

Andrzej Cwynar

p.o. Kierownika Katedry Finansów i Bankowości
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2008-0014>

Zysk rezydualny w różnych odmianach z punktu widzenia jego kontrolowalności

Zarządzanie skoncentrowane na wartości przedsiębiorstwa (VBM)

W warunkach konfliktu pełnomocnictwa kluczowe znaczenie dla powodzenia realizacji celów przedsiębiorstwa ma wybór mierników jego osiągnięć, które będą podstawą okresowej ewaluacji i premiowania menedżerów. W myśl zasady „dostajesz to, co mierzysz i za co płacisz”, menedżerowie zabiegają przede wszystkim o maksymalizację wysokości tych mierników, od których zależy ich własne wynagrodzenie. Wybranie takich, które odzwierciedlają sukces w realizacji interesów właścicieli, powinno doprowadzić do ich uzgodnienia z interesami menedżerów. Rozwijająca się od ok. połowy lat 80. XX w. koncepcja **zarządzania skoncentrowanego na wartości (VBM – value based management)** doprowadziła do rewizji myślenia na temat związku między miernikami okresowych wyników działalności firmy i jej celami. Spowodowała ona przede wszystkim przewartościowanie w samym zbiorze dostępnych mierników, wychodząc z założenia, że jeżeli ostatecznym celem działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja bogactwa jego właścicieli, to dominujące nawet w zachodnich systemach nadzoru korporacyjnego ocenianie i wynagradzanie menedżerów na podstawie wysokości zysku księgowego prowadzi do podejmowania decyzji, które nie są optymalne z punktu widzenia tego celu. Nietrudno to uzasadnić. Maksymalizując zwrot z zaangażowanego kapitału, udziałowcy biorą pod uwagę w swoich decyzjach inwestycyjnych zyski oczekiwane z wielu różnych inwestycji. Oceniając swój zarobek, uwzględniają w takim rachunku to, czego nie zarobili, odrzucając konkurencyjne sposoby ulokowania swojego kapitału. Tymczasem zysk księgowy nie uwzględnia zysków z alternatywnych inwestycji jako miary kosztu utraconych możliwości. W jego miejsce zaproponowano zatem uwzględniający ten koszt zysk rezydualny, mający skłaniać menedżerów do postępowania w pełnej zgodzie z interesami właścicieli przedsiębiorstwa. **Zysk rezydualny (RI – residual income)**, którego najbardziej znanym wariantem jest **ekonomiczna wartość dodana (EVA® – economic value added¹)**, ma w rzeczywistości dużo więcej odmian. Różni je tylko substancja, forma jest natomiast ta sama: od zwrotu z kapitału wyrażonego w jednostkach pieniężnych (inaczej – od pewnej miary księgowego lub gotówkowego zysku) odejmuje się koszt tego kapitału, również wyrażony w jednostkach pieniężnych (dalej będziemy go nazywać **opłatą za kapitał – capital charge**).

Rys. 1. Uniwersalna formuła zysku rezydualnego.

$$\boxed{\text{RI}} = \boxed{\begin{array}{c} \text{ZWROT} \\ \text{Z} \\ \text{KAPITAŁU} \\ \text{W J. P.} \end{array}} - \boxed{\begin{array}{c} \text{KOSZT} \\ \text{KAPITAŁU} \\ \text{W J. P.} \end{array}}$$

Źródło: Opracowanie własne.

Substancja jest różna, ponieważ zarówno zwrot z kapitału, jak i opłata za kapitał mogą być dowolnie zdefiniowane (szacowane na różne sposoby). Istotne znaczenie ma tu m.in. uwzględnianie lub nie oczekiwań co do przyszłych wyników działalności przedsiębiorstwa w wysokości zysku

¹ EVA jest zastrzeżonym znakiem handlowym firmy Stern Stewart & Co.

rezydualnego na skutek stosowania określonych konwencji obliczania jego składników. To z kolei decyduje o tzw. **kontrolowalności** (*controllability*) zysku rezydualnego, rozumianej jako posiadanie przez osoby oceniane i wynagradzane na podstawie jego wysokości bezpośredniego wpływu na nie. O ile sporo miejsca poświęcono dotychczas w literaturze zagadnieniu zgodności zysku rezydualnego z ostatecznym celem działania przedsiębiorstwa (maksymalizacją bogactwa jego właścicieli), zwłaszcza w kontekście porównań z zyskiem księgowym, o tyle w znikomym stopniu dyskusji poddano problematykę jego kontrolowalności, a tym bardziej jego różnych odmian. Na tę dysproporcję cechującą debatę poświęconą zyskowi rezydualnemu uwagę zwracają w cyklu swoich artykułów m.in. F. Larmande i J.P. Ponssard², którzy należą do grona nielicznych autorów, próbujących wypełnić wspomnianą lukę w dzisiejszej wiedzy na temat tego interesującego miernika. Tę samą rolę ma spełnić niniejszy artykuł, w którym ocenie poddano kontrolowalność 10 znanych z literatury wersji zysku rezydualnego.

