

Mgr Dariusz Siudak

Zakład Ekonomiki i Zarządzania Przedsiębiorstwem
Instytut Organizacji Systemów Produkcyjnych
Politechnika Warszawska
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2007-0004>

Wskaźniki zarządzania przez wartość banku komercyjnego Aspekty teoretyczno-metodyczne

Wprowadzenie

Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy powinna być partykularnym celem strategicznym, nadrzędnym w stosunku do innych celów działalności przedsiębiorstw. Wartość przedsiębiorstwa wyznacza kierunki efektywnej alokacji finansowych zasobów inwestorów. Spółka nierealizująca nadrzędnego celu, jakim jest maksymalizowanie wartości, skazana jest na jej odpływ w długim okresie czasu, doprowadzając w efekcie do powstania tzw. *luki wartości*. To na podstawie kategorii wartości oraz możliwości jej kreowania powinny zostać oparte wszelkie decyzje strategiczne i operacyjne ścisłego kierownictwa przedsiębiorstwa, podejmowane w celu pomnażania zamożności właścicieli.

W tradycyjnym ujęciu oceny działalności firmy posługiwano się krótkoterminowymi – statycznymi – wskaźnikami, takimi jak zysk na jedną akcję (*earning per share* – EPS), rentowność kapitałów własnych (*return on equity* – ROE), rentowność majątku (*return on assets* – ROA) czy miernik cena przez zysk (P/E). Świadomość słabości tych wskaźników dała początek poszukiwaniom skutecznego, kompleksowego i wszechstronnego miernika oceny działalności przedsiębiorstw w długim okresie czasu. Kategorią spełniającą powyższy postulat jest bez wątpienia wartość, która stała się długookresowym instrumentem oceny przedsiębiorstw nastawionych w swej działalności na zysk. Dowód wyższości mierników opartych na kreowaniu wartości nad tradycyjnymi wskaźnikami typu EPS czy P/E, ze względu na ich stopień skorelowania z kursami akcji, został poparty wieloma analizami empirycznymi.

Jak dotychczas autor nie spotkał się z uwzględnieniem aspektu zarządzania przez wartość w finansowej analizie banku komercyjnego. Pożądane wydaje się być rozszerzenie analizy fundamentalnej banku o pomiar kreowania wartości dla akcjonariuszy. Analiza finansowa banku komercyjnego obejmuje następujące grupy wskaźników:

- wypłacalności,
- zadłużenia i struktury kapitału,
- zyskowności.

Istotny wydaje się być postulat włączenia do analizy finansowej aspektu zarządzania przez wartość.

Kształtowanie wartości instytucji finansowej nie rodzi nowego rodzaju ryzyka. Kreując wartość, banki narażone są na te same rodzaje ryzyk, które związane są z prowadzeniem ich podstawowej działalności operacyjnej. Z tego powodu nie poświęcono specjalnej uwagi analizie ryzyka w kreowaniu wartości rynkowej, aczkolwiek jeden z podstawowych instrumentów, na którym opartych zostało wiele rozważań – bankowa ekonomiczna wartość dodana – ujmuje ryzyko poprzez koszt kapitału własnego. Jeżeli zatem podstawą jakiegokolwiek oceny jest bankowa ekonomiczna wartość dodana, to jednocześnie ocena ta uwzględ-

nia ryzyko. Koszt kapitału własnego zawiera także premię inflacyjną, której wpływu na proces kreowania wartości również nie poświęcono uwagi w opracowaniu.

Pomiar kreowania wartości przez bank komercyjny

Jako efektywne narzędzie pomiaru kreowania bądź niszczenia wartości przez przedsiębiorstwo służy zaproponowana przez Bennetta Stewarda na początku lat 90. XX w. koncepcja ekonomicznej wartości dodanej (*Economic Value Added* – EVA[®]). Koncepcja ta, zwana również zyskiem ekonomicznym stała się najbardziej popularnym – a zarazem prostym w implementacji – kryterium oceny bieżących (krótkoterminowych) efektów zarządzania wartością przedsiębiorstwa w czasie do jednego roku. Generalna przesłanka – z finansowego punktu widzenia – koncepcji kreowania dodatkowej wartości wynika z przekonania, iż cały kapitał zainwestowany w bieżącą działalność operacyjną kosztuje. Tradycyjne mierniki dotyczące oceny dochodowości przedsiębiorstw, oparte na zysku netto, uwzględniają jedynie koszt kapitału obcego. Teoria zarządzania wartością głosi postulat kreowania wartości w wyniku osiągania większych stóp zwrotu z inwestycji ponad całkowity koszt użyczonego kapitału, zaspokajającego należne roszczenia wierzycieli (koszt kapitału obcego) oraz akcjonariuszy (koszt kapitału własnego, równy minimalnej wymaganej stopie zwrotu z inwestycji). Akcjonariusze spółki kapitałowej bogacą się jedynie w momencie uzyskiwania przez firmę ponadprzeciętnych zysków, uwzględniających po stronie kosztów opłatę za użyczony kapitał własny.

