko dla wybranych, i to dużym wysiłkiem, w dobro powszechnie dostępne, jednak o elitarnych cechach, wiele marek nie jest w stanie jeszcze do końca zaakceptować. Pomimo, że aktualnie nie dotyczy to wszystkich marek, jest wyraźną tendencją, która wskazuje na pewien impas instytucji marki jako takiej. Zjawisko komodytyzacji w dalszym ciągu wciąż przybiera na sile i dla podmiotów, a nawet całych branż oznacza systematyczną obniżkę ich wartości rynkowej. Jest to zdaniem ekspertów kwantyfikujących EVA, dla licznych korporacji, szczególnie transnarodowych, bardzo duży i istotny problem. Wydaje się więc, że w nowej globalnej rzeczywistości marki muszą funkcjonować w „inteligentny” sposób i robić znacznie więcej, by pokazać, że są jednoznacznie wyróżnialne w nowych realiach szybko zmieniającego się świata biznesu.

John Gerzema oraz Ed Lebar w procesie „rozniecania” w dotychczasowych markach nowej stargetowanej siły zidentyfikowali „pięć praw energii” (Five Laws of Energy – FLoE). Są oni przekonani, że FLoE rządzi dziś w nowej „konsumerlandii”, w której współcześni i nowocześni konsumenci wysuwają coraz nowe żądania, często bardzo zmienne w czasie i posiadają znaczną realną władzę rynkową, którą można już mierzyć wykorzystując inteligentne instrumenty systemów informatycznych klasy CRM. Wydaje się, że prawa FLoE J. Gerzemy i E. Lebary pomagają firmom:

- sprawdzać postawę operacyjnego personelu wobec konieczności budowania kreatywności marki,

- precyzyjnie definiować sposoby implementacji siły marki w pozytywną zmianę EVA,
- kreatywnie poprawiać komunikację z konsumentem,
- intensyfikować elastyczność i umiejętność rozwijania siły marki,
- zwiększać aktualną moc CMO podmiotu rynkowego w podejściu do marketingu,
- wykorzystywać strategię i taktykę w osiąganiu sukcesu rynkowego mierzonego przyrostem EVA.

Portal CustomerManagementIQ wskazuje, że obecna „Zenergetyzowana Wyóżnialność” uczy, że procedury marketingowe powinny być akceptowane i efektywnie realizowane w całym podmiocie zorganizowanym (CustomerManagementIQ.com). Należy więc przyjąć, podobnie jak jest to już realizowane w Singapurze w ramach programu IN2015, że najlepsi CEO i CMO oraz kreatywnie zarządzane marki zatrudniają ludzi klasy *thing-tank*, którzy myślą jak *brand managerowie* w trakcie realizacji wszystkich procesów biznesowych⁷.

Obserwuje się w dalszym ciągu jednak liczne przypadki, w których tradycyjne modele biznesu oraz strategie stosowane przez CXO i ich marketerów są mało efektywne, co jest już często nie do zaakceptowania przez akcjonariuszy. Wiele niepowodzeń na digitalnym rynku powodowanych jest pojawieniem się zupełnie nowej generacji konsumentów, których zachowania nie są już standardowe i klasycznie typowe. Obecnie potrzebna jest więc zazwyczaj zupełnie nowa wizja zarządzania markami, szczególnie w spółkach aktywnych na rynkach finansowych. Zdarza się jednak, głównie w błędnie ocenianej ewaluacji, iż radom nadzorczym oraz członkom zarządów wystarczy jedynie zapewnienie składane przez CMO, że pojawiła się nowa, znakomita strategia komunikacji, że będzie emitowana nowa kampania reklamowa, dzięki której powstanie „wartość dodana” zdolna przyciągnąć nowych konsumentów i wpłynąć na wzrost EVA. Często dają oni wiarę *generation global* i są przekonani, że określona marka jest lewarowa, pomimo iż nie zainwestowano zbyt wiele w rozwój finalnego wyrobu rynkowego i innowacje produktowe. Równocześnie można zaobserwować, że wybrani CEO błędnie twierdzą, podobnie jak określili eksperci marketingowi, iż wystarczy „wpompować” nieco więcej pieniędzy w reklamę, podnieść *brand awareness* o kilka punktów i wszyscy mogą oczekiwać realnie dużej dywidendy, pomimo braku analizy jakościologicznej.