Zysk rezydualny w wydaniu tradycyjnym i współczesnym

Pierwszą przyczyną różnic pomiędzy znanymi wersjami zysku rezydualnego jest pojemność terminu „kapitał (zainwestowany)”, a co za tym idzie również pojemność terminu „zwrot z (zainwestowanego) kapitału”³. W **zysku rezydualnym w tradycyjnym wydaniu** są to odpowiednio kapitał własny i zysk netto (zysk po odjęciu odsetek i po opodatkowaniu)⁴. Opłata za kapitał jest obliczana jako iloczyn kapitału własnego i wyznaczonej w jakiś sposób stopy jego oprocentowania. Koszt długu jest odejmowany w rachunku zysku netto (uwzględniany w zwrocie z kapitału) w postaci przypadających do zapłaty na okres pomiaru odsetek. Natomiast w **zysku rezydualnym we współczesnym** wydaniu, spopularyzowanym zwłaszcza w latach 90. XX w., definicje kapitału i zwrotu z niego są szersze i obejmują nie tylko kapitał pochodzący od właścicieli i zwrot dla nich, ale także kapitał pochodzący od oczekujących pewnego zarobku wierzycieli i ich wynagrodzenie za ten kapitał. Tu miarą zainwestowanego kapitału jest suma kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego, natomiast miarą zwrotu z niego jest zysk przed odjęciem odsetek, ale po opodatkowaniu (najczęściej nazywany **zyskiem operacyjnym netto po opodatkowaniu** – *net operating profit after tax*, **NOPAT**). Wyrażony w jednostkach pieniężnych koszt kapitału obcego nie jest tu odejmowany w rachunku zwrotu z kapitału tak, jak w tradycyjnej odmianie, lecz jako składnik opłaty za kapitał, przy czym najczęściej nie jest on w niej wyodrębniany, ponieważ tę oblicza się jako iloczyn stopy **średniego ważonego kosztu kapitału** (**WACC** – *weighted average cost of capital*) oraz sumy kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego. Przykładem zysku rezydualnego w tradycyjnym wydaniu jest zysk ekonomiczny (**EP** – *economic profit*) lansowany przez firmę Marakon⁵. Przykładów zysku rezydualnego we współczesnej formule jest znacznie więcej: są to np. zysk ekonomiczny lansowany przez firmę McKinsey⁶ oraz wspomniana na wstępie EVA.

² F. Larmande, J.P. Ponssard, *EVA and the Controllability-Congruence Trade-Off: An Empirical Investigation*, CESifo working paper, nr 1257, opublikowany także na www.ssrn.com; *idem*, *EVA® Compensation Schemes and Controllability Issues. An Empirical Investigation*, www.ssrn.com.

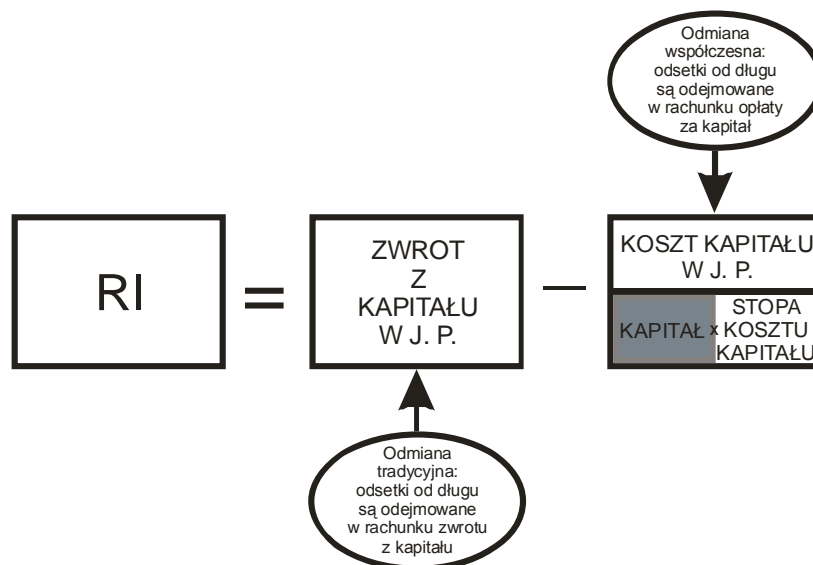
³ Chodzi o kapitał, który pracował na zysk przedsiębiorstwa, czyli kapitał zainwestowany w jego aktywa.

⁴ Takiego rozróżnienia (zysk rezydualny w tradycyjnym wydaniu i zysk rezydualny we współczesnym wydaniu) dokonuje np. B.J. Madden, *CFROI. Cash Flow Return on Investment Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm*, Butterworth-Heinemann, Oxford-Burlington 1999.

⁵ J.M. McTaggart, P.W. Kontes, M.C. Mankins, *The Value Imperative. Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, Nowy Jork 1994.

⁶ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 1994 oraz T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2005.

Rys. 2. Zysk rezydualny w tradycyjnym i we współczesnym wydaniu.



Źródło: Opracowanie własne.