Inaczej mówiąc, spółka kreuje dodatkową wartość dla swych właścicieli, gdy rentowność operacyjna zainwestowanego kapitału w bieżącą działalność operacyjną przewyższa średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC).

Kiedy EVA jest większa od zera, przedsiębiorstwo kreuje dodatkową wartość do zainwestowanego kapitału przez właścicieli, a gdy zysk ekonomiczny jest ujemny, oznacza to, iż spółka niszczy wartość dla akcjonariuszy (nie osiągnięto wymaganej, minimalnej stopy zwrotu z kapitału własnego).

Bankową ekonomiczną wartość dodaną (*Banking Economic Value Added* – BEVA) definiujemy poniższą formułą:

$$BEVA = ZO \cdot (1 - T) - k_e \times K_E \quad (1)$$

gdzie: ZO – bankowy zysk operacyjny,
T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych,
k_e – koszt kapitału własnego,
K_E – księgową wartość kapitału własnego.

Uzasadnienie przedstawionego podejścia kalkulacji zysku ekonomicznego odzwierciedlającego specyfikę działalności bankowej zaprezentowano w opracowaniach autora¹. Generalnie formuła zysku ekonomicznego banku komercyjnego oparta jest o iloczyn księgowej wartości kapitałów własnych i jego kosztu, ponieważ w toku kalkulacji zysku operacyjnego banku koszt kapitału obcego jest już uwzględniony. Kalkulacja bankowego zysku ekonomicznego w oparciu o średni ważony koszt kapitału obcego i wartość zainwestowanego

¹ D. Siudak, *Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa w sektorze finansowym na przykładzie BRE Banku*, praca magisterska, Instytut Organizacji Systemów Produkcyjnych Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2006; *idem*, *Wybrane aspekty ekonomicznej wartości dodanej w bankowości*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i Wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, t. I, Uniwersytet Szczeciński. Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin 2006.

kapitału w działalność operacyjną – jak ma to miejsce w przypadku przedsiębiorstw produkcyjno-usługowych – prowadziłoby do znacznego zaniżenia BEVA.

Dokonując matematycznych przekształceń, bankową ekonomiczną wartość dodaną można wyrazić w sposób następujący:

$$BEVA = \left(\frac{ZO \cdot (1-T)}{K_E} - k_e \right) \times K_E \quad (2)$$

Jeśli zdefiniujemy wskaźnik rentowności kapitału własnego oparty na zysku operacyjnym po opodatkowaniu – ROE_{ZO} – jako:

$$ROE_{ZO} = \frac{ZO \cdot (1-T)}{K_E} \quad (3)$$

to na mocy wzorów (2) i (3) BEVA opisana formułą (1) można sprowadzić do postaci:

$$BEVA = (ROE_{ZO} - k_e) \times K_E \quad (4)$$

Słownie bankową ekonomiczną wartość dodaną (BEVA) można określić jako iloczyn operacyjnej rentowności kapitału własnego, pomniejszony o koszt kapitału własnego wyrażony w procencie, a kwotą zainwestowanego kapitału własnego.

Zaleca się stosowanie efektywnej stopy podatku dochodowego od osób prawnych, uwzględniającą rzeczywiście zapłacony podatek od uzyskanego zysku operacyjnego. Bankowa ekonomiczna wartość dodana (BEVA) skorygowana o efektywną stopę podatku dochodowego wyraża się w postaci:

$$BEVA = ZO \cdot (1 - T_{EF}) - k_e \times K_E \quad (5)$$

gdzie: $T_{EF} = \frac{P - SZSN \times T}{ZO}$ (6)

gdzie: T_{EF} – efektywna stopa podatku dochodowego płaconą od zysku operacyjnego,
P – kwota bieżącej części podatku dochodowego za rok obrotowy, naliczana od podstawy opodatkowania,

SZSN – saldo zysków i strat nadzwyczajnych,

co ostatecznie można sprowadzić do następującej postaci:

$$BEVA = ZO \cdot \left(1 - \frac{P - SZSN \times T}{ZO} \right) - k_e \times K_E \quad (7)$$

