

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**EKONOMSKA DODANA VREDNOST KOT MERILO
USPEŠNOSTI**

Ljubljana, avgust 2008

ANŽE DOLAR

IZJAVA

Študent Anže Dolar izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Marka Jakliča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 12. 8. 2008

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
1 NAMEN	2
2 CILJ	3
3 UGOTAVLJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA	3
3.1 Merila uspešnosti podjetja.....	3
3.2 Tradicionalna analiza uspešnosti.....	4
3.3 Sodobna analiza uspešnosti.....	8
4 EKONOMSKA DODANA VREDNOST (EVA)	10
5 ZGODOVINSKI RAZVOJ EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI.....	12
6 DEFINICIJA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI.....	14
6.1 Povezava ekonomske dodane vrednosti z ekonomskim dobičkom	15
6.2 Povezava ekonomske dodane vrednosti (EVA) s tržno dodano vrednostjo (MVA)	18
7 IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI.....	20
7.1 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov	22
7.2 Izračun stroškov kapitala.....	24
8 PREDNOSTI IN POMANJKLJIVOSTI EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	26
8.1 Prednosti uporabe ekonomske dodane vrednosti	26
8.2 Pomanjkljivosti uporabe ekonomske dodane vrednosti.....	27
SKLEP	28
LITERATURA IN VIRI.....	29

UVOD

V današnjem izredno konkurenčnem poslovnem svetu je uspešnost podjetij izredno pomembna, saj omogoča nadaljnji razvoj, nove investicije, napredek v znanju in druge pozitivne učinke, kar je zagotovilo za dolgoročni obstoj. Vsako podjetje se mora kot ekonomski subjekt prilagajati spremembam v poslovnem okolju, biti preko poslovnih procesov sposobno zadovoljevati različne interese posameznih skupin ter ne nazadnje kupcem ponujati proizvode in storitve, ki jih želijo. Vse hujša konkurenca in negotovost na trgih poslovno udejstvovanje nedvomno otežijo, kljub temu pa si vsi prizadevajo za čim bolj uspešno poslovanje.

Podjetje lahko obravnavamo kot stičišče povezav med različnimi interesnimi skupinami, ki svoje delovanje in aktivnosti usklajujejo tako, da s pomočjo znanja, najrazličnejših sredstev in tehnologije uresničijo želene zastavljene načrte (Jones, 2007, str. 2, 28-36). Vsaka interesna skupina (angl. Stakeholder) oziroma deležnik ima svoja pričakovanja in poglede na poslovanje podjetja, kar pa ima za posledico tudi različno razumevanje temeljnih ciljev podjetja. Različna pričakovanja in interesi vsake izmed skupin povzročijo nadaljnja vprašanja v povezavi s ciljem podjetja in merjenjem, kako uspešno je bilo podjetje pri doseganju le-tega. Obenem pa spremenljive razmere in negotovost na trgih spreminjajo dejavnike, ki opredeljujejo uspešnost poslovanja posameznega podjetja. Zato moramo za celovito obravnavo uspešnosti poslovanja podjetja poleg tradicionalnih finančnih analiz in meril upoštevati še druge vidike, kot so na primer zadovoljstvo kupcev, kakovost ter inovativnost proizvodov in storitev, sposobnost učenja in rasti, optimalnost procesov ter ne nazadnje ustvarjanje vrednosti. Mramor podobno meni (1999, str. 327), da tradicionalna analiza uspešnosti poslovanja, ki temelji samo na finančnih podatkih, ne more biti celovita z vidika metod in tehnik, ki se uporabljajo, ker imajo interesne skupine na razpolago različen obseg in kakovost podatkov o podjetju.

Podjetje je uspešno, če doseže zastavljene cilje poslovanja, saj ti predstavljajo dolgoročna pričakovanja deležnikov podjetja, torej tistih interesnih skupin, ki so v povezavi s podjetjem. Na opredelitev temeljnega cilja najbolj vplivajo lastniki, ki pa morajo na dolgi rok upoštevati tudi interese drugih skupin. Bergant (1998, str. 88) ob tem poudarja, da mora biti cilj poslovanja podjetja merljiv, saj drugače uspešnosti ne moremo izmeriti. Nadaljuje, da le merljiv cilj spodbuja sprejemanje pravih odločitev, oblikovanje ustreznih informacij ter nadzor.

Za ugotavljanje uspešnosti podjetja je torej bistvenega pomena ustrezna opredelitev cilja ter uspešnosti poslovanja. Zastavljeni cilj mora biti zato jasen in merljiv, pri definiranju uspešnosti pa ločimo med merjenjem, ocenjevanjem, presojanjem in spremljanjem uspešnosti (Kosi, 2004, str. 15). Merjenje imamo v mislih, kadar je enota mere natančno določena in obstaja orodje za merjenje, v primeru, ko primerne orodja nimamo, govorimo o ocenjevanju. Pri presojanju pa se zadevana vsebina kritično ovrednoti še z drugih, neupoštevanih vidikov. Če povzamemo, je spremljanje uspešnosti pojem, ki zajema vse troje – merjenje, ocenjevanje in presojanje.

Kot smo že omenili, številčnost različnih interesnih skupin in različnost pričakovanj povzročita premik v merjenju uspešnosti poslovanja podjetja iz zgolj finančnih meril na bolj kompleksne,

ki upoštevajo sodobnejše koncepte in metode. Želja je čim bolj relevantno izmeriti, predstaviti ter ne nazadnje oceniti uspešnost poslovanja, zato je v preteklosti prišlo do razvoja najrazličnejših teoretičnih modelov, metod in konceptov, s katerimi si pomagamo. Na podlagi poslovne prakse ter literature lahko v splošnem ločimo dve skupini meril uspešnosti poslovanja, tradicionalne in sodobne.

Tradicionalna merila, ki temeljijo na računovodskih izkazih, niso najbolj priporočljiva, saj ne upoštevajo vseh relevantnih vidikov (na primer strošek lastniškega kapitala). Prav tako za osnovni cilj napačno predpostavljajo maksimiranje (računovodskega) dobička, kar vsekakor ne velja za vse interesne skupine podjetja. Posledica je, da z njimi ne moremo pravilno meriti in oceniti uspešnosti poslovanja, saj so preveč pomanjkljiva. Zato so se kot odgovor nanje razvili tako imenovani sodobni modeli, ki upoštevajo vse ekonomske stroške in različne vidike poslovanja, njihova formulacija pa je jasna, razumljiva in merljiva. V ekonomski teoriji in praksi je že dlje časa uveljavljena opredelitev cilja z vidika lastnikov podjetja, to je dolgoročna rast vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala oziroma maksimiranje tržne vrednosti podjetja enote lastniškega kapitala (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 6-7). Ker so ti novejši modeli vsebinsko izpopolnjeni, so sposobni zagotoviti boljše informacije o poslovanju ter tako biti podlaga za strateške odločitve menedžmenta, ki so usmerjene v povečevanje vrednosti podjetja. Govorimo o merilih uspešnosti poslovanja podjetja na podlagi vrednosti, ki za osnovo vzemajo predvsem pričakovane denarne tokove, njihovo časovno razporeditev ter z njimi povezano tveganje.

V diplomskem delu bomo zato podrobneje predstavili eno izmed najbolj razširjenih sodobnih meril uspešnosti poslovanja podjetja, ekonomsko dodano vrednost (angl. EVA – Economic Value Added). Pogledali si bomo zgodovinsko podlago ekonomske dodane vrednosti, njeno podrobnejšo definicijo in razlike v primerjavi s tradicionalnimi metodami merjenja uspešnosti. Ko bomo spoznali njene vsebinske dopolnitve in prednosti, zaradi katerih je tako uporabna ter priljubljena, si bomo ogledali še načine za njen izračun.