Wybór jednej z dwóch przedstawionych konwencji obliczania zysku rezydualnego (tradycyjna i współczesna) ma pewne znaczenie praktyczne. Menedżerskie decyzje mające wpływ na jego wysokość często dzieli się na trzy rodzaje: operacyjne, inwestycyjne i finansowe. Formuła zysku rezydualnego także najczęściej składa się z trzech elementów: kapitału, zwrotu z kapitału i oprocentowania kapitału (stopy jego kosztu)⁷. Jeśli decyzje danego rodzaju (jednego z trzech wymienionych) mają wpływ tylko na jeden składnik rachunku zysku rezydualnego, wówczas zarządzanie czynnikami warunkującymi jego wysokości wydaje się być łatwiejsze i efektywniejsze. To przekonanie leży u podstaw uwspółcześnienia zysku rezydualnego – przejścia od wyłącznie kapitału własnego i zwrotu z niego do sumy kapitału własnego i oprocentowanego obcego oraz zwrotu dla wszystkich inwestorów. W zysku rezydualnym we współczesnym wydaniu każdy z trzech składników formuły zależy od innego rodzaju decyzji. Wysokość zwrotu z kapitału – od operacyjnych, wielkość kapitału – od inwestycyjnych, poziom stopy kosztu kapitału – od finansowych. Szczególnie ważne jest oddzielenie sfery operacyjnej od sfery finansowej (finansowania): choć struktura kapitału (mieszanka finansująca aktywa przedsiębiorstwa) ma znaczenie z punktu widzenia wysokości zysku rezydualnego⁸, to tak długo, jak nie zmienia się suma kapitału, nie ma ona żadnego wpływu na zwrot z kapitału i sam zainwestowany kapitał (jego wysokość), choć ma wpływ na stopę jego kosztu i tylko w niej znajdzie odzwierciedlenie decyzja o zmianie struktury kapitału. W zysku rezydualnym w tradycyjnym wydaniu jest inaczej. Ponieważ zwrot z kapitału (zysk netto) jest zyskiem po odjęciu odsetek, to zmiana struktury kapitału (zmniejszenie lub zwiększenie udziału długu, od którego płaci się odsetki) będzie mieć wpływ na jego wysokość. Tak naprawdę decyzja jednego rodzaju (tu: finansowa) będzie mieć wpływ na wszystkie trzy składniki rachunku zysku rezydualnego: nie tylko zwrot z kapitału, ale także sam kapitał (zmieni się bowiem ilość kapitału własnego) oraz stopę jego kosztu (zmiana udziału oprocentowanego długu wpłynie – poprzez zmianę finansowego ryzyka ponoszonego przez właścicieli – na stopę kosztu kapitału własnego).

⁷ Różnice mogą dotyczyć ulokowania w rachunku amortyzacji. W niektórych wersjach RI jest ona odejmowana w zwrocie z kapitału (wtedy rzeczywiście mamy do czynienia z trzema składnikami rachunku RI), natomiast w innych dopiero w opłacie za kapitał po połączeniu jej z odsetkami od kapitału w jedną zmienną (wówczas w formule RI można wyodrębnić albo dwa, albo cztery składniki). Różnice te zostały omówione w dalszej części artykułu.

⁸ Co wynika choćby z teorii optymalnej struktury kapitału F. Modiglianiego i M. Millera.

