

Dyskusyjne problemy ustalania i wykorzystania ekonomicznej wartości dodanej

Daniel Nowicki*

Streszczenie: *Cel* – Artykuł dotyczy rozważań na temat możliwości wykorzystania EVA jako narzędzia w ocenie dokonań przedsiębiorstwa oraz elementu motywowania i wynagradzania pracowników. Celem artykułu jest wskazanie rozbieżności pomiędzy zaletami przypisywanymi EVA a jej rzeczywistymi walorami.

Metodologia badania – W artykule wykorzystano metodę analizy zasobów literaturowych oraz metodę indukcji. *Wynik* – 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.

Oryginalność/wartość – Wskazano potencjalne konflikty pomiędzy EVA a rynkową wartością przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: wartość rynkowa przedsiębiorstwa, wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa, EVA

Wprowadzenie

Inwestorzy, w dobie globalizacji rynków finansowych, tworząc swoje portfele składające się z inwestycji na rynkach zlokalizowanych w różnych krajach, stają przed problemem: jakie informacje są potrzebne, żeby przy różnych poziomach ryzyka, koszcie kredytu lub standardach rachunkowości, można było efektywnie porównywać poszczególne inwestycje. Tradycyjne miary księgowość, dotychczas stosowane, mają wiele wad, które powodują, że miary te nie są w stanie spełnić stawianych przed nimi obecnie zadań. Do najważniejszych wad mierników księgowych można zaliczyć: brak uwzględnienia kosztu kapitału własnego oraz niską korelację z wartością przedsiębiorstwa.

W wyniku powszechnej krytyki pod adresem tradycyjnych mierników księgowych, na przestrzeni lat osiemdziesiątych 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. Do firm konsultingowych, które odniosły w tym zakresie największe sukcesy, należą: Stern Steward & Co z miernikiem EVA (ekonomiczna wartość dodana),

* mgr Daniel Nowicki, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych, e-mail: daniel.nowicki@edu.uekat.pl.

HOLT Value Associates z miernikiem CFROI (gotówkowy zwrot z inwestycji) oraz LEK/Alcar Consulting z miernikiem SVA (wartość dodana dla akcjonariuszy).

Każda z tych miar bazuje na przepływach gotówkowych oraz stopie dyskontowej odpowiadającej kosztowi kapitału. Najczęściej wykorzystywany jest miernik EVA (*Economic Value Added*). Swoją popularność najprawdopodobniej zawdzięcza prostocie i łatwości zrozumienia.

1. Ogólne założenia Ekonomicznej Wartości Dodanej

Pojęcie zysku ekonomicznego było znane od czasów Alfreda Marshalla, który w 1980 roku 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 Mertona Millera i Franco Modiglianiego (którzy zakładali, że wartość spółki i oczekiwana przez inwestorów stopę zwrotu określają: dochód ekonomiczny i poziom ryzyka) oraz Joela Sterna i Bennetta Stewarta (którzy są uznawani za prekursorów ekonomicznej wartości dodanej); Alfred Rappaport wprowadził miernik wartości dodanej dla akcjonariuszy (Szablewski, 2008). Ekonomiczną wartość dodaną (EVA – *Economic Value Added*) Stern i Steward 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 rezydualnego. Inni natomiast uważają, że EVA powstała przez doskonalenie zysku rezydualnego, aby do niego powrócić tylko pod zmienioną nazwą.

Dostosowania w stosunku do zysku rezydualnego dokonane przez Joela Sterna i Bennetta Stewarta polegały głównie na zmianach w obliczaniu NOPAT (zysku operacyjny po opodatkowaniu – *Net Operating Profit After Tax*) oraz kapitału zainwestowanego i miały na celu usunięcie księgowych niedoskonałości. Uważali, że dzięki tym dostosowaniom EVA jest lepszą miarą zysku rezydualnego, ograniczającą złą motywację zarządów do działań niezgodnych z interesem akcjonariuszy. Jako przykład można przytoczyć nakłady na marketing oraz badania i rozwój, które w koncepcji Sterna i Stewarta są przenoszone z kosztów do inwestycji, a następnie są amortyzowane (Dudycz, 2005).