1 NAMEN

Namen diplomskega dela je, da s pomočjo razpoložljive literature ter drugih virov podatkov predstavimo načine merjenja uspešnosti poslovanja na temelju ekonomske dodane vrednosti. Obenem želimo koncept ekonomske dodane vrednosti ustrezno umestiti med druga znana merila uspešnosti poslovanja, od tradicionalnih, ki temeljijo na računovodskih podatkih, do sodobnih, ki so usmerjena v ustvarjanje vrednosti. Obenem bomo ekonomsko dodano vrednost tudi zgodovinsko predstavili, jo podrobneje definirali in pokazali, katere so ključne razlike v primerjavi s tradicionalnimi merili uspešnosti, in katere so bistvene značilnosti ter prednosti, zaradi katerih je postala eno izmed najbolj razširjenih in uporabljenih meril uspešnosti poslovanja v praksi. Ne nazadnje želimo tudi prikazati načine njenega izračuna in dejavnike, ki nanjo najbolj vplivajo.

2 CILJ

Cilj diplomskega dela je celovito predstaviti koncept ekonomske dodane vrednosti na ustrezno zahtevni ravni, z vsemi pomembnimi dejavniki, ki nanjo vplivajo. Ekonomsko dodano vrednost želimo potrditi kot eno izmed najbolj primernih in ustreznih meril uspešnosti poslovanja podjetij ter podlag za sprejemanje strateških odločitev v podjetju.

3 UGOTAVLJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA

3.1 Merila uspešnosti podjetja

Po besedah Tajnikarja in drugih (Tajnikar, Bršičič, Bukvič, & Ponikvar, 2004, str. 4-6) je v skladu z lastnikovim vidikom cilja poslovanja podjetja naloga menedžmenta, da sprejema takšne odločitve, ki povečujejo vrednost enote lastniškega kapitala, torej maksimiziranje neto vrednosti podjetja.

Za merjenje uspešnosti poslovanja podjetja, ki ga vodijo, pa smo že ugotovili, da so jim na voljo številna merila in modeli, s katerimi si pomagajo oceniti uspešnost poslovanja. Da bi lahko relevantno ugotavljali uspešnost podjetja in povečevanje njegove vrednosti za lastnike, bi po mnenju Berganta (1998, str. 90), Rijavčeve (2000, str. 32) ter Younga in O'Byrne (2000, str. 34) morali imeti na voljo merilo, ki bi:

- imelo neposredno in pregledno vzročno posledično povezavo z vrednostjo podjetja;
- bilo vrednostno izrazljivo;
- imelo možnost stalnega spremljanja s preteklim dogajanjem in tudi z načrtovanimi rezultati;
- imelo možnost primerjave z drugimi podjetji;
- imelo razmeroma preprost postopek izračunavanja v praksi;
- imelo možnost podrobnejše analize o vzrokih sprememb;
- imelo možnost uporabe na nižjih organizacijskih ravneh podjetja;
- ocenjevalo uspešnost podjetja glede na tveganja in pričakovani donos vlagateljev;
- izhajalo iz predpostavke, da je temeljni cilj podjetja dolgoročna rast vrednosti navadnega lastniškega kapitala, merilo pa ustvarjeni donos za vlagatelje;
- v ospredje postavljalo interese vlagateljev, ki so zagotovili kapital za poslovanje podjetja ter tudi prikazovalo zadovoljevanje teh interesov;
- merilo tokove in ne stanja ter tako omogočilo merjenje uspešnosti skozi več časovnih obdobj.

Na žalost ne obstaja univerzalno merilo uspešnosti, ki bi vsebovalo vse zgoraj naštet lastnosti in bi tako bilo najboljša opora za menedžment v podjetju, saj bi v vsakem trenutku bilo sposobno povedati, katera odločitev bo najbolj optimalna za podjetje. Prav tako takšnega univerzalnega merila uspešnosti poslovanja za zdaj še ni na vidiku, zato je razvitih več modelov merjenja uspešnosti, ki temeljijo na različnih teoretičnih podlagah in jih podjetja uporabljajo glede na značilnosti svojega poslovanja.

Helfert (2000, str. 402–406) je merila uspešnosti razdelil v tri osnovne skupine:

- merila donosnosti (EPS, ROI, ROA, ROCE, ROE);
- merila denarnega toka (DCF, ROGI, CFROI);
- merila vrednosti (EVA, MVA, CVA, SVA).

Bergant (1998, str. 92-93) pa govori o dveh vrstah modelov merjenja uspešnosti podjetja:

- modeli, ki poskušajo oblikovati enotno mero uspešnosti, ki izhaja predvsem iz finančnih kategorij in
- modeli, ki poleg finančnih (računovodskih) rezultatov vključujejo tudi druge izide poslovanja podjetja.

Prva skupina modelov bistveno popravlja računovodske informacije in povečuje njihovo izrazno

moč tako, da izboljšuje in dopolnjuje računovodski informacijski sistem podjetja.

Druga skupina modelov običajno klasične računovodske informacije dopolnjuje z nefinančnimi podatki ter poudarja pomembnost razumevanja številnih faktorjev, ki vplivajo na uspešnost posameznikov, skupin ter podjetja kot celote. Za dolgoročno uspešnost morajo podjetja poleg finančnih meril spremljati tudi druga sodobnejša strateška merila, ki upoštevajo vse bolj pomembne nefinančne vidike, kot na primer zadovoljstvo kupcev, kakovost in inovativnost proizvodov in storitev, fleksibilnosti poslovnih procesov in podobno.

Sodobna merila uspešnosti poslovanja podjetja temeljijo na denarnih tokovih in so osredotočena na vrednosti, ki jih podjetje ustvarja. Značilnost vseh pa je tudi, da izhajajo iz kritike računovodskih informacij, ki jim je po mnenju Martina in Pettyja (2000, str. 36) možno očitati predvsem naslednje slabosti:

- računovodski rezultati niso enaki denarnemu toku;
- računovodski podatki ne odsevajo tveganja;
- računovodski podatki ne vključujejo oportunitetnih stroškov lastniškega kapitala;
- računovodska praksa se med podjetji razlikuje;
- računovodski podatki ne vključujejo časovne vrednosti denarja.

Možnost manipuliranja z računovodskimi podatki ne vpliva zaupanja, da so ti najboljše merilo merjenja uspešnosti, zato se je strokovna javnost po mnenju Ecclesa (1991, str. 132) usmerila k osredotočanju na denarne tokove v prepričanju, da ti primerneje in natančneje odražajo ekonomsko stanje v podjetju kot računovodski izkazi, na primer računovodski dobiček.

3.2 Tradicionalna analiza uspešnosti

Tradicionalni koncepti ugotavljanja uspešnosti poslovanja se nanašajo predvsem na računovodske izkaze ter finančne podatke. Kot smo že omenili, je temeljna kategorija računovodski dobiček, ki pa se za namene merjenja uspešnosti uporablja v povezavi z drugimi kategorijami, na podlagi katerih lahko tvorimo finančne kazalnike, indekse, deleže in podobno. Govorimo o finančnih kategorijah, s katerimi predstavljamo uspešnost poslovanja podjetij in za

katere velja, da so preprosti, zelo razširjeni ter razumljivi. Kot smo do sedaj že spoznali, pa je njihova slabost predvsem računovodski izvor, ne upoštevajo pa niti časovne dimenzije niti tveganja, iz česar sledi, da niso najbolj relevantno merilo za presojanje o uspešnosti poslovanja. To posledično pomeni, da tudi niso priporočljivi kot podlaga za sprejemanje strateških odločitev s strani menedžmenta. Ne glede na omenjene pomanjkljivosti pa jih lahko s pridom uporabljamo, če se zavedamo njihovih omejitev.