Dwu i trzyskładnikowe odmiany zysku rezydualnego

Nieco mniej istotna różnica pomiędzy znanymi dziś wersjami zysku rezydualnego dotyczy miejsca ulokowania w jego rachunku amortyzacji. W niektórych odmianach amortyzacja jest odejmowana w rachunku zwrotu z kapitału, podczas gdy w innych łączy się ją z kosztem kapitału wyrażonym w jednostkach pieniężnych i odejmuje się otrzymaną w ten sposób sumę od zwrotu z kapitału niepominięzonego o amortyzację. Pierwsza konwencja jest charakterystyczna dla większości wariantów zysku rezydualnego, w tym m.in. dla EVA we wczesnych publikacjach oraz dla **gotówkowej wartości dodanej (CVA – cash value added)** z **CFROI® (cash flow return on investment)** jako miarą stopy zwrotu z kapitału⁹. Druga jest znakiem rozpoznawczym innej gotówkowej wartości dodanej, którą dla odróżnienia oznaczymy tu **CVA®**, promowanej przez firmę Anelda AB¹⁰ oraz **osiągniętego dochodu ekonomicznego (EEI – earned economic income)** J. Grinyera¹¹. Jest ona stosowana również w późniejszych publikacjach poświęconych EVA¹². Typowy dla drugiej konwencji zysk przed odjęciem amortyzacji (we współczesnym wydaniu także przed odjęciem odsetek), ale po odjęciu podatku jest nazywany bardzo różnie, np. **GOPAT (gross operating profit after tax – zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu)**¹³, **COPAT (cash operating profit after tax – gotówkowy zysk operacyjny po opodatkowaniu)**¹⁴, **UNOPAT (unlevered net operating profit after tax – nielewarowany zysk operacyjny netto po opodatkowaniu)**¹⁵. Podobnie jest z sumą opłaty za kapitał i amortyzacji. B. Stewart w koncepcji EVA nazywa ją – posługując się terminem ukutym przez Garnter Group – całkowitym kosztem posiadania aktywów, w które zainwestowany został kapitał (w dosłownym tłumaczeniu – całkowity koszt własności, **TCO – total cost of ownership**)¹⁶. F. Weissenrieder używa z kolei nazwy „wymaganie finansowe” (*financial requirement*)¹⁷, natomiast J. Grinyer posługuje się po prostu pojęciem „koszt inwestycji” (*investment charge*). Sformułowanie „całkowity koszt własności” jest dość trafne: na sfinansowanie aktywów trzeba pozyskać kapitał a suma finansowych obciążeń, jakie nakłada na przedsiębiorstwo wyposażenie go przez inwestorów w ten kapitał, składa się z amortyzacji (zwrotu kapitału) oraz wynagrodzenia (opłaty) za niego (zwrotu na kapitale). Nie sposób w tym miejscu nie dodać, że w tych wersjach zysku rezydualnego, w których łączy się amortyzację z opłatą za kapitał w jedną zmienną, wykorzystuje się jednocześnie (rekomenduje do wykorzystania) tzw. **annuitetową (rentową) metodę amortyzacji**. Zakłada ona, że harmonogram amortyzacji aktywów ustala się w ten sam sposób, co harmonogram spłaty kredytu w równych ratach kapitałowo-odsetkowych. Uzasadnieniem łączenia amortyzacji z opłatą za kapitał w jedną zmienną jest więc przede wszystkim potrzeba podporządkowania rachunku zysku rezydualnego (a ściślej – metody amortyzacji w tym rachunku) analogii kredytowej: powstała w wyniku tego połączenia zmienna jest odpowiednikiem stałej raty kapitałowo-odsetkowej, przy czym amortyzacja jest jej częścią kapitałową, natomiast opłata za kapitał – odsetkową. Taka modyfikacja ma natomiast na celu zwiększenie stopnia zgodności zysku rezydualnego z ostatecznym celem działania przedsiębiorstwa, co wykracza poza problematykę tego artykułu.

⁹ CFROI jest zastrzeżonym znakiem handlowym firmy Credit Suisse i spółek z nią związanych (za wyjątkiem Wielkiej Brytanii). Koncepcja ta została przedstawiona przede wszystkim w B.J. Madden, *op.cit.*

¹⁰ CVA® jest zastrzeżonym znakiem handlowym firmy Anelda AB. Koncepcja ta została zaprezentowana m.in. w F. Weissenrieder, *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?*, www.ssrn.com.

¹¹ J.R. Grinyer, *Earned Economic Income – A Theory for Matching*, „Abacus” 1985, vol. 21, nr 2.

¹² Np. G.B. Stewart, III, *Accounting is Broken. Here's How to Fix It. A Radical Manifesto*, „EVALuation” 2002, vol. 5, nr 1.

¹³ J.A. Knight, *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1998.

¹⁴ G.B. Stewart, III, *Accounting is Broken*, *op.cit.*

¹⁵ J.L. Grant, *Foundations of Economic Value Added (Second Edition)*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2003.

¹⁶ G.B. Stewart, III, *Accounting is Broken*, *op.cit.*

¹⁷ J.R. Grinyer, *op.cit.*

Konsultingowe wersje zysku rezydualnego: podobieństwa i różnice

Gdyby przyjąć, że ceny są stabilne (brak inflacji i deflacji), a dalej założyć, że różnice pomiędzy rachunkowością memoriałową i kasową sprowadzają się wyłącznie do sposobu traktowania wydatków inwestycyjnych (odpowiednio – stopniowe rozliczanie w czasie poprzez amortyzację zgodnie z zasadą współmierności oraz jednorazowe, natychmiastowe zamortyzowanie w okresie poniesienia wydatku) i dodać do tego supozycję, zgodnie z którą koszt kapitału oblicza się metodą WACC z modelem CAPM (*capital asset pricing model*) służącym do szacowania oprocentowania kapitału własnego, wówczas różnice pomiędzy popularnymi, konsultingowymi wariantami zysku rezydualnego, wypromowanymi w latach 90. XX w. – EVA, CVA z CFROI i CVA® – byłyby w istocie nieduże. W każdej z nich od zwrotu z kapitału przed odjęciem odsetek, ale po opodatkowaniu, odejmuje się sumę opłaty za kapitał i amortyzacji szacowanej wspomnianą metodą rentową (w CFROI jest to jej odmiana nazywana metodą tworzenia funduszu amortyzacyjnego, SFD – *sinking fund depreciation*). Pomijamy tu oczywiście katalogi korekt sformułowanych przede wszystkim przez twórców EVA, ale rekomendowanych też przez twórców CFROI (CVA® nie przewiduje korekt), skutkujących niekiedy przejściem z rachunkowości kasowej na pewien rodzaj rachunkowości memoriałowej (np. zalecane traktowanie wydatków na prace badawcze i prace rozwojowe). Gdyby jednak uchylić wyspecyfikowane wcześniej założenia, wówczas okazałoby się, że różnice pomiędzy nimi są dużo większe i mają swe źródło nie tylko w rozbieżnościach pomiędzy produktami rachunkowości memoriałowej i kasowej (CVA® jest jedyną czysto gotówkową wersją zysku rezydualnego, pozostałe dwie bazują na rachunku zysków i strat oraz bilansie po dokonaniu na nich stosowanych korekt), ale także w sposobie szacowania kosztu kapitału (w CFROI kwestionuje się model CAPM, rekomendując zupełnie inną metodę obliczania oprocentowania kapitału własnego).