Podstawowa różnica między zyskiem ekonomicznym a zyskiem księgowym wynika z faktu, że spółka jest naprawdę zyskowna nie w momencie, kiedy pokryje koszty produkcji, ale 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 jest stosowana przy tworzeniu systemów

wynagradzania i motywowania pracowników, w szczególności menedżerów wyższego i średniego szczebla, którzy w największym stopniu wpływają na osiągnięcia przedsiębiorstwa (Micherda, 2008). Zasadą jest powiązanie wynagrodzenia menedżerów z kreowaną wartością dla właścicieli przedsiębiorstwa, a ściślej – ze stopą zwrotu uzyskaną przez właścicieli zainwestowanego kapitału. System ekonomicznej wartości dodanej wiąże interesy akcjonariuszy i kierownictwa tak, aby były zbieżne. EVA jest miernikiem wyników, ale stanowi również podstawę bodźców stymulujących zachowanie zarządu (Ehrbar, 2000). Decyzje menedżerów w takiej sytuacji nie tylko zwiększają bogactwo akcjonariuszy, ale wpływają też na podniesienie poziomu i jakości życia obywateli (Szablewski, 2008).

Zarządzanie przez wartość to rozwiązanie dobrze znane i stosowane w krajach anglosaskich. Przeprowadzono w tym obszarze wiele badań, ze szczególnym uwzględnieniem badania poszczególnych mierników ekonomicznej wartości dodanej – EVA, będących odmianą zysku ekonomicznego opracowanego przez firmę Stern Steward & Co kompleksowej koncepcji zarządzania przez wartość – VBM.

Sporadyczne badania na ten temat w Polsce świadczą o tym, że istnieje tylko niewielka liczba przedsiębiorstw stosujących systemy zarządzania przez wartość (zaledwie w ograniczonym zakresie). Najczęściej w polskich spółkach są stosowane narzędzia VBM, takie jak: menedżerskie opcje zakupu akcji oraz programy motywowania lub wynagradzania (Cwynar, Dżuraka, 2010, s. 64). W polskich przedsiębiorstwach można dostrzec coraz większe zainteresowanie koncepcją zarządzania przez wartość. Wypada dodać, że coraz częściej to nie tylko retoryka, ale konkretne plany wdrożenia.

W Polsce szczególnie aktywne pod względem wdrażania systemów VBM są spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa. Spółki te zostały zobowiązane do corocznego raportowania ekonomicznej wartości dodanej – EVA. Badania pokazują, że w Polsce systemy zarządzania przez wartość – VBM – są stosowane w spółkach, których znaczącymi akcjonariuszami są podmioty zagraniczne (Cwynar, Dżuraka, 2010, s. 70).

2. Sposoby wyznaczania Ekonomicznej Wartości Dodanej

Wykreowaną w ciągu danego okresu wartość można zmierzyć, odejmując od zysku osiągniętego przez spółkę ROC (stopa zwrotu z kapitału spółki zainwestowanego w jej aktywa) zysk progowy COC (stopa kosztu kapitału spółki), czyli minimalny zysk wymagany przez inwestorów przy ryzyku towarzyszącym danej spółce, który jest kosztem zainwestowanego w spółkę kapitału. Przedstawiona różnica znana jest głównie jako zysk rezydualny, który szacuje się w następujący sposób (Cwynar, Cwynar, 2007, s. 31):

$$RI = (ROC - COC) \times C, \quad (1)$$

gdzie:

ROC – stopa zwrotu z kapitału spółki zainwestowanego w jej aktywa,

COC – stopa kosztu kapitału spółki,

C – kapitał spółki.

Najbardziej popularnym wariantem zysku rezydualnego jest ekonomiczna wartość dodana (EVA) firmy Stern Stewart & Co. W tej koncepcji ROC zastępujemy stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC – *Return on Invested Capital*), czyli relację zysku NOPAT do zainwestowanego kapitału (IC – *Invested Capital*). NOPAT to zysk operacyjny EBIT po opodatkowaniu, przed zapłatą odsetek. Ośłona podatkowa zapewniana przez odsetki jest uwzględniona w średnim ważonym koszcie kapitału WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), który odpowiada COC w zysku rezydualnym. WACC jest sumą kosztów kapitału obcego i własnego ważonych ich procentowym udziałem. Uwzględnia on koszt całego kapitału zainwestowanego w spółkę; zarówno obcego – oprocentowanego (który jest standardowo uwzględniany w sprawozdaniach), jak i własnego, nieuwzględnianego w ocenie rentowności przedsiębiorstw (Cwynar, Cwynar, 2007, s. 30–31).