Mramor (1999, str. 328-329) kot najbolj pogosto uporabljene metode in tehnike analize izkazov poslovanja razume sledeče:

- **analiza absolutnih podatkov:** gre za primerjavo različnih postavk izkazov poslovanja z načrtovanimi vrednostmi, s spreminjanjem vrednosti v času ter za primerjave z drugimi podjetji;
- **indeksi rasti:** tu poteka primerjava indeksov rasti posameznih postavk izkazov poslovanja med seboj, z indeksi panoge in s primerljivimi podjetji;
- **strukturni deleži:** prikazujejo deleže posameznih delov izkaza poslovnega izida in bilance stanja ter ustreznost strukture kapitala glede na določene postavke;
- **preseki bilanc stanja:** ugotavljajo in primerjajo ročnost sredstev in obveznosti;
- **finančni kazalniki:** gre za tvorjenje kazalcev, torej razmerij med določenimi postavkami izkazov poslovanja podjetja. Namen računanja finančnih kazalcev je pridobivanje informacij o vplivu poslovnih odločitev na skupno učinkovitost, uspešnost in stabilnost poslovanja podjetja.

Vendar vsi ti izračunani kazalniki sami še ne morejo relevantno ter optimalno oceniti uspešnosti poslovanja, zato jih je treba primerjati z določenimi mejnimi vrednostmi, z njihovimi vrednostmi v različnem času ali vrednostmi drugih primerljivih podjetij. Na podlagi teh primerjav pa je skupna ocena uspešnosti poslovanja podjetja precej bolj celovita.

Verjetno najbolj priznana analiza uspešnosti je DuPont analiza, kjer se s kombinacijo različnih finančnih kazalnikov prikaže medsebojna odvisnost in prepletenost posameznih postavk bilance stanja in izkaza poslovnega izida. Njena prednost izvira predvsem iz hkratnega upoštevanja prepletenosti različnih kazalnikov, kar omogoča širši pogled na izid podjetja. Young in O'Byrne (2000, str. 274) ter Olve, Roy in Wetter (1999, str. 35) kot prednost DuPont analize štejejo tudi možnost shematičnega prikaza in primerjavo relativnih kazalnikov podjetja po obdobjih ter primerjavo s konkurenco in panožnimi kazalniki. Sedaj si bomo pogledali nekaj osnovnih ter temeljnih finančnih kazalnikov, s pomočjo katerih ocenjujemo uspešnost poslovanja podjetja v določenem obdobju.

Dobičkonosnost investicij oziroma naložb (angl. Return On Investment - ROI)

Kazalnik dobičkonosnosti investicij kaže razmerje med dobičkom iz poslovanja ter višino investiranega kapitala (1). Informacijska vrednost tega kazalnika je v tem, da pokaže poslovodstvu, kako uspešni so bili pri gospodarjenju s sredstvi in koliko dobička so ustvarili z uporabljenimi sredstvi.

$$ROI = \frac{\text{dobiček iz poslovanja}}{\text{investiran kapital}} \quad (1)$$

Dobiček iz poslovanja dobimo tako, da k čistemu dobičku prištejemo zneska obresti in davkov. Višino investiranega kapitala pa lahko izračunamo na več načinov, vendar se v praksi običajno uporablja tista vrednost sredstev, ki jo podjetje uporablja za opravljanje svoje osnovne dejavnosti. Ločimo tri različice tega kazalnika, glede na to, kaj zajamemo pod kapital:

- dobičkonosnost sredstev (angl. Return On Assets – ROA), ki kaže dobiček glede na vsa sredstva;
- dobičkonosnost lastniškega kapitala (angl. Return On Equity – ROE), ki kaže dobiček glede na lastniški kapital;
- dobičkonosnost naloženega kapitala (angl. Return On Invested Capital – ROIC), ki kaže dobiček glede na stalna in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva.

Podjetje lahko izboljša vrednost kazalnika ROI, torej dobičkonosnost investicij, s povečevanjem dobička iz poslovanja, s povečanjem obsega poslovanja in teoretično tudi z znižanjem obsega investiranja, kar sicer kratkoročno vodi v večjo dobičkonosnost, na dolgi rok pa po vsej verjetnosti pomeni najrazličnejše probleme in izgubo konkurenčnosti, vprašljiva pa postane tudi nadaljnji razvoj in rast podjetja, ki temeljita na novih investicijah in projektih. Poleg naštetega se zmanjša sposobnost ustvarjanja dobička, vse skupaj pa vodi v zmanjšanje vrednosti podjetja. Podobnega mnenja je tudi Hočevar (2002, str. 15), ki kot največji problem tega kazalnika izpostavlja motiviranje menedžmenta h kratkoročni in ne k dolgoročni uspešnosti. Takšno obnašanje je predvsem možno v naslednjih treh primerih:

- menedžerji lahko na podlagi ROI sprejemajo odločitve, ki so dobre z vidika dela podjetja, niso pa ustrezne z vidika celotnega podjetja;
- menedžment poskuša doseči čim večji dobiček tako, da zmanjšuje obseg investiranja, torej ustavlja razvoj proizvodov, znižuje stroške trženja ter stroške izobraževanja in usposabljanja;
- menedžment lahko ne realizira naložb, katerih donosnost je sicer višja od cene lastniškega kapitala, vendar nižja od obstoječe donosnosti v podjetju. Tu gre za tako imenovano neskladno odločitev, kar pomeni, da se kazalnik ROI izkaže kot neustrezen za strateško odločanje.

Dobičkonosnost sredstev (angl. Return On Assets – ROA)

Dobičkonosnost sredstev izkazuje učinkovitost upravljanja s celotnimi sredstvi podjetja (2). Kazalnik kaže ustvarjen dobiček glede na vsa sredstva, ne glede na njihovo sestavo. Ker struktura financiranja pri tem kazalniku ni pomembna, temveč nas zanima le njihova skupna velikost, naj bi to za posledico imelo, da je kazalnik bolj relevanten in bolj primeren za merjenje uspešnosti poslovanja. Pove nam, koliko smo ustvarili z vsem, kar imamo na razpolago.

$$ROA = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{celotna sredstva}} \quad (2)$$

Obstajajo seveda tudi kritike tega kazalnika, ki menijo, da nam vsebinsko ne prinaša ničesar novega in da torej ni primeren za presojanje uspešnosti poslovanja.

Dobičkonosnost lastniškega kapitala (angl. Return On Equity – ROE)

Dobičkonosnost lastniškega kapitala izkazuje dobiček samo glede na lastniški kapital (3). Zaradi preprostosti in razširjenosti uporabe velja za enega najpomembnejših meril dobičkonosnosti lastniškega kapitala.

$$ROE = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{lastniški kapital}} \quad (3) \text{ oziroma } ROE = \frac{\text{neto dobiček}}{\text{prihodki od prodaje}} \times \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{sredstva}} \times \frac{\text{sredstva}}{\text{lastniški kapital}} \quad (4)$$

Tako kazalnik razpade na tri dele, kar prikazuje enačba (4): dobičkonosnost prihodkov (profitna marža), obračanje sredstev ter finančni vzvod (struktura oziroma razmerje med lastniškimi in dolžniškimi viri financiranja).