Siła marki (obok procedur i dobrych praktyk, licencji, umów, modeli operacyjnych, praw i umów) zaliczana jest do niematerialnych aktywów przedsiębiorstw i ma bezpośredni wpływ na wielkość ich EVA, mimo że wciąż pojawia się wiele wątpliwości jak ją we współczesnych realiach globalizacji mierzyć. Problem staje się szczególnie ważny w chwili gdy firma jest kupowana lub sprzedawana i tę kwantyfikację należy wykonać jednoznacznie. W realnym świecie biznesowym zdarza się jednak, że jeśli porównamy wyliczoną empirycznie siłę marki z opiniami klientów, to często okazuje się, że wycena marki oparta na zdetermi-

⁷ Zob. [<http://www.customermanagementiq.com/article.cfm?externalID=887>].

nowanej procedurze mierzenia „wartości” dokonywanej przez inwestorów i instytucje finansowe bardzo różni się od tego, co sądzą kupujący i użytkownicy. Obecnie obserwuje się często również, że liczni inwestorzy przewartościwiają marki i w konsekwencji stratyfikują je wyżej niż konsumenci. Z tego powodu od wielu lat utrwała się przekonanie, iż rynkowa wartość licznych marek rośnie nieproporcjonalnie do wzrostu ich wartości postrzeganej przez aktualnych i potencjalnych konsumentów. Jest to bardzo błędna praktyka również z punktu widzenia poprawności liczenia EVA, szczególnie firm aktywnych w wirtualnym świecie.

ZAKOŃCZENIE

W artykule dokonano periodyzacji problemów EVA, scharakteryzowano cztery zasady poprawności modelu wyceny wartości podmiotów rynkowych, omówiono główne strategie wyceny spółek realizowane przez wiodące na światowym rynku PE oraz wpływ erozji marek firmowych na wycenę rynkową podmiotów zorganizowanych. Wyniki badań potwierdzają, że pomiar wartości podmiotów gospodarczych należy do zadań bardzo skomplikowanych [Kislingerová, 2009]. Poprawność uzyskanych rezultatów uzależniona jest od przyjętej metody obliczeń oraz uwzględnienia dostatecznej liczby zmiennych. Końcowe efekty kwantyfikacji oraz stratyfikacja powinny być oparte na realnych danych uzyskanych w trybie rzeczywistym.

LITERATURA

- Babiak M., 2009, *Aspekty filozoficzne przy nakreślaniu strategii współpracy transgranicznej*, PSW Jasło.
- Bojar E. (red.), 2007, *Společna odpowiedzialność w biznesie*, Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej, Lublin.
- Bobk B., 2007, *Проблеми Економічної Кибернетики*, Lviv University, Ser. Econ, vol. 16.
- Brigham E.F., Ehrhardt C.M., 2005, *Financial Management: Theory and Practice*, 11th Edition, South-Western.
- Duliniec A., 2006, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- French K.R., 2002, *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, “Review of Financial Studies”, 15.
- French K.R., 2002, *The Equity Premium*, “Journal of Finance”, 57.
- French K.R., 2004, *New List: Fundamentals and Survival Rates*, “Journal of Financial Economics”, 72, pp. 229–269.
- French K.R., 2004, *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, “Journal of Economic Perspective”, 18.
- French K.R., 2005, *Financing Decisions: Who Issues Stock?*, “Journal of Financial Economics”, 76. June 2005.