Ekonomiczna wartość dodana oraz jej bankowy odpowiednik są miernikami wewnętrznej, krótkoterminowej oceny w aspekcie maksymalizacji wartości dla właścicieli. Ponieważ koncepcja zarządzania przez wartość polega na zwiększaniu wartości w dłuższym czasie, obiektywną kwantyfikację długoterminowej maksymalizacji wartości dokonać można za pomocą tzw. *rynkowej wartości dodanej* (Market Value Added – MVA). Rynkowa wartość dodana, określana jako różnica pomiędzy rynkową wartością przedsiębiorstwa (V) a wartością zainwestowanego kapitału w działalność operacyjną (K), przyjmuje postać:

$$MVA = V - K = (D + E) - (D - K_E) = E - K_E = p * N - K_E \quad (8)$$

gdzie: V – wartość brutto (całkowita) przedsiębiorstwa (banku),
K – wartość zainwestowanego kapitału przez wszystkich dawców kapitałów w działalność operacyjną,

K_E – skorygowana wartość księgowa kapitału własnego,

D – wartość księgowa kapitałów obcych (w przybliżeniu równa wartości rynkowej),

E – wartość rynkowa kapitału własnego,

p – cena rynkowa akcji,

N – liczba akcji.

Pożądaną wielkością MVA są wartości maksymalne, co najmniej większe od zera. Niepożądana – ujemna – wielkość rynkowej wartości dodanej oznacza nadwyżkę księgowej wartości zainwestowanego kapitału w działalność operacyjną ponad jej wartość rynkową.

Rynkową wartość dodaną określa się mianem nadwyżki rynkowej wartości banku nad zainwestowanym kapitałem w działalność operacyjną bądź przy założeniu, że rynkowa wartość zobowiązań równa jest kapitałom obcym, odczytywanym z bilansu – MVA – równa się różnicy rynkowej wartości kapitałów własnych od księgowej wartości skorygowanych kapitałów własnych.

W ocenie danej spółki kapitałowej pod kątem przyrostu wartości oprócz samej wielkości MVA istotną informacją cechuje się poziom zmiany w czasie rynkowej wartości dodanej.

Podstawowa różnica pomiędzy zyskiem ekonomicznym a rynkową wartością dodaną polega na czasie dotyczącym analizy. Zysk ekonomiczny jest miarą kreowania wartości dodanej w krótkim przedziale czasu, maksymalnie do jednego roku, zaś MVA kwantyfikuje rezultaty maksymalizacji dla właścicieli w ujęciu dłuższego horyzontu czasowego.

Kreowanie dodatkowej wartości przez bank komercyjny w długim przedziale czasu (wzrost MVA) nastąpi w wyniku osiągania na przestrzeni lat ciągu dodatniej bankowej ekonomicznej wartości dodanej ($BEVA > 0$), a ta z kolei generowana jest w wyniku osiągania nadwyżki operacyjnej rentowności kapitału własnego ponad koszt kapitału własnego wyrażony w procencie.

Pomiędzy powyższymi kategoriami istnieje bardzo ścisła zależność. Relacja ta ma postać równania opracowanego na podstawie założenia, iż rynkowa wartość dodana banku komercyjnego odzwierciedla wartość obecną (zdyskontowaną na moment bieżący) przyszłych prognozowanych strumieni bankowej ekonomicznej wartości dodanej, jakie dany bank komercyjny będzie w stanie generować w nieskończonym okresie działania. Równanie przyjmuje postać:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} PV_{WACC,t} \cdot BEVA_t \quad (9)$$

gdzie: MVA – rynkowa wartość dodana banku komercyjnego,

$BEVA_t$ ($t=1, 2, \dots, n$) – strumień zysków ekonomicznych generowany przez bank,

WACC – średni ważony koszt kapitału,

$PV_{WACC,t}$ – współczynnik dyskonta przy stopie dyskontowej równej WACC i t okresach wyrażonych jako lata $PV_{WACC,t} = (1 + WACC)^{-t}$.

Wskaźniki zarządzania przez wartość banku komercyjnego

Należy zauważyć, iż mierniki BEVA i MVA są kategoriami wyrażającymi w sposób kwotowy efekty kreowania wartości dodanej. Wartości bezwzględne BEVA oraz MVA po-

służyły do opracowania i zdefiniowania wachlarza wskaźników wyrażających się wartością względną osiąganych efektów koncepcji zarządzania przez wartość. M. Siudak² zaproponował grupę dziesięciu mierników opartych na EVA i MVA dla przedsiębiorstw spoza sektora finansowego, określając ją jako *grupę wskaźników zarządzania wartością*. Ze względu na specyfikę instytucji finansowej typu bank komercyjny spośród mierników zaproponowanych przez wspomnianego autora dwa wskaźniki nie powinny być stosowane, zaś spośród pozostałych ośmiu kolejne dwa zmieniają swą definicję i ekonomiczną interpretację.