Brigham in Gapenski (1999, str. 635) nadalje pravita, da omenjena delitev kazalnika ROE na tri dele aplicira tudi tri dele učinkovitosti, s pomočjo katerih menedžment poveča dobičkonosnost kapitala. Tako definirata stroškovno učinkovitost, učinkovitost uporabe sredstev ter uporabo dolga. Stroškovna učinkovitost kot nadgradnja dobičkonosnosti prihodkov oziroma profitne marže je tem večja, tem bolj je podjetje konkurenčno, ima visok obseg prodaje in je stroškovno učinkovito. Učinkovitost uporabe sredstev je tem večja, tem bolj so izkoriščena sredstva v podjetju. In ne nazadnje je preko spremembe razmerja v virih financiranja v korist dolga možno povečati dobičkonosnost kapitala. Večji delež dolžniških virov na račun lastniških omogoča večji dobiček, saj so stroški dolga običajno nižji kot lastniškega kapitala, ker zahtevajo nižjo stopnjo donosnosti. S tem se povečuje premoženje podjetja. Seveda pa ima takšno početje lahko tudi negativne posledice. Povečanje zadolževanja kot razlog za povečanje dobičkonosnosti kapitala lahko poruši razmerje, ki postane »nezdravo«. S tem se pojavijo težave, saj prevelika zadolženost vpliva na znižanje vrednosti podjetja, poveča se tveganje poslovanja, lahko se pojavijo celo likvidnostne težave in možnost, da podjetje pade v stanje, ko zaradi prevelikih dolgov ne more več normalno poslovati. Naslednja slabost kazalnika ROE je, da izkazuje donos na podlagi podatkov iz računovodskih izkazov, točneje na podlagi knjigovodske cene delnice. Pravilnejša bi bila uporaba tržne cene delnice. Ne nazadnje pa je tudi tu prisotna pomanjkljivost o časovni preferenci, saj količine investiranega kapitala najboljše rezultate dajejo šele nekaj let za tem, ko so zaposlene v podjetniškem procesu.

Dobiček na navadno delnico (angl. Earnings Per Share – EPS)

Dobiček na navadno delnico je opredeljen kot razmerje med dobičkom podjetja in številom izdanih navadnih delnic (5), prednostne delnice pa so izvzete, saj imajo običajno vnaprej določen fiksen donos. Imenujemo ga tudi osnovni dobiček na delnico in ga zapišemo kot:

$$EPS = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{število navadnih delnic}} \quad (5)$$

Ta kazalnik uspešnosti poslovanja je zelo razširjen predvsem med finančnimi vlagatelji ter analitiki, ki ga radi uporabijo v svojih primerjalnih analizah uspešnosti poslovanja različnih podjetij, ocenjevanju tržnih cen delnic ter vrednotenja podjetij, saj je preprosto in hitro izračunljiv, preprost za razumevanje ter uporabo. Kazalnik nam pove, koliko dobička je bilo ustvarjeno na vsako delnico. Kazalnik se bo po navadi povečal, kadar se bo povečal čisti dobiček, ki je na razpolago navadnim delničarjem ali, kadar se bo zmanjšalo število izdanih navadnih delnic. Pomanjkljivost kazalnika EPS je, da rast dobička, ki ga podjetje ustvari, nujno vedno ne pomeni tudi rasti premoženja lastnikom delnic podjetja, torej rasti vrednosti delnice. Razlog je v tem, da se EPS poveča z vsako investicijo, ki ima pozitiven donos, medtem ko se vrednost lastniškega kapitala, torej vrednost delnice, poveča le, ko donos investicije presega vse stroške le-te. Ostale slabosti kazalnika pa so predvsem:

- vrednost kazalnika je lahko predmet različnih računovodskih metod in manipulacij;
- ne upošteva razlike med računovodskim dobičkom ter denarnim tokom, niti časovne komponente ter tveganja;
- računovodski dobiček kaže preteklo poslovanje podjetja, kar ne pomeni, da se bo takšno poslovanje ponovilo tudi v prihodnosti. To lahko razumemo kot delno zavajajočo lastnost, saj pretekli dogodki ne morejo povsem determinirati poslovanja v prihodnosti.

Kot smo že zapisali in kot je dejal Mäkeläinen (1998a, str. 29-30), je dobiček na delnico še vedno pogosto uporabljeno merilo uspešnosti poslovanja podjetja, kljub temu, da je njegova razlagalna vrednost pomanjkljiva.

3.3 Sodobna analiza uspešnosti

V nasprotju s tradicionalno finančno analizo sodobna finančna analiza jasno opredeli cilj poslovanja podjetja, to je maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala. Lahko opazimo, da je cilj usklajen z vidikom lastnikov, ki vlagajo v podjetje svoja presežna sredstva, v zameno pa pričakujejo njihovo povečanje vrednosti. Berk s sodelavci (2006, str. 6-7) in prav tako Tajnikar s sodelavci (2004, str. 4-17) menijo, da so glavni inštrumenti sodobne finančne analize prihodnji pričakovani denarni tokovi v smislu povečevanja vrednosti, njihova časovna razporeditev ter negotovost. Sodobni modeli za razliko do tradicionalnih upoštevajo vse ekonomske stroške in praviloma poleg finančnih vidikov upoštevajo tudi druge dejavnike, ki vplivajo na rezultat podjetja. S tem, ko zgolj primarne finančne podatke povezujejo z nefinančnimi oziroma tako imenovanimi »mehkimi« kazalci, poskušajo odpraviti pomanjkljivosti tradicionalnih metod. Tako tudi sledijo razvoju poslovnega sveta, ki postaja vse kompleksnejši in zahteva spremembe v pristopih k obravnavanju poslovanja podjetja v smislu bolj celovitih načinov in metod merjenja uspešnosti podjetja. Večji kompleksnosti navkljub sodobni modeli omogočajo bolj celostno in relevantno presojanje, njihovo vsebinsko sporočilo pa je jasno, razumljivo in ustrezna podlaga za sprejemanje odločitev. Modeli za večanje vrednosti vključujejo tudi sistem motivacije in nagrajevanja menedžmenta, ki je odvisen od doseganja cilja. S tem lahko dosežemo, da menedžment podjetja deluje v interesu lastnikov, s čimer se razreši problem agenta, ki opredeljuje cilje lastnikov in menedžmenta za različne. Skupno sodobnim modelom je, da se osredotočajo na denarne tokove, ker naj bi ti bolj pravilno prikazovali ekonomsko stanje v podjetju kot računovodski dobiček, kjer je možnost

manipulacije z računovodskimi podatki velika, ter s tem predstavljali menedžmentu pomembno oporo za sprejemanje pravih odločitev, ki pomenijo ustvarjanje vrednosti. Če ekonomsko ovrednoten investicijski projekt povečuje premoženje lastnikov podjetja, kar je osnovni cilj, potem je ta projekt sprejemljiv. Kot smo že omenili, so za menedžment sprejemljivi le tisti investicijski projekti, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost oziroma, tisti, ki imajo najvišjo vrednost v primeru možnosti izbire med več opcijami. Ker so ti modeli usmerjeni v prihodnje poslovanje podjetja, pomeni, da so primernejši in bolj relevantni za merjenje uspešnosti poslovanja podjetja.

S tem se brez dvoma definirajo dejavniki, ki vplivajo na ustvarjanje premoženja za lastnike, saj se menedžment podjetja usmerja k strategiji poslovanja in sprejemanju odločitev, ki imajo za cilj ustvarjanje vrednosti (Young & O'Byrne, 2000, str. 18-19). Govorimo o tako imenovanem menedžmentu vrednosti (Value Based Management – VBM). Koncept diskontiranih vrednosti denarnih tokov, ki bodo nastali v prihodnje, vsebuje naslednja sodobna merila uspešnosti, po katerih se sprejemajo in ekonomsko vrednotijo investicijski projekti (Berk et al., 2006, str. 98-107):

- doba povračila (angl. Discounted Payback);
- računovodska stopnja dobičkonosnosti (ARR – angl. Accounting Rate Of Return);
- neto sedanja vrednost (NPV – angl. Net Present Value);
- interna stopnja donosa (IRR – angl. Internal Rate Of Return);
- popravljena interna stopnja donosa (MIRR – angl. Modified Internal Rate Of Return);
- indeks donosnosti (PI - angl. Profitability Index).