- Gerzema J., Lebar E., 2008, *The Brand Bubble: The Looming Crisis in Brand Value and How to Avoid It*. Wiley & Sons.
- Griffin J.M., 2009, *Are the Fama and French Factors Global or Country-Specific?* University of Texas at Austin – Department of Finance.
- Hučka M., Mikoš Z., Ludvík L., 2009, *Vliv investic a transformace regionu na univerzity*. In: podnikanie a konkurencieschopnosť firiem Bratislava, 2009.
- Isberg S.C., 2009, *Understanding Customer Derivative Risk: A Case Analysis*. Credit & Financial Management Review.
- Janik W., 2008, *The Role of Small Enterprises in Poland's Economic Development*, Romanian Journal of Regional Science, "The Journal of the Romanian Regional Science Association", vol. 2, no 1.
- Kamela-Sowińska A., 2007, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa.
- Kislingerová E., *Aktuální situace v podnikové sféře*. In: podnikanie a konkurencieschopnosť firiem Bratislava.
- Landsman W.R., Peasnell K.V. Shakespeare C., 2008, *Are asset securitizations sales or loans?*, "Accounting Review", vol. 83(5).
- Landsman W.R, Peasnell K.V., Pope P.F., Yeh S., 2006, *Which approach to accounting for employee stock options best reflects market pricing?*, "Review of Accounting Studies", vol. 11(2–3).
- O'Hanlon J.F., Peasnell K.V, 2004, *Residual income and EVA*, in *The Blackwell Encyclopedia of Management* (eds.) Argyris C., Cooper C.L., Starbuck W.H., Blackwell, Oxford, pp 383–387, ISBN: 0-6312-3317-2.
- Прийма С., Вовк Р., 2006, *Використання нечіткої логіки у прогнозуванні цін [w:] Globalizacja a optymalizacja gospodarowania podmiotów ery cyfrowej (wybrane problemy i aspekty)*, Koszyce–Lwów–Łuck–Rzeszów.
- Panchyshyn S.M., 2005, *Makroekonomika*, Kijów.
- Peasnell K.V., Pope P.F., Young S.E., 2006, *Do outside directors limit earnings management?*, "Corporate Finance Review", vol. 10(5).
- Peasnell K.V., Pope P.F., Yeh S., 2006, *Which approach to accounting for employee stock options best reflects market pricing?*, "Review of Accounting Studies", vol. 11(2–3).
- Plevný M., Žižka M., 2005, *Modelování a optimalizace v manažerském rozhodování*, 1. vyd. Plzeň: Západočeská univerzita. ISBN 80-7043-435-X
- Skotny P., 2009, *Teorie i koncepcji transgranicznej oraz euroregionalnej współpracy [w:] Przedsiębiorstwo i region: monografia*, red. R. Fedan, M. Smolen, Rzeszów, s. 237–241.
- Skotny P., 2009, *Perspektywa rozwoju klastrów logistycznych na Ukrainie [w:] Partnerstwo publiczno-prywatne jako instrument rozwoju zrownowazonego*, red. M. Urbaniec, P. Stec, S. Dolata, Czestochowa, s. 233–242.
- Štverková H., 2004, *Analyza současného stavu a návrh rozvoje společnosti*. Diplomová práce. Ostrava: Ekonomická fakulta, Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, 67 s.
- Štverková H., 2005, *Strategie a konkurencieschopnosť malých a středních podniků*, in: Sborník abstraktů z konference studentů doktorského studijního programu. Mezinárodní Bařova doktorandská konference, Zlín. ISBN 80-7318-257-2.
- Štverková H., 2005, *Rozvoj podnikání malých a středních firem v České republice*, in: Sborník příspěvků ze VII. ročníku mezinárodní konference „Mekon 2005“, Ostrava: Ekonomická fakulta, Vysoká škola báňská – Technická universita Ostrava.

- Štverková H., 2006, *Zákon o registračních pokladnách*. In: Sborník příspěvků ze VIII. ročníku mezinárodní konference „Mekon 2006“, Ostrava: Ekonomická fakulta, Vysoká škola báňská – Technická universita Ostrava.
- Tej J., 2007, *Sprava a manazment*. Presov.
www.BAV.pl
www.thebrandbubble.com/
- Žižka M., 2006, *Ekonomika a řízení podniku*. 1. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci.
- Žižka M., 2003, *Vybrané statě z operačního výzkumu*. 1. vyd. Liberec: TU v Liberci.
- Zmeskal Z., 2008, *The application of the American real flexible switch options methodology – a generalised approach*. Finance a úvr – Czech Journal of Economics and Finance, vol. 58, Issue: 5–6, pp. 261–275.
- Zmeškal Z., 2005, Value at Risk Methodology of International Index Portfolio Soft Condition. *International Review of Financial Analysis*, no 14.
- Zmeškal Z., 2002, *Company Financial Multiple Attribute Evaluation under Vagueness Conditions*. MOPGP, pp. 421–432, In. Multiple Objective and Goal Programming – Recent Developments, eds. T. Trzaskalik, J. Michnik, Springer-Verlag.

Streszczenie

Potencjalne problemy pomiaru wyników działalności firmy z wykorzystaniem EVA są zazwyczaj zdeterminowane stosowaną metodologią i wynikają z faktu, że zarówno Economic Value Added (Ekonomiczna Wartość Dodana), jak i zapisy rachunkowe są miarami okresowymi i nie zawierają informacji o przyszłej działalności przedsiębiorstwa. Jednocześnie, jeśli w okresie bieżącym została podjęta decyzja odnośnie do generowania wartości dodanej, wartość zostanie podwyższona w wynikach EVA, a sytuacja ta zostanie zidentyfikowana w okresie wygenerowania wartości. Konsekwentnie, już w bieżącym okresie, pozytywne efekty forsitu zostaną zaobserwowane w zmianie poziomu EVA. Ponadto, według rezultatów badań T. Słońskiego, w przeciwieństwie do klasycznego wyniku ekonomicznego, wskaźnik EVA nie wiąże kwoty zainwestowanego kapitału z przychodem z tego kapitału.

Selects Aspects of EVA Quantification

Summary

Potential problems with measuring company's results according to EVA are usually determined by accepted methodology and stem from the fact that both Economic Value Added and accountancy records are periodical measures and thus they do not contain information on a company future activity. At the same time, if in a current period a decision has been made to generate added value, the value will be target for the result of Economic Value Added and the issue will be identified in the period the value was generated. Consequently, already in a current period, the positive effect of forsitu will be seen in the change of Economic Value Added's level. Moreover, as T. Słoński acknowledges, unlike classical economic profit, the EVA quantificator does not connect the amount of invested capital with the yield from such capital.