Poniżej przedstawiamy listę wskaźników zaproponowanych do oceny banku komercyjnego pod kątem zarządzania wartością banku komercyjnego. Ze względu na pełne dostosowanie poniższych wskaźników do specyfiki działalności banku komercyjnego proponujemy zdefiniować je jako grupę *wskaźników zarządzania przez wartość banku komercyjnego*:

- rynkowa wartość dodana do wartości księgowej (MVA/BV),
- rynkowa wartość dodana do zainwestowanego kapitału (MVA/K),
- rynkowa wartość dodana do przychodów operacyjnych (MVA/Q),
- ekonomiczna rentowność kapitałów własnych (BEVA/K_E),
- bankowa ekonomiczna wartość dodana na jedną akcję (BEVAPS),
- ekonomiczna rentowność zainwestowanego kapitału (BEVA/K),
- operacyjna zyskowność kapitału własnego do kosztu kapitału własnego (ROE_{ZO}/k_e),
- marża zysku ekonomicznego (BEVA/Q).

Wspólną cechą charakterystyczną wszystkich wskaźników zarządzania wartością banku komercyjnego jest oczekiwanie osiągania wartości maksymalnych i w konsekwencji pożądana jest ich maksymalnie dodatnia dynamika. Ponadto wymaganym minimum osiąganych rezultatów są wartości co najmniej większe od zera, za wyjątkiem wskaźnika *operacyjnej zyskowności kapitału własnego do kosztu kapitału własnego*, gdzie wymagane minimum wynosi 1.

Pierwszym wskaźnikiem zarządzania wartością w banku komercyjnym jest miernik *rynkowej wartości dodanej do wartości księgowej*, wyrażający się formułą:

$$MVA/BV = \frac{MVA}{|BV|} \quad (10)$$

gdzie: BV – wartość księgowa netto banku.

Ponieważ wartość księgowa netto równa jest księgowej wartości kapitału własnego, wskaźnik ten wyraża liczbę jednostek MVA przypadających na jednostkę wartości księgowej kapitału własnego lub innymi słowy – wartość MVA na jednostkę wartości księgowej netto banku. Wartość wskaźnika może przybierać wartości ujemne (ponieważ ujemnej wartości netto zawsze towarzyszy ujemna rynkowa wartość dodana, stąd w mianowniku wartość księgowa netto wyrażona jest w wartości bezwzględnej, aby w takim przypadku wartość wskaźnika wyniosła również poniżej zera).

Kolejny wskaźnik – *rynkowa wartość dodana do zainwestowanego kapitału* (MVA/K) – określany jest wzorem:

$$MVA/K = \frac{MVA}{K} \quad (11)$$

² M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001; *idem*, *Zarządzanie wartością w analizie finansowej przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie Produkcją” 1998, nr 3-4.

W praktyce kapitałem zainwestowanym (K) banku komercyjnego przyjmuje się sumę bilansową banku pomniejszoną o pozycję pasywów *fundusze specjalne i inne zobowiązania*, a także *koszty i przychody rozliczane w czasie oraz zastrzeżone*. Wskaźnik *rynkowej wartości dodanej do zainwestowanego kapitału* przedstawia, jaka część MVA generowana jest przez zainwestowany kapitał. Sprawia to, iż bank osiągający większe wartości wskaźnika w większym zakresie kreuje wartość dla akcjonariuszy.

Ostatnim ze wskaźników opartych na MVA jest miernik *rynkowej wartości dodanej do przychodów operacyjnych* (MVA/Q), opisany równaniem:

$$MVA/Q = \frac{MVA}{Q} \quad (12)$$

gdzie: Q – przychody z działalności bankowej.

Do przychodów z podstawowej działalności operacyjnej banku komercyjnego za zasadne należy przyjąć wszystkie przychody generowane na działalności bankowej, czyli przychody z tytułu odsetek, przychody z tytułu prowizji, przychody z udziałów lub akcji, pozostałych papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych o zmiennej kwocie dochodu, przychody z operacji finansowych, przychody z pozycji wymiany. Natomiast nie uwzględniamy pozostałych przychodów operacyjnych oraz przychodów z tytułu rozwiązania rezerw i aktualizacji wartości finansowego majątku banku. Wskaźnik ten informuje o tym, ile jednostek pieniężnych *rynkowej wartości dodanej* generuje każda złotówka przychodów z działalności bankowej.