V svetu je danes poznanih kar nekaj različnih modelov, katerih namen je merjenje ustvarjanja vrednosti in so v veliko pomoč menedžmentu pri sprejemanju odločitev. Najbolj znani, poleg ekonomske dodane vrednosti (EVA), so predvsem različni modeli, ki so jih razvila svetovno znana svetovalna podjetja (Kosi, 2004, str. 22–23; Biddle, Bowen, & Wallace, 1999, str. 5). Young & O'Byrne (2000, str. 44–48, 381) tako menita, da so ti številni modeli merjenja uspešnosti poslovanja podjetij rezultat tako imenovanih metričnih vojn (angl. Metric Wars), ki so potekale med vodilnimi svetovalnimi podjetji na svetu. Ta so si, seveda vsako zase, namreč močno prizadevala, da bi čim več menedžerjev uporabljalo izključno njihov model. Naštejmo nekatere izmed njih:

- model dobičkonosnosti naložb na podlagi denarnega toka (CFROI – angl. Cash Flow Return On Investment);
- model dodane vrednosti denarnega toka (CVA – angl. Cash Flow Value Added);
- model dodane vrednosti za delničarje (SVA – angl. Shareholder Value Added);
- menedžment ekonomske vrednosti (EVM – angl. Economic Value Management);
- model dobičkonosnosti investiranega kapitala (ROIC – angl. Return On Invested Capital);
- model tržne dodane vrednosti (MVA – angl. Market Value Added);
- model uravnoteženega sistema kazalnikov (BSC – angl. Balanced ScoreCard).

Eden izmed najbolj aktualnih modelov za merjenje uspešnosti, ki ni osredotočen samo na denarne tokove, ampak obravnava še preostale pomembne vidike v podjetju, je uravnoteženi

sistem kazalnikov (BSC – angl. Balanced Scorecard) (Young & O'Byrne, 2000, str. 289-303). Ta model omogoča menedžerjem, da spremljajo uresničevanje strategije podjetja in merijo uspešnost s pomočjo štirih ključnih vidikov in spletom med seboj povezanih kazalnikov (Kaplan & Norton, 2001, str. 95–104; Olve et al., 1999, str. 60–67). Uravnoteženi sistem kazalnikov skuša odgovoriti na izzive sodobnega časa in prikazuje dolgoročno oziroma strateško uspešnost podjetja. Ti vidiki so naslednji:

- finančni vidik;
- vidik poslovanja s strankami;
- vidik notranjih poslovnih procesov;
- vidik učenja in rasti.

Model dobičkonosnosti naložb na podlagi denarnega toka (CFROI – angl. Cash Flow Return On Investment) je mera dobičkonosnosti naložb, ki je opredeljena zelo podobno kot notranja stopnja donosnosti (IRR – Internal Rate Of Return), upošteva pa tudi vpliv inflacije. S primerjavo bruto denarnega toka z nabavno vrednostjo sredstev in ob upoštevanju njihove življenjske dobe se preračuna na notranjo stopnjo donosnosti.

Model dodane vrednosti denarnega toka (CVA – angl. Cash Flow Value Added) temelji na načelu neto sedanje vrednosti (NPV – Net Present Value) in upošteva kategorije denarnega toka (Mäkeläinen, 1998a, str. 30), ki jih ustrezno diskontira. Vključuje le postavke denarnega toka in predstavlja razliko med dejanskim denarnim tokom (OCF – Operating Cash Flow) in potrebnim denarnim tokom (OCFD – Operating Cash Flow Demand), ki predstavlja stroške vsega kapitala oziroma zahtevani donos vseh investorjev. Tu ločimo dve vrsti investicij, in sicer strateške ter nestrateške. Pri prvih je cilj ustvarjanje nove vrednosti v podjetju in s tem posledično večanje premoženja lastnikov podjetja. Nestrateške investicije pa so namenjene »le« vzdrževanju ustvarjene vrednosti s strani strateških investicij.

Model dodane vrednosti za delničarje (SVA – angl. Shareholder Value Added) temelji na predpostavki, da je poglavitni cilj podjetja maksimiziranje vloženih sredstev, saj lastniki podjetja pričakujejo realiziran donos v obliki rasti cene delnice in dividend. Zato mora menedžment podjetja ustrezno obravnavati in upoštevati vse dejavnike, ki vplivajo na dolgoročno povečevanje vrednosti podjetja. Po mnenju njenega avtorja Rappaporta (1986, str. 183), analiza dodatne vrednosti za delničarje izhaja iz stalnega napovedovanja pričakovanih donosov, njihovega diskontiranja na sedanjo vrednost in posledično vrednotenja podjetja. Merilo uspešnosti posledično temelji na primerjavi dejanskih donosov z napovedanimi.

4 EKONOMSKA DODANA VREDNOST (EVA)

Do sedaj smo že dodobra spoznali, da je temeljni cilj podjetja skladen namenu lastnikov in drugih investorjev, ki svoje prihranke nalagajo v podjetja. Vsi si želijo svojo premišljeno izbrano naložbo čim bolj oplemeniti in v čim krajšem času. V zadnjih dvajsetih letih je prišlo do okrepitve te ideje predvsem v Združenih državah Amerike, pozneje pa tudi v Evropi, Latinski Ameriki in Aziji. Razvila se je tako imenovana delničarska premoženjska kultura

(angl. Shareholder Wealth Culture), kot jo imenujeta Young in O'Byrne (2000, str. 5-8). S seboj je prinesla težnje po uvedbi novih metod merjenja uspešnosti poslovanja podjetij in njegovih aktivnosti. Glavni razlogi za iskanje novih metod za te namene so bili naslednji:

- izjemen razvoj mednarodnih kapitalskih trgov in s tem povezani globalizacija in deregulacija;
- povečanje likvidnosti ter izboljšanje nadzora in regulativnih pravil na omenjenih trgih s strani ustreznih inštitucij;
- uvajati se je začelo sodobno poslovanje, podprto s hitrim razvojem računalniške tehnologije za oblikovanje proizvodov ter vodenje proizvodnje;
- spremembe v dojemanju in obravnavanju cilja poslovanja s strani menedžmenta. Tradicionalno računovodsko merjenje uspešnosti poslovanja je spodbujalo menedžment k doseganju kratkoročnih ciljev poslovanja, in ne dolgoročnih, ki temeljijo na strateških odločitvah vitalnega pomena za uspešno prihodnost podjetja;
- menedžment izrazi željo po drugačnih informacijah o poslovanju podjetja, ki so v skladu z novim razumevanjem cilja poslovanja podjetja. To jim omogoči lažje sprejemanje odločitev ter bolj relevantno merjenje uspešnosti;
- izjemno povečanje trgovanja na kapitalskih trgih, porast tako inštitucionalnih kot zasebnih investitorjev na račun sprememb v pogledu na varčevanje ter investiranje.