Stopień uwzględniania oczekiwań co do przyszłych wyników działalności

Co szczególnie ważne, wszystkie trzy wymienione w poprzednim akapicie koncepcje zysku rezydualnego reprezentują tę samą klasę, ponieważ bazują na **rachunkowości według kosztów historycznych (HCA – historical cost accounting)** i w związku z tym w ogóle nie uwzględniają oczekiwań co do przyszłych wyników działalności. Trzecia, najważniejsza różnica pomiędzy opracowanymi dotąd wariantami zysku rezydualnego dotyczy właśnie stopnia, w jakim uwzględniają one oczekiwania co do przyszłych wyników działalności. Stopień ten jest natomiast skutkiem sposobu wyceniania kapitału, a w konsekwencji także jego konsumpcji (amortyzacja) oraz zwrotu z niego (ponieważ, jak wspomniano wcześniej w większości wersji zysku rezydualnego amortyzacja, jest odejmowana właśnie w rachunku zwrotu z kapitału). Rozpatrując zaprezentowane dotychczas w literaturze odmiany zysku rezydualnego, należy wyróżnić zasadniczo dwie wykorzystywane w nich konwencje wyceniania kapitału, jego konsumpcji i zwrotu z niego: wspomnianą już rachunkowość według kosztów historycznych (HCA) oraz **rachunkowość według dzisiejszych wartości przyszłych strumieni pieniężnych (DCF – discounted cash flow)**. W pierwszej kapitał wykazuje się w wielkości faktycznie wniesionej pierwotnie do przedsiębiorstwa i pomniejszonej o dokonaną dotychczas amortyzację obliczaną metodą księgową (najczęściej liniową lub degresywną – np. sumy rocznych cyfr) z wspomnianą wielkością kapitału jako punktem wyjścia. W rozpatrywanych tu konsultingowych wariantach zysku rezydualnego (EVA, CVA z CFROI oraz CVA®) amortyzacja księgowa (liniowa lub degresywna) jest zastępowana amortyzacją rentową (progresywną). Tak szacowana amortyzacja pomniejsza też zwrot z kapitału. Wielkość kapitału nie zależy tu w żaden sposób od perspektyw przedsiębiorstwa (jego potencjału zarobkowego w przyszłości) i ma typowo historyczny charakter. W drugiej kapitał wycenia się tak, jak w metodzie DCF: poprzez zdyskontowanie i zsumowanie okresowych przepływów pieniężnych, które zgodnie z oczekiwaniami przyniosą aktywa wiążące ten kapitał. Otrzymana w ten sposób wartość nazywana jest **wartością ekonomiczną (economic value)** w odróżnieniu od **wartości księgowej (book value)** oraz **skorygowanej wartości księgowej (adjusted book value)** charakterystycznej dla trzech wspomnianych konsultingowych wersji RI. Amortyzacja jest tu równa zmianie obliczonej w ten sposób wartości kapitału w ciągu okresu pomiaru i może być ujemna (tzn. nawet bez nowych inwestycji wartość kapitału na końcu

okresu może być wyższa od jego wartości na początku tego okresu). Jeśli oszacowana w ten sposób amortyzacja jest odejmowana w rachunku zwrotu z kapitału, wówczas otrzymuje się tzw. **dochód ekonomiczny** (*economic income*). Pojęcie to wywodzi się jeszcze z prac I. Fishera i J. Hicksa z początku XX w.¹⁸. Jeśli jakiś składnik zysku rezydualnego oblicza się z wykorzystaniem metody DCF, wówczas uwzględnia on oczekiwania co do przyszłych wyników działalności: jego wysokość zależy po prostu od prognoz dotyczących niepewnego jutra.

Ponieważ zysk rezydualny składa się z trzech elementów – zwrotu z kapitału, kapitału i stopy jego kosztu – to oczekiwania co do przyszłych wyników działalności mogą być uwzględniane we wszystkich trzech, w dwóch, tylko w jednym lub mogą nie być wcale uwzględniane. Zależy to od tego, ile składników wycenia się na bazie HCA a ile na bazie DCF. Dla uproszczenia przyjmiemy tu, że we wszystkich znanych odmianach zysku rezydualnego stopę kosztu kapitału oblicza się tak samo. Wówczas różnice pomiędzy nimi sprowadzą się do sposobu wyceny dwóch składników: zwrotu z kapitału (poprzez amortyzację) i samego kapitału.