Konstrukcja kolejnych pięciu wskaźników oparta jest na kategorii bankowej *ekonomicznej wartości dodanej* bądź pośrednio z niej wynika. Jednym z ważniejszych w całej analizie pod kątem zarządzania przez wartość w banku komercyjnym jest wskaźnik *ekonomicznej rentowności kapitałów własnych* (BEVA/K_E). Definicja powyższego wskaźnika przybiera postać równania:

$$BEVA/K_E = \frac{BEVA}{K_E} \quad (13)$$

Podstawiając do licznika formuły (13) definicję bankowej *ekonomicznej wartości dodanej*, określoną wzorem (4), otrzymujemy:

$$BEVA/K_E = \frac{(ROE_{ZO} - k_e) \times K_E}{K_E} = ROE_{ZO} - k_e \quad (14)$$

Mając na uwadze równoważność formuły (13) w stosunku do wzoru (14), wskaźnik *ekonomicznej rentowności kapitałów własnych* można zinterpretować w dwojaki sposób: (1) miernik ten informuje o tym, ile jednostek pieniężnych BEVA za ściśle określony okres generuje jedna złotówka zainwestowana przez właścicieli kapitału własnego lub (2) wskazuje na skalę nadwyżki (niedoboru) operacyjnej zyskowności kapitału własnego (ROE_{ZO}) ponad koszt tego kapitału, wyrażony w ujęciu procentowym, która to skala jest podstawowym czynnikiem kreowania wartości dodanej w instytucji finansowej typu bank komercyjny. Graficzną interpretację wskaźnika *ekonomicznej rentowności kapitałów własnych* przedstawiono na rys. 1.

Wartościami pożądanymi omawianego miernika są wielkości większe od zera ze względu na intuicyjnie oczywistą relację jaka zachodzi pomiędzy ROE_{ZO} a BEVA/K_E:

$$ROE_{ZO} > BEVA/K_E \quad (15)$$

Prawdziwość nierówności (15) wynika z niezaprzeczalnego faktu, że wynik operacyjny zawsze jest większy od bankowej ekonomicznej wartości dodanej.

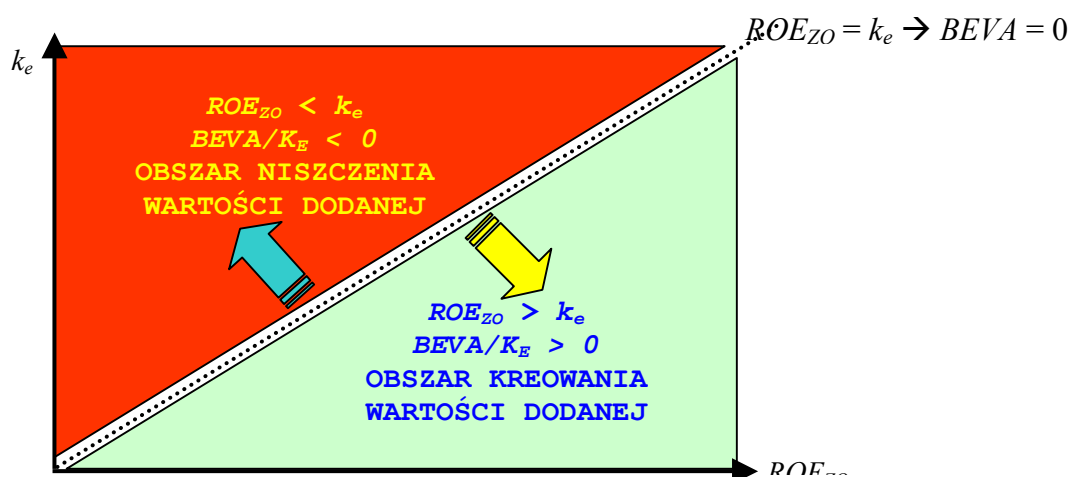
Kolejny wskaźnik – *bankowa ekonomiczna wartość dodana na jedną akcję (banking economic value added per share – BEVAPS)* – zasadza się na podobnej logice jak miernik zysku na jedną akcją (EPS), z tym zastrzeżeniem, że w miejsce zysku netto (licznik EPS) występuje kategoria BEVA. Zachodzi następująca relacja:

$$BEVAPS = \frac{BEVA}{N} \quad (16)$$

gdzie: N – liczba akcji.

Wskaźnik BEVAPS określa, ile jednostek zysku ekonomicznego przypada na jedną akcję. Ponieważ miernik ten oparty jest o kategorię zysku ekonomicznego lepiej oddającego ekonomiczną rzeczywistość, stanowi on bardziej dopasowaną miarę atrakcyjności inwestycji w akcje danego banku komercyjnego w stosunku do zysku na jedną akcję, tym bardziej, że zysk netto nie uwzględnia wymaganej opłaty za kapitał własny.

Rys. 1. Graficzna interpretacja wskaźnika $BEVA/K_E$.



Źródło: Opracowanie własne.

Zawartość informacyjna wskaźnika *ekonomicznej rentowności zainwestowanego kapitału* ($BEVA/K$) cechuje się znacznie mniejszym zakresem od jego odpowiednika *rynkowej wartości dodanej do zainwestowanego kapitału* opartego na MVA. Wynika to ze stosowanego podejścia kalkulacji bankowej ekonomicznej wartości dodanej, gdzie nadwyżka (niedobór) operacyjnej rentowności kapitału własnego (ROE_{ZO}) w stosunku do kosztu kapitału własnego (k_e) dotyczy bazy kapitałów własnych, co opisuje równość definiująca BEVA (4), będąca matematycznym przekształceniem podstawowej formuły (1) bankowego zysku ekonomicznego. Z tego powodu podstawowym wskaźnikiem dotyczącym analizy kreowania bankowej ekonomicznej wartości dodanej jest *ekonomiczna rentowność kapitałów własnych* ($BEVA/K_E$).