Eno izmed vodilnih svetovalnih podjetij, ameriški Stern Stewart & Co., je leta 1982 razvilo koncept ekonomske dodane vrednosti (EVA - angl. Economic Value Added), ki ga je tudi zaščitilo kot svojo blagovno znamko. EVA je definiran kot dobiček, ki ostane lastnikom kapitala, ko od vloženega kapitala odštejejo stroške tega kapitala (Stern, Shiely, & Ross, 2003, str. 21). V nasprotju s tradicionalnimi merili uspešnosti, ki v izračunu upoštevajo le stroške dolga, ekonomska dodana vrednost vključuje tudi stroške lastniškega kapitala (Mäkeläinen, 1998b), obenem pa se priporoča za vse vrste poslovnih ocenjevanj. Koncept ekonomskega dobička kot podlaga EVA omogoča menedžmentu, da prevzame vidik lastnikov ter sprejema odločitve tako, da izpolnjuje njihova pričakovanja, torej povečuje vrednost kapitala.

Koncept ekonomskega dobička lahko po mnenju Bolčičeve (1999, str. 11) uporabljamo pri:

- oceni uspešnosti podjetja kot celote;
- oceni uspešnosti posameznih podjetij v korporaciji in posameznih poslovnih enot oziroma prodajnih programov;
- oceni ustreznosti in izbiri različnih možnih razvojnih strategij;
- oceni upravičenosti investicijskih projektov;
- oceni upravičenosti uvajanja novih prodajnih programov ali izdelkov;
- oceni upravičenosti združevanj, nakupov ali izločitev podjetij ali delov podjetij.

Pri sodobnih metodah merjenja uspešnosti, med katere sodi tudi EVA, ne gre za revolucionarne spremembe v spremljanju poslovanja, temveč bolj za pomembni miselni preskok, bolje rečeno nadaljnji razvoj tradicionalnega spremljanja poslovanja (Young & O'Byrne, 2000, str. 5).

Ekonomska dodana vrednost je le ena od oblik ekonomskega dobička, ki ga je že leta 1890 opredelil Alfred Marshall (Mäkeläinen, 1998b). Menil je, da mora dobiček podjetja pokriti vse stroške financiranja, tudi stroške lastniškega kapitala. To dejansko pomeni, da se mora lastnikom investiranega kapitala zagotoviti normalen donos. Šele potem lahko rečemo, da je podjetje poslovalo s pravim dobičkom, s čimer se strinja tudi Peter Drucker (2001, str. 115). Pravi, da podjetje ustvarja izgubo, dokler ne ustvari dobička, ki je večji od stroškov kapitala.

Kot smo že omenili, razvoj EVA in drugih sodobnih modelov lahko razumemo kot kritiko tradicionalnih računovodskih kazalcev in drugih zgolj finančnih metod ocenjevanja uspešnosti poslovanja podjetij, ki izhajajo iz njih (Martin & Petty, 2000, str. 36). Investitorji si pri sprejemanju odločitev običajno pomagajo z različnimi informacijami in podatki, da bi kar najboljše ocenili posamezno naložbo, točneje podjetje in njegovo uspešnost poslovanja. Predvsem se poslužujejo finančnih podatkov in kazalnikov, ki temeljijo na računovodskih izkazih, ne zavedajo pa se njihovih pomanjkljivosti. Upoštevati bi morali, da so računovodski izkazi »napačno« osredotočeni predvsem na računovodski dobiček in ne na denarne tokove, ki edini kažejo pravo ekonomsko vrednost podjetja. Pri iskanju ustreznega merila uspešnosti, s katerim bi ob računovodskih podatkih dobili vpogled v pravo ekonomsko vrednost podjetja, so se v teoriji zato razvili številni novi modeli, ki poskušajo te pomanjkljivosti odpraviti.

Koncept ekonomske dodane vrednosti je kot orodje za merjenje uspešnosti podjetja osnovan na temeljnem cilju poslovanja podjetja, to je dolgoročna rast vrednosti navadne delnice oziroma enote lastniškega kapitala. V ospredje postavlja lastnike, ki so na eni strani zagotovili kapital za poslovanje podjetja (Lukežič, 2000, str. 5), na drugi strani pa pričakujejo čim večje povečanje vrednosti posamezne enote tega (lastniškega) kapitala. Kot smo že spoznali, je le-ta odvisna od sedanje vrednosti pričakovanih prihodnjih donosov, ki jo opredeljujejo višina pričakovanih neto denarnih tokov, njihova časovna razporeditev ter tveganja, da dejanski denarni tokovi ne bodo enaki pričakovanim (Bergant, 1998, str. 93–94). Lahko bi povzeli, da se sodobni modeli spremljanja uspešnosti poslovanja podjetja, med katere uvrščamo tudi ekonomsko dodano vrednost (EVA), osredotočajo na ustvarjanje vrednosti, ki zagotavlja pokritje vseh virov financiranja in obenem pomeni povečevanje premoženja za lastnike kapitala v podjetju. Kot smo že spoznali, so nova teoretična spoznanja in spremembe v gospodarskem okolju pripeljala do tega, da morajo sodobna merila uspešnosti, če želijo biti relevantna, upoštevati več različnih vidikov poslovanja, tudi na daljši rok. S tem menedžerjem omogočajo boljše razumevanje uspešnosti poslovanja, zaradi česar ti lažje sprejemajo poslovne odločitve.

5 ZGODOVINSKI RAZVOJ EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Osnovna zamisel o ekonomski dodani vrednosti je stara že več stoletij, saj je že leta 1777 Hamilton ugotovil, da podjetje ustvarja vrednost le, če zasluži več, kot znašajo njegovi stroški dolžniškega in lastniškega kapitala, pravi Biddle s sodelavci (1999, str. 2). Nekoliko pozneje, in sicer leta 1890, je Alfred Marshall razvil zamisel o ekonomskem dobičku. Kot smo že povedali, je ugotovil, da mora dobiček podjetja biti dovolj velik, da pokrije ne le poslovne stroške, pač pa mora zagotoviti tudi normalen donos lastnikom investiranega kapitala. Šele tedaj, ko so pokriti

vsi stroški, lahko rečemo, da je podjetje poslovalo dobičkonosno (Drucker, 2001, str. 115). Za nadaljnji razvoj in uporabo Marshallovega ekonomskega dobička imajo največ zaslug trije ameriški ekonomisti, Irving Fisher v tridesetih ter Franco Modigliani in Merton Miller v poznih petdesetih letih prejšnjega stoletja, saj so koncept ekonomskega dobička prenesli na področje vrednotenja podjetij (Grant, 2003, str. 1–4; Kosi, 2004, str. 27–28). Fisher je osnoval temeljno povezavo med neto sedanjo vrednostjo (NPV) podjetja in njegovimi diskontiranimi pričakovanimi prihodnjimi denarnimi tokovi, medtem ko sta Modigliani in Miller pokazala, da so investicijske odločitve podjetja s pozitivno neto sedanjo vrednostjo glavni dejavnik vrednosti podjetja in posledično cene njegove delnice, in ne nasprotno (Grant, 2003). Prepričana sta bila, da je ekonomski in ne računovodski dobiček tisti, ki določa vrednost podjetja in s tem dala ekonomskemu razumevanju uspešnosti podjetja prednost pred računovodskim modelom. Menila sta tudi, da mora biti zahtevana stopnja donosa proporcionalna prevzetemu tveganju, ter da je tržna vrednost podjetja rezultat racionalnega obnašanja investitorjev (Ehrbar, 1998, str. xiii). Rezultat vseh teh ugotovitev je postal temelj, na katerem so se razvila sodobna merila in metode, istočasno pa se je močno okrepila uporaba novih konceptov, kot sta neto sedanja vrednost (NPV) in ideja o diskontiranih denarnih tokovih.