WACC szacuje się w następujący sposób (Cwynar, Cwynar, 2007, s. 32):

$$\text{WACC} = C_E \times \frac{E}{E+D} + C_D \times \frac{D}{E+D} \times (1 - T) \quad (2)$$

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 – Total Shareholder Return) (Black, Wright, Bachman, 2000). Obejmuje, poza dywidendą, również 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):

$$C_E = R_F + R_P \quad (3)$$

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 z 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 (*Capital Assets Pricing Model*). W tym modelu zakłada się, że jedynym rodzajem ryzyka jest ryzyko 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):

$$C_E = R_F + \beta \times (R_M - R_F) \quad (3)$$

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 można 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 rosnąć 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. 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 już nawet 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. (Ehrbar, 2000, s. 135–136):

- koszty leasingu operacyjnego,
- wydatki na cele badawczo-rozwojowe,
- wycena zapasów,
- podatki odroczone.

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 strategię działania (Paździor, 2008, s. 115).

EVA może przyjmować różne wartości, w zależności od tego, jak określi się 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). Miernik EVA można przedstawić w następujący sposób (Cwynar, Cwynar, 2007, s. 32):

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (4)$$

lub

$$EVA = NOPAT - (IC \times WACC) \quad (5)$$

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. Dzięki temu może być podstawą wynagradzania 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 z przyszłych inwestycji.
3. Możliwość wpływu na koszt kapitału, który jest uzależniony od ryzyka. Podstawowym miernikiem ryzyka przedsiębiorstwa jest współczynnik β . Jest on ustalany na podstawie danych historycznych. Zarząd, podejmując bardziej ryzykowne działania, które zwiększą przepływy operacyjne, zwiększa 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 znalazła również teza o pobudzającym działaniu EVA do kreowania wartości dla akcjonariuszy. Wykorzystywanie EVA do oceny zarządu dodatkowo zniechęca ich 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 zapłatę za kapitał, oczekiwaną 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 5 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.

Jednak należy się zastanowić, kiedy tak naprawdę właściciele przedsiębiorstwa staną się bogatsi. Inwestor staje się bogatszy, jeśli uzyska zwrot z zainwestowanego kapitału wyższy niż przeciętny. 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).

Uwagi końcowe

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 ona 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. 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*. Kraków: Dom Wydawniczy ABC.
- Copeland, T., Coller, T., Murrin, J. (1997). *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firm*. Warszawa: WIG-Press.
- Cwynar, A., Cwynar, W. (2007). *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*. Warszawa–Rzeszów: Polska Akademia Rachunkowości.
- Cwynar, A., Dzuraka, P. (2010). *Systemy VBM i zysk ekonomiczny*. Warszawa: Poltext.
- Dudycz, T. (2005). *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Ehrbar, A. (2000). *Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: WIG-Press.
- Karmańska, A. (2009). *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*. Warszawa: Difin.
- Micherda, B. (2008). Rachunkowość wobec koncepcji Ekonomicznej Wartości Dodanej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 75, 5–19.
- Paździor, A. (2008). Zysk ekonomiczny a wartość rynkowa spółek giełdowych. W: T. Dudycz (red.), *Wartość jako kryterium efektywności*. Wrocław: Politechnika Wroclawska.
- Rappaport, A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menadżera i inwestora*. Warszawa: WIG-Press.
- Szablewski, A. (2008). Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – logika i prawidłowości. *e-Finanse*, 3.

CONTROVERSIAL PROBLEMS WITH DETERMINING AND USING ECONOMIC VALUE ADDED

Abstract: *Purpose* – Article refers to consideration about possibility of using EVA as an element of motivation, remuneration system and an assessment of the companys achievement. The aim of this article is to indicate discrepancies between advantages relegated to EVA, and its real quality.

Design/methodology/approach – Literature studies and inductive method.

Findings – 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.

Originality/value – The potential for conflicts between EVA and market value of the company has been identified.

Keywords: market value, economic value

Cytowanie

Nowicki, D. (2017). Dyskusyjne problemy ustalania i wykorzystania ekonomicznej wartości dodanej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (88/1), 345–352. DOI: 10.18276/frfu.2017.88/1-33.