Kalkulację miernika *ekonomicznej rentowności zainwestowanego kapitału* dokonuje się w następujący sposób:

$$BEVA/K = \frac{BEVA}{K} \quad (17)$$

co wyraża, ile jednostek pieniężnych wykreowanej wartości dodanej w określonym czasie przypada na jednostkę wartości kapitału zainwestowanego.

Należy poczynić teoretyczne spostrzeżenie, iż jeśli bank komercyjny nie korzysta z kapitałów obcych – w realiach bankowości z reguły zjawisko takie nie występuje – to wskaźnik *ekonomicznej rentowności zainwestowanego kapitału* równy jest *ekonomicznej rentowności kapitałów własnych* (spełniona jest prawdziwość równania $BEVA/K = BEVA/K_E$). Założenie niewykorzystywania kapitałów obcych byłoby możliwe jedynie w przypadku jednoczesnego spełnienia dwóch warunków: (1) bank komercyjny ma możliwość nieograniczonego dostępu do pozyskiwania kapitału akcyjnego oraz (2) koszt tegoż kapitału byłby niższy od rynkowego kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu.

Podobna zależność – przy spełnieniu tych samych warunków – występuje w przypadku wskaźników *rynkowej wartości dodanej do wartości księgowej* (MVA/BV) oraz *rynkowej wartości dodanej do zainwestowanego kapitału* (MVA/K).

Następny wskaźnik oceniający zdolność banku komercyjnego do kreowania wartości dodanej, określany mianem *operacyjnej zyskowności kapitału własnego do kosztu kapitału własnego*, wyraża się następującą formułą:

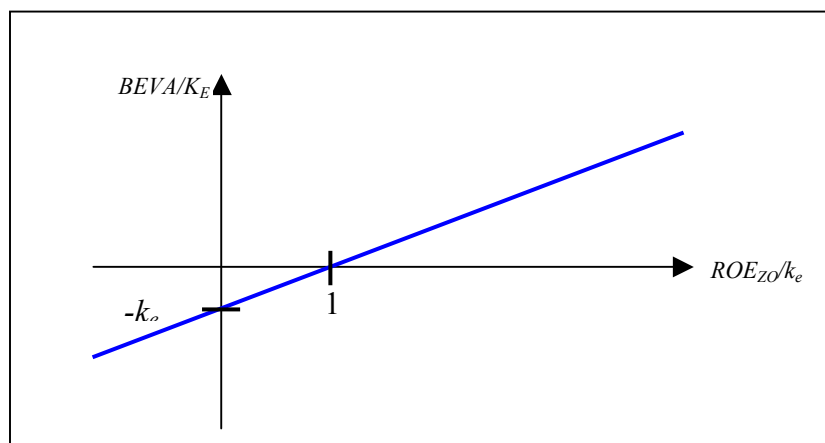
$$ROE_{ZO} / k_e = \frac{ROE_{ZO}}{k_e} \quad (18)$$

Konstrukcja tego miernika zbliżona jest do wskaźnika *ekonomicznej rentowności kapitałów własnych*, którego iloraz $BEVA$ do K_E w prosty sposób przekształciliśmy do postaci różnicy pomiędzy operacyjną rentownością kapitału własnego (ROE_{ZO}) a kosztem kapitału własnego (k_e), tj.:

$$ROE_{ZO} - k_e \quad (19)$$

Jak już stwierdziliśmy, aby bank mógł kreować dodatkową wartość dla akcjonariuszy, relacja (19) musi być większa od zera, co przez analogię należy przypisać konieczność spełnienia warunku $ROE_{ZO}/k_e > 1$. Dopiero przekroczenie jedności omawianego miernika sprawia, iż *operacyjna rentowność kapitału własnego* przekracza jego koszt. Ścisłą zależność, jaka występuje pomiędzy wskaźnikami *operacyjnej zyskowności kapitału własnego do kosztu kapitału własnego* a *ekonomiczną rentownością kapitałów własnych*, graficznie ilustruje rys. 2.

Rys. 2. Graficzna interpretacja współzależności pomiędzy $BEVA/K_E$ a ROE_{ZO}/k_e .



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Siudak, Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, op.cit., s. 100.