Naloga menedžerjev je čim bolj povečati vrednost podjetja, zato se je pričakovalo, da bodo omenjene nove pristope uporabljali za pomoč pri sprejemanju odločitev, saj so bili bistveno bolj naravnani k vrednosti, kot starejši koncepti. Vendar so kljub sodobnim spoznanjem še dolgo vztrajali pri tradicionalnih računovodskih merilih. Eden od pglavitnih vzrokov za njihovo neuporabo, je bilo predvsem težavno ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala. Kot navajata Young in O'Byrne (2000, str. 165-168), sta pri premagovanju omenjenega problema veliko pripomogla Harry Markowitz in William Sharpe, in sicer z razvojem svojega lastnega modela. Razvila sta model določanja cen dolgoročnih naložb za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala oziroma CAPM model (angl. Capital Asset Pricing Model). Ta se je za menedžerje izkazal kot velika pomoč pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala ter pri splošni uveljavitvi metode diskontiranja denarnih tokov in neto sedanje vrednosti.

Drugi mejnik v razvoju modela ekonomske dodane vrednosti predstavljata avtorja teorije agentov, William Meckling in Michael Jensen. Teorija predpostavlja, da v velikih podjetjih prihaja do ločevanja funkcij lastništva in vodenja podjetja, zato je za pričakovati, da bodo menedžerji delovali v svojo korist, saj so njihovi cilji drugačni od ciljev lastnikov. V izogib omenjenemu konfliktu interesov morajo lastniki vzpostaviti takšne sisteme nadzora in nagrajevanja, s katerimi bodo motivirali menedžerje v sprejemanje odločitev in vodenje podjetja, ki vodijo k izpolnitvi ciljev lastnikov. Vse to pa seveda povzroča stroške, ki jih imenujemo stroški agentov. Ekonomska dodana vrednost se v tem primeru izkaže kot dobrodošla rešitev, in sicer kot podlaga sistemu nagrajevanja menedžerjev. Ti naj bi bili nagrajeni za doseganje čim večje ekonomske dodane vrednosti, kar je temeljni interes lastnikov podjetja, obenem pa bi se zniževali stroški nadzora agentov oziroma menedžmenta (Kosi, 2004, str. 28; Ehrbar, 1998, str. xvii).

Kot smo že omenili, je teorijo ekonomskega dobička v strokovno izpopolnjen model merjenja ekonomske uspešnosti leta 1982 razvilo ameriško svetovalno podjetje Stern Stewart & Co., specializirano za svetovanje na področju merjenja in ustvarjanja vrednosti (Kosi, 2004, str. 28; Grant, 2003, str. 1). Ekonomski dobiček so nadgradili z upoštevanjem vsebinskih prilagoditev, s čimer naj bi bile odpravljene pomanjkljivosti in omejitve računovodskih podatkov. Tako se je rodil nov sodobni model za merjenje uspešnosti, imenovan ekonomska dodana vrednost. Z njo si pomagamo pri ugotavljanju povečanja ali zmanjšanja vrednosti lastniškega kapitala, saj je opredeljena kot razlika med čistim dobičkom iz poslovanja in zahtevanim donosom na lastniške in dolžniške vire financiranja poslovanja podjetja.

Glavna spodbuda za začetek uporabe ekonomske dodane vrednosti v finančnem poslovanju podjetij je bila deregulacija trgov blaga in storitev ter liberalizacija trgovine. Posledično se je pojavila močna konkurenca, ki je podjetja spodbudila, da so svojim strankam ponujala vedno boljše proizvode in storitve, če so želela obdržati ugoden položaj na trgu. Trend deregulacije komercialnih trgov se je počasi razširil tudi na kapitalske trge, kjer je prišlo do razvoja trgov vrednostnih papirjev, napredka informacijske tehnologije in privatizacije. Tako kupci kot investitorji so postali bolj obveščeni in zahtevni. Zanimali so jih dovršeni proizvodi in specializirane storitve, kar lahko razumemo kot željo po »nečem več« - po večji vrednosti. Young in O'Byrne (2000, str. 9-13) omenjata, da je pri menedžmentu prišlo do zavedanja, da je prava dobičkonosnost podjetja posledica načrtnega poslovanja, ki ustvarja zahtevano vrednost. Če je podjetje ni sposobno ustvarjati, lastniki svoja sredstva investirajo v boljše naložbe.

Iz literature izhaja, da je razširjenost ekonomske dodane vrednosti največja v ameriškem gospodarstvu, kot merilo uspešnosti poslovanja podjetij pa se seveda uporablja tudi v Evropi in drugod po svetu. Po mnenju Petriča (2004, str. 20) so bili začetki uporabe v Evropi razmeroma pozni, saj so cilji poslovanja določeni nekoliko drugače kot v Združenih državah Amerike. Evropska podjetniška miselnost predvsem zagovarja uravnoteženost interesov med vsemi interesnimi skupinami podjetja, na primer lastniki, zaposlenimi, dobavitelji, kupci in okoljem, medtem ko je preko Atlantika cilj poslovanja opredeljen predvsem s povečevanjem vrednosti lastniškega kapitala.

V slovenskih podjetjih so se v zadnjih letih kot merilo za presojo uspešnosti poslovanja uporabljali predvsem kazalniki in kombinacije med njimi, ki izhajajo iz DuPontove sheme, med njimi predvsem dobiček in donosnost lastniškega kapitala (ROE). Kordež (2000, str. 18) pa meni, da pa verjetno ekonomsko dodano vrednost že izračunavajo tudi nekatera večja podjetja.

6 DEFINICIJA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Ameriško svetovalno podjetje Stern Stewart & Co. trži ekonomsko dodano vrednost (EVA) kot model za merjenje poslovne uspešnosti ter osnovo za sistem nagrajevanja uspešnega menedžmenta. Po mnenju avtorjev naj bi ta koncept nadomestil dosedanja tradicionalna računovodska merila. Osnovna formulacija ekonomske dodane vrednosti je sledeča (6):

$$EVA = (r-c) \times C \quad (6)$$

r (angl. Return) - donosnost

c (angl. Costs Of Capital) - stroški kapitala

C (angl. Capital) - kapital

Razvoj koncepta ekonomske dodane vrednosti temelji na ideji, da merila ekonomskega dobička ne zadoščajo za ugotavljanje prave ekonomske uspešnosti, ker temeljijo na računovodskih podatkih, ki so pomanjkljivi (Young & O'Byrne, 2000, str. 205). Po drugi strani pa bi lahko dejali, da je to samo različica ekonomskega dobička, pri kateri se pri izračunu dobička iz poslovanja in posledično povečanja vrednosti investiranega kapitala upoštevajo potrebne vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov (Mäkeläinen, 1998b; Young & O'Byrne, 2000). Ekonomska dodana vrednost je zasnovana na dejstvu, da morajo vsi lastniki kapitala dobiti ustrezen donos. Tradicionalna merila uspešnosti v tem smislu niso najbolj izpopolnjena, saj upoštevajo vse vire financiranja podjetja, z izjemo lastniškega kapitala; to je posledica dejstva, da ta merila temeljijo na računovodskih podatkih, o kritiki katerih smo že pisali. Da bi ohranili lastnike, ki so s poslovanjem podjetja zadovoljni, jim je treba zagotavljati donos, ki ustreza tveganju. Ob neuspešnem poslovanju bodo namreč lastniki podjetij svoje naložbe raje prodali ter poiskali druga, uspešnejša podjetja, ki bodo sposobna na dolgi rok zagotavljati zahtevani donos na vloženi kapital. Menedžerji bodo zato morali spremeniti zorni kot razumevanja poslovanja in vodenja podjetja. Naučiti se bodo morali meriti in ocenjevati uspešnost poslovanja podjetja s stališča lastnikov, katerih temeljni cilj je povečevanje njihovega premoženja (vrednosti lastniškega kapitala).