Do grupy wariantów w ogóle nieuwzględniających oczekiwania (bazujących wyłącznie na HCA) należy najprostszy i historycznie najstarszy zysk rezydualny z konwencjonalną amortyzacją księgową (np. liniową), nieprzewidujący żadnych korekt (oznaczymy go tu RI^{BV}). Zaliczyć tu należy także wymienione wcześniej wersje wykorzystujące rentową metodę amortyzacji (EVA, CVA z CFROI oraz CVA®), a także najprostszy wariant CVA bazujący na wartościach brutto aktywów wzmiankowany przez S.D. Younga i S.F. O’Byrne’a¹⁹ oraz J.A. Knighta²⁰. Druga grupa – tzn. te warianty, które uwzględniają oczekiwania – musi zostać podzielona na dwie mniejsze:

- warianty uwzględniające oczekiwania tylko w jednym składniku (zwrocie z kapitału lub w kapitale),
- warianty uwzględniające oczekiwania w obu składnikach (w zwrocie z kapitału i w kapitale).

Wariantem zysku rezydualnego, uwzględniającym oczekiwania tylko w jednym składniku jego rachunku, jest **udoskonalona ekonomiczna wartość dodana (REVA – refined economic value added)**²¹. Tu oczekiwania znajdują odzwierciedlenie w wysokości kapitału (jego miarą jest rynkowa wartość przedsiębiorstwa), nie mają natomiast wpływu na zwrot z kapitału (jest nim zysk operacyjny po opodatkowaniu). Znacznie mniej znaną odmianą zysku rezydualnego uwzględniającą oczekiwania tylko w jednym składniku rachunku jest też **dochód ekonomiczny netto (NEI – net economic income)**²². W tym przypadku uwzględnia się je jednak – w odróżnieniu od REVA – w zwrocie z kapitału za pośrednictwem amortyzacji równej zmianie rynkowej wartości zainwestowanego kapitału w okresie pomiaru. Oczekiwania nie mają tu natomiast wpływu na zainwestowany kapitał, który jest zdefiniowany tak samo, jak tzw. **nieodzyskany kapitał (UC – unrecovered capital)** w koncepcji EVC (*excess value created*) J. O’Hanlona i K. Peasnella²³ (definicja ta nawiązuje do wcześniejszych prac R. Anthony’ego²⁴). Jeszcze inaczej – choć też tylko w jednym składniku rachunku – oczekiwania są uwzględniane we wspomnianej wcześniej koncepcji osiągniętego dochodu ekonomicznego (EEI). Tutaj decydują one o wysokości tzw. współczynnika podziałowego, który pełni rolę swoistego klucza alokacji NPV na poszczególne lata.

Oczekiwania co do przyszłych wyników działalności są uwzględniane w obu składnikach rachunku zysku rezydualnego – zwrocie z kapitału i w samym kapitale – w przypadku **rezydualnego dochodu ekonomicznego (REI – residual economic income)**²⁵ oraz **wartości dodanej dla akcjo-**

¹⁸ I. Fisher, *Nature of Capital and Income*, Macmillan, Londyn 1906; J.R. Hicks, *Value and Capital*, Clarendon Press, Oxford 1946.

¹⁹ S.D. Young, S.F. O’Byrne, *EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, Nowy Jork 2001.

²⁰ J.A. Knight, *op.cit.*

²¹ J.M. Bacidore, J.A. Boquist, T.T. Milbourn, A.V. Thakor, *The Search for the Best Financial Performance Measure*, „Financial Analysts Journal” 1997, vol. 53, nr 3.

²² J. Drukarczyk, A. Schueler, *Approaches to Value-based Performance Measurement*, [w:] *Value-based Management: Context and Application*, red. G. Arnold, M. Davies, John Wiley & Sons, Baffins Lane 2000.

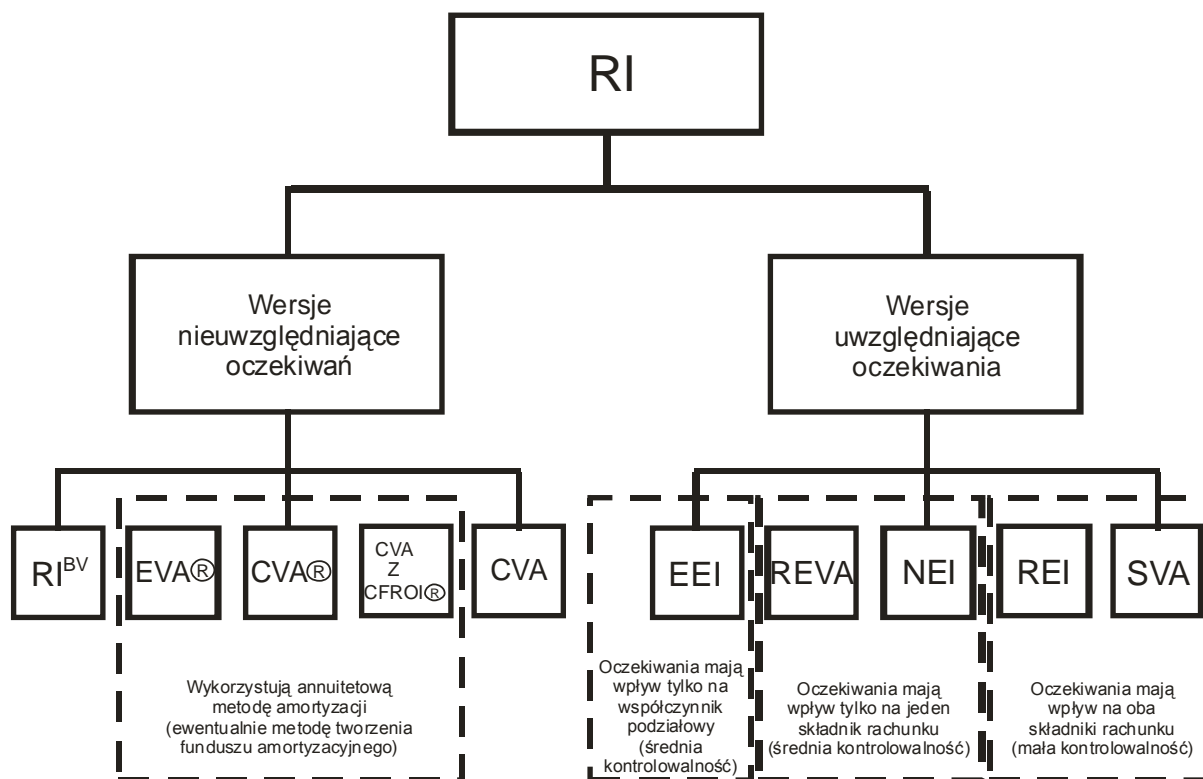
²³ J. O’Hanlon, K. Peasnell, *Residual Income and Value-Creation: The Missing Link*, www.ssrn.com.