Jeżeli spełniona jest relacja $BEVA/K_E = 0$, wtenczas iloraz $ROE_{ZO}/k_e = 1$, zaś bankowa ekonomiczna wartość dodana wynosi również zero. W przypadku, gdy $ROE_{ZO}/k_e = 0$ (spełnienie tego warunku możliwe jest w momencie, gdy licznik ułamka osiągnie wartość zero, a to możliwe jest, kiedy bank uzyska zysk operacyjny po opodatkowaniu równy zero), wtenczas wskaźnik $BEVA/K_E$ równać się będzie procentowej wartości kosztu kapitału własnego ze znakiem ujemnym ($-k_e$).

Zauważyć należy, iż ilorazowa konstrukcja wskaźnika *operacyjnej zyskowności kapitału własnego do kosztu kapitału własnego* (ROE_{ZO}/k_e) daje mylące wyniki w zakresie analizy porównawczej pomiędzy dwoma lub większą ilością analizowanych banków w przypadku osiągania ujemnego wyniku operacyjnego po opodatkowaniu. Wady tej nie posiada miernik *ekonomicznej rentowności kapitałów własnych* ($BEVA/K_E$), z czego wynika wniosek, że wskaźnik ten, cechujący się wyższą jakością, posiada pierwszeństwo przy analizie i interpretacji tworzenia wartości dla właścicieli banku komercyjnego. Jest to spowodowane odmienną konstrukcją obu wskaźników, lecz zaznaczamy, że co do generalnych wniosków w zakresie samego faktu kreowania bądź niszczenia wartości dodanej oba mierniki zawsze dadzą zgodne interpretacje.

Ostatnim miernikiem z grupy *wskaźników zarządzania przez wartość banku komercyjnego* jest *marża zysku ekonomicznego* ($BEVA/Q$)

$$BEVA/Q = \frac{BEVA}{Q} \quad (20)$$

Interpretacja jest podobna, jak w przypadku wskaźnika rynkowej wartości dodanej do przychodów operacyjnych (MVA/Q). Określa, ile jednostek bankowej ekonomicznej wartości dodanej generuje każda złotówka przychodów z działalności bankowej.

Natomiast jeden ze wskaźników tradycyjnej analizy spółek giełdowych – *cena do wartości księgowej* ($P/BVPS$) – jest pewnego rodzaju uzupełnieniem rynkowej wartości dodanej. Jeżeli spełniona jest relacja $P/BVPS > 1$, wówczas MVA jest dodatnia ($MVA > 0$), zaś w przypadku, gdy $P/BVPS < 1$, rynkowa wartość dodana uzyskuje wartości ujemne. Analogicznie, jeżeli cena do wartości księgowej netto jest równa 1 ($P/BVPS = 1$), rynkowa wartość dodana równa się zero ($MVA = 0$). Oczywiście powyższe relacje zachodzą w momencie, gdy księgowa wartość kapitałów własnych równa jest skorygowanej wartości tychże kapitałów. Skorygowana wartość księgowa kapitału własnego zawiera korekty kapitału własnego odczytywanego z bilansu o korekty niezbędnego ujęcia całkowitego kapitału zainwestowanego przez właścicieli. W przypadku sektora bankowego powinny one uwzględniać rezerwy – w tym rezerwy na odroczony podatek dochodowy – pozostałe kapitały rezerwowe, skumulowane saldo amortyzacji wartości firmy z lat ubiegłych, skumulowane saldo zysków i strat nadzwyczajnych z lat poprzednich, skapitalizowane wydatki na badania i rozwój.

Za pomocą kategorii $BEVA$ i MVA oceniamy kreowanie wartości w odniesieniu do posiadanej przez bank bazy kapitałowej, zapisanej na kontach księgowych. Bank komercyjny prowadzi działalność, posiadając stałe własne zasoby kapitałowe, bez względu na wzrost czy spadek ich rynkowej wartości. Akcjonariusze wymagają zaś osiągnięcia wymaganej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w akcje spółki, kupowane po cenie rynkowej. Wymaga to kalkulacji kreowania wartości w odniesieniu do bazy kapitałowej w wartości nie księgowej, lecz rynkowej. Inwestorzy osiągają zyski poprzez zmianę kursów akcji (zyski kapitałowe) oraz wypłatę dywidendy. Dochody akcjonariuszy obliczyć można za pomocą całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy (*Total Shareholders Return – TSR*), będącej ilorazem sumy zmiany cen akcji i dywidendy w danym okresie do ceny zakupu akcji:

$$TSR = \frac{p_1 - p_0 + D}{p_0} \quad (21)$$

gdzie: p_0 – cena zakupu akcji bądź cena akcji na początku badanego okresu,
 p_1 – cena sprzedaży akcji bądź cena akcji na koniec badanego okresu,
 D – wypłacona dywidenda na jedną akcję w badanym okresie.