Koncept ekonomske dodane vrednosti nadgradi tradicionalno računovodsko merjenje poslovnega uspeha tako, da upošteva tudi stroške lastniškega kapitala in s tem ponudi celovito merilo uspešnosti, saj upošteva vse vire financiranja podjetja. Po Ehrbarju (1998, str. 6) je ekonomska dodana vrednost:

- merilo poslovanja podjetja, ki je tako teoretično kot praktično usmerjeno v ustvarjanje vrednosti za lastnike;
- edino merilo merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, ki da vedno pravilen in jasen odgovor, saj pozitivna EVA pomeni povečanje vrednosti za lastnike;
- temelj, ki usmerja strateško načrtovanje ter odločitve menedžmenta;
- preprosta, vendar učinkovita metoda za merjenje poslovanja in nagrajevanje menedžmenta;
- ključna spremenljivka v motivacijskem sistemu, ki povzroči, da se interesi lastnikov in menedžmenta poenotijo, kar pomeni, da delujejo usklajeno in učinkovito za doseganje najboljšega rezultata, to je povečanje vrednosti podjetja;
- okvir, ki ga podjetje lahko uporabi za predstavitev ciljev in dosežkov zainteresirani javnosti.

6.1 Povezava ekonomske dodane vrednosti z ekonomskim dobičkom

Ekonomski dobiček je izračunan kot razlika med čistim dobičkom iz poslovanja in stroški financiranja lastniškega in dolžniškega kapitala, kar prikazuje enačba (7):

$$\text{Ekonomski dobiček} = \text{čisti dobiček iz poslovanja} - \text{strošek kapitala} \quad (7)$$

Oblikovane so štiri glavne razlage ekonomskega dobička (Prašnikar & Debeljak, 1998, str. 21):

- je nagrada za prevzem tveganja in negotovosti;
- je rezultat občasnega neravnotežja na trgu;
- nekatera podjetja pridobijo monopolni dobiček zaradi visokih vhodnih ovir;
- je rezultat inovacijskih procesov in modernizacije podjetja.

Vsaka od omenjenih razlag pojasnjuje nastanek ekonomskega dobička na svoj način, po navadi pa ekonomski dobiček nastane kot kombinacija vseh omenjenih vzrokov. Da bi lahko nazorno prikazali razliko med ekonomsko dodano vrednostjo ter ekonomskim dobičkom, si bomo pomagali z naslednjo enačbo (8):

$$\begin{aligned} EVA &= \text{čisti dobiček iz poslovanja} - \text{strošek kapitala} \pm \text{računovodske prilagoditve} \\ &= \text{ekonomski dobiček} \pm \text{računovodske prilagoditve} \end{aligned} \quad (8)$$

Kot smo že dejali, je ekonomska dodana vrednost ena izmed izpeljank ekonomskega dobička, ki že sodi med sodobnejša merila, saj ima večjo in bolj relevantno vsebinsko vrednost kot tradicionalna merila poslovne uspešnosti. Ekonomski dobiček se namreč bistveno razlikuje od računovodsko ugotovljenega dobička, saj predpostavlja, da mora ekonomsko uspešno podjetje poleg stroškov drugih virov financiranja pokriti tudi strošek lastniškega kapitala, ki je odvisen od donosnosti alternativnih naložb s primerljivim tveganjem (Bolčič & Cerjak, 1999, str. 51). To pomeni, da upošteva tudi vidik lastnikov, s čimer upraviči popolnejšo teoretično podlago razumevanja uspešnosti poslovanja. Pozitivni ekonomski dobiček za razliko od tradicionalnega merila računovodskega dobička nedvomno pokaže, da je investicijski projekt sprejemljiv tako z vidika posameznega dela podjetja kot z vidika podjetja kot celote, obenem pa tudi ne prevzema večjega tveganja, kot bi bilo zaželeno. Vendar kljub vsemu to merilo v praksi ni zaživel, dokler se ni uveljavila ekonomska dodana vrednost, ki je ekonomskemu dobičku dodala vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov (Kosi, 2004, str. 29–31).

Če povzamemo, se tako ekonomski dobiček kot ekonomska dodana vrednost razlikujeta od računovodskega rezultata v upoštevanju stroškov financiranja zaradi upoštevanja tudi zahtevanega donosa na lastniški kapital. Razlika med ekonomskim dobičkom in ekonomsko dodano vrednostjo pa je v vsebinskih računovodskih prilagoditvah, ki jih posamezno podjetje izvede na podlagi svojih računovodskih podatkov (Young & O'Byrne, 2000, str. 107–111).

Ekonomska dodana vrednost se lahko opredeli in definira v dveh različicah (Stewart, 1991, str. 136–137). Najbolj pogosto je ekonomska dodana vrednost opredeljena kot razlika med računovodsko prilagojenim dobičkom iz poslovanja po prilagojenih davkih in stroški poslovno investiranega kapitala, potrebnega za doseganje tega dobička, kar prikazujemo z naslednjo enačbo (9) (Young & O'Byrne, 2000, str. 35):

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC) \quad (9)$$

S pomočjo ekonomske dodane vrednosti je tako mogoče takoj ugotoviti, za koliko dobiček podjetja presega ali zaostaja za celotnimi stroški, ki vključujejo tudi minimalni zahtevani donos na lastniški kapital (Ehrbar, 1998, str. 131).

Druga možnost izračuna pa definira ekonomsko dodano vrednost kot razliko med realizirano (doseženo) in pričakovano (zahtevano) stopnjo donosa. Povedano drugače, kot razliko med dobičkonosnostjo poslovno investiranega kapitala ter tehtanim povprečjem stroškov kapitala, ki je nato pomnožena z obsegom poslovno investiranega kapitala (10) (Young & O'Byrne, 2000, str. 46):

$$\begin{aligned} EVA &= (\text{realizirana dobičkonosnost} - \text{pričakovana dobičkonosnost}) \times IC \\ &= (ROIC - WACC) \times IC \end{aligned} \quad (10)$$

NOPAT (angl. Net Operating Profit After Tax) – računovodsko prilagojeni dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (od prilagojenega dobička iz poslovanja je odštet davek na dobiček, kot če bi bila osnova zanj omenjeni dobiček);

WACC (angl. Weighted Average Cost Of Capital) – strošek poslovno investiranega kapitala, ki je izračunan kot tehtano povprečje stroškov kapitala;

IC (angl. Invested Capital) – obseg poslovno investiranega kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega;

ROIC (angl. Return On Invested Capital) – dobičkonosnost poslovno investiranega kapitala, ki pomeni razmerje med NOPAT in IC.

Osnovna načela modela ekonomske dodane vrednosti so preprosta in razumljiva. Velja, da je podjetje uspešno, če je uspelo pokriti vse stroške, vključno s stroški kapitala. Večja kot je ekonomska dodana vrednost, bolj je podjetje uspešno (Lahovnik, 2003, str. 46). V primeru, da pa ekonomska dodana vrednost ni pozitivna, bodo lastniki kapitala podjetja premislili o prodaji svojih delnic in investiranju v podjetja, ki imajo pozitivne ekonomske dodane vrednosti, saj jim je v interesu vložiti lastna sredstva v naložbe, ki povečujejo premoženje. Po mnenju Berka in sodelavcev (2006, str. 57) investitorji vlagajo kapital v podjetje zaradi pričakovanega donosa ob danem tveganju, in večje kot je tveganje, višji morajo biti pričakovani donosi, da