²⁴ R.N. Anthony, *Equity Interest – Its Time Has Come*, „Journal of Accountancy” 1982, vol. 154, nr 6.

²⁵ Takiej nazwy używają A. Bausch, B.E. Weissenberger, M. Blome, *Is Market Value-Based Residual Income a Superior Performance Measure Compared to Book Value-Based Residual Income?*, www.wiwi.uni-giessen.de/dl/showfile/Entrepreneurship/4162. Tę wersję zysku rezydualnego omawiało wielu autorów znacznie wcześniej, nie używając jednak

nariuszy (SVA – *shareholder value added*)²⁶, choć w każdym z tych dwu wariantów ekonomiczną wartość kapitału oblicza się nieco inaczej.

Rys. 3. Stopień uwzględniania oczekiwań w różnych odmianach zysku rezydualnego.



Źródło: Opracowanie własne.

Gdyby chcieć skomentować różnice w stopniu uwzględniania oczekiwań co do przyszłych wyników działalności występujące pomiędzy znanymi dziś wariantami zysku rezydualnego w kontekście stosowania ich w praktyce, to należałoby zacząć od wymagań stawianych miernikom okresowych osiągnięć w ogóle. Zważywszy na to, że kluczową rolę zysku rezydualnego wydaje się być motywowanie do podejmowania decyzji zgodnych z postulatem maksymalizowania bogactwa właścicieli przedsiębiorstwa i wynagradzanie za ich rezultaty (funkcja motywacyjno-ewaluacyjna) – a więc rola związana z wprężeniem tego miernika w plan premiowania – powinien on spełniać dwa wstępne kryteria. Po pierwsze, powinien być zgodny z ostatecznym celem działania przedsiębiorstwa (czyli z postulatem maksymalizowania bogactwa jego właścicieli). Po drugie, powinien być kontrolowalny, co oznacza, że oceniani i wynagradzani na podstawie jego wysokości menedżerowie powinni mieć jak największy (optymalnie – pełny) wpływ na te wysokości. Pomijamy tu kwestię **zgodności** (*congruity*), choć wymienione do tej pory odmiany zysku rezydualnego spełniają to kryterium w różnym stopniu, skoncentrujemy się natomiast na zagadnieniu **kontrolowalności** (*controllability*), ponieważ to z nim wiąże się kwestia uwzględniania bądź nie – oczekiwań co do przyszłych wyników działalności w rachunku zysku rezydualnego.

terminu REI (np. C.R. Emmanuel, D.T. Otley, *The Usefulness of Residual Income*, „Journal of Business Finance & Accounting” 1976, vol. 3, nr 4). REI może występować w dwóch wersjach: ze stopą kosztu kapitału lub z IRR w roli stopy dyskonta.

²⁶ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, Free Press, Nowy Jork 1998.