Aby zbadać, czy inwestycja w akcje spółki przyniosła oczekiwany dochód lub inwestycja przyniosła akcjonariuszom wartość dodaną, należy wielkość całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy, wyrażonej w procentach, skorygować o koszt kapitału własnego (czyli o minimalną wymaganą stopę zwrotu). Wówczas można skonstruować miarę kreowania wartości dodanej dla akcjonariuszy w odniesieniu do rynkowej wartości kapitałów, co określa się mianem ekonomicznej wartości dodanej dla akcjonariuszy (*Shareholder Economic Value Added* – SEVA):

$$SEVA = (TSR - k_e) \times E \quad (22)$$

gdzie: k_e – koszt kapitału własnego (minimalna stopa zwrotu),
 E – rynkowa wartość kapitału własnego (z początku okresu).

Zdefiniowana wzorem (22) ekonomiczna wartość dodana dla akcjonariuszy ukazuje w sposób wartościowy ponadprzeciętne zyski, przewyższające wymaganą stopę zwrotu, jaką inwestorzy mogliby osiągnąć z innych inwestycji o podobnym ryzyku. SEVA może być ujemna w momencie, gdy zyski kapitałowe w danym okresie czasu nie pokrywają wymaganego kosztu kapitału, wyrażającego ryzyko inwestycyjne. SEVA równe zero oznacza, iż zyski kapitałowe inwestorów spełniły ich minimalne – przy danym ryzyku – oczekiwania. Z punktu widzenia inwestowania na giełdzie papierów wartościowych $SEVA > 0$ oznacza ponadprzeciętne zyski, natomiast $SEVA < 0$ znaczy straty poprzez niespełnienie oczekiwań co do wymaganej stopy zwrotu (inwestorzy mogliby osiągnąć wymagany dochód z innych, alternatywnych inwestycji o zbliżonym ryzyku).

Bank osiąga wyższą stopę zwrotu od kosztu kapitału własnego ($BEVA > 0$), jeśli inwestuje swoje kapitały w możliwości kreujące dodatkową wartość, zaś stopa zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) jest większa od kosztu kapitału własnego ($SEVA > 0$) w momencie, gdy spółka uzyskuje lepsze rezultaty od odzwierciedlonych w kursie akcji oczekiwanych przez rynek kapitałowy wyników.

Znaczenie całkowitej stopy zwrotu oraz ekonomicznej wartości dodanej dla akcjonariuszy w aspekcie całego społeczeństwa trafnie uzasadnia A. Rappaport: „Całkowity dochód dla akcjonariuszy stanowi miernik wyników dla drobnych inwestorów, którzy powierzyli swoje pieniądze funduszom inwestycyjnym i emerytalnym. (...) Stopa zwrotu dla akcjonariuszy nie jest już jedynie kryterium oceny branych pod uwagę przez zamożnego inwestora, ale stała się siłą napędową, która generuje wzrost stopy życiowej i bezpieczeństwa finansowego milionów ludzi”³.

Podsumowanie

Podsumowując, można stwierdzić, iż stosowanie wskaźników zarządzania przez wartość banku komercyjnego spełnia dwie zasadnicze funkcje:

- identyfikację obszarów kreowania/niszczenia wartości dodanej,
- analizę porównawczą pomiędzy dwoma lub więcej bankami.

³ *Ibidem*.

Wskaźniki zarządzania wartością mogą stanowić dobre uzupełnienie analizy fundamentalnej banku komercyjnego. Znajomość tego, w jakim stopniu zarząd dba o interesy właścicieli, jest podstawą analizy opłacalności inwestycji w akcje banku.

Literatura

Bień W., Sokół H., *Ocena sytuacji finansowej banku komercyjnego*, Difin, Warszawa 2000.

Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig Press, Warszawa 1997.

Cwynar A., Cwynar W., *Mierniki kreowanej wartości spółki kapitałowej*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2005.

Cwynar A., Cwynar W., *Rankingi liderów efektywności*, „Dodatek do Gazety Bankowej” 2005.

Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.

Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wig Press, Warszawa 2000.

Gąsioriewicz L., *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2002.

Gigol K., *Podstawy tworzenia planu finansowego banku*, Twigger, Warszawa 2003.

Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2006.

Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, Wig Press, Warszawa 2001.

Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, Wig Press, Warszawa 1999.

Siudak D., *Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa w sektorze finansowym na przykładzie BRE Banku*, praca magisterska, Instytut Organizacji Systemów Produkcyjnych Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2006.

Siudak D., *Wybrane aspekty ekonomicznej wartości dodanej w bankowości*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i Wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, t. I, Uniwersytet Szczeciński. Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin 2006.

Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.

Siudak M., *Zarządzanie wartością w analizie finansowej przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie Produkcją” 1998, nr 3-4,

Wycena i zarządzanie wartością firmy, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2005.