Wnioski, konkluzje i rekomendacje

Ogólnie rzecz biorąc pomiędzy zgodnością a kontrolowalnością występuje zależność o charakterze wymienności (wzrost jednego pociąga za sobą spadek drugiego), choć są tu wyjątki. Ponadto kontrolowalność jest tym mniejsza, w im większym stopniu uwzględniane są oczekiwania co do przyszłych wyników działalności, ważne jest przy tym, czyje są to oczekiwania. Jeśli chodzi o to ostatnie, to możliwe są co najmniej dwa przypadki: oczekiwania rynku (wyrażone w wartości rynkowej) lub oczekiwania kierownictwa (wyrażone w wycenie sporządzonej na podstawie jego prognoz). Zysk rezydualny wydaje się być mniej kontrolowalny wtedy, gdy uwzględnione w nim oczekiwania pochodzą z rynku. Dla wartości rynkowych charakterystyczne jest to, że odzwierciedlona w nich przewidywana siła zarobkowa przedsiębiorstwa w przyszłości ma swe źródło nie tylko w menedżerskiej sprawności, ale także w uwarunkowaniach branżowych i ogólnogospodarczych. Sądzi się, że czynniki niezwiązane z decyzjami menedżerskimi mogą tłumaczyć nawet ponad połowę zmian rynkowych wartości spółek. Ponadto rynek bywa zawodny, jeśli chodzi o wycenę spółek, przewartościowując je lub niedoszacowując. Zastąpienie wartości rynkowych wartościami szacowanymi na podstawie prognoz zarządów znosi część problemów braku kontrolowalności, jednak w ich miejsce mogą pojawić się inne, polegające na obniżeniu wiarygodności miernika. Co więcej, w jednym i w drugim przypadku (uwzględniania oczekiwań rynku i oczekiwań kierownictwa spółki menedżerów ocenia się w jakimś stopniu za spodziewane, a nie za osiągnięte wyniki działalności).

Stopień uwzględniania oczekiwań co do wyników działalności przedsiębiorstwa w przyszłości w formule zysku rezydualnego i jego wpływ na kontrolowalność tego miernika ma różne znaczenie w przypadku różnych grup menedżerów. Najmniejsza dokuczliwość z tej strony ma miejsce w przypadku kierownictwa najwyższego szczebla, to ono ma bowiem bezpośredni wpływ nie tylko na wartości księgowe, od których zależą zyski rezydualne nieuwzględniające oczekiwań, ale także na wartości rynkowe (ekonomiczne), od których zależą zyski rezydualne, uwzględniające oczekiwania. O tym, że ubytek na kontrolowalności w wyniku wynagradzania na podstawie wskazań miernika uwzględniającego oczekiwań co do przyszłych wyników działalności jest relatywnie niewielki i możliwy do zaakceptowania w przypadku *top managementu*, może świadczyć ponad półwieczna historia stosowania na dużą skalę programów motywacyjnych opcji menedżerskich, w których nagroda zarządu zależy właśnie od zmian rynkowej wartości spółki, a ta – jak wiadomo – w pierwszym rzędzie zależy od oczekiwań. W przypadku menedżerów niższych szczebli, np. szefów spółek zależnych, tzw. jednostek biznesowych, dywizji, centrów zysku itp., kontrolowalność zysku rezydualnego w formule uwzględniającej oczekiwań co do przyszłych wyników działalności będzie jednak nieporównanie mniejsza. Tu wskazane byłoby sięgnięcie raczej po którąś z wersji RI nieuwzględniających oczekiwań.

Literatura

- Anthony R.N., *Equity Interest – Its Time Has Come*, „Journal of Accountancy” 1982, vol. 154, nr 6.
- Bacidore J.M., Boquist J.A., Milbourn T.T., Thakor A.V., *The Search for the Best Financial Performance Measure*, „Financial Analysts Journal” 1997, vol. 53, nr 3.
- Bausch A., Weissenberger B.E., Blome M., *Is Market Value-Based Residual Income a Superior Performance Measure Compared to Book Value-Based Residual Income?*, www.wiwi.uni-giessen.de/dl/showfile/Entrepreneurship/4162.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 1994.
- Drukarczyk J., Schueler A., *Approaches to Value-based Performance Measurement*, [w:], *Value-based Management: Context and Application*, red. G. Arnold, M. Davies, John Wiley & Sons, Baffins Lane 2000.
- Emmanuel C.R., Otley D.T., *The Usefulness of Residual Income*, „Journal of Business Finance & Accounting” 1976, vol. 3, nr 4.
- Fisher I., *Nature of Capital and Income*, Macmillan, Londyn 1906.
- Grinyer J.R., *Earned Economic Income – A Theory for Matching*, “Abacus” 1985, vol. 21, nr 2.

- Hicks J.R., *Value and Capital*, Clarendon Press, Oxford 1946.
- Knight J.A., *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1998.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2005.
- Larmande F., Ponssard J.P., *EVA and the Controllability-Congruence Trade-Off: An Empirical Investigation*, CESifo working paper, nr 1257, opublikowany także na www.ssrn.com.
- Larmande F., Ponssard J.P., *EVA® Compensation Schemes and Controllability Issues. An Empirical Investigation*, www.ssrn.com.
- Madden B.J., *CFROI. Cash Flow Return on Investment Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm*, Butterworth_Heinemann, Oxford-Burlington 1999.
- McTaggart J.M., Kontes P.W., Mankins M.C., *The Value Imperative. Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, Nowy Jork 1994.
- O'Hanlon J., Peasnell K., *Residual Income and Value-Creation: The Missing Link*, www.ssrn.com.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, Free Press, Nowy Jork 1998.
- Stewart G.B., III, *Accounting is Broken. Here's How to Fix It. A Radical Manifesto*, „EVALuation” 2002, vol. 5, nr 1.
- Weissenrieder F., *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?*, www.ssrn.com.
- Young S.D., O'Byrne S.F., *EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, Nowy Jork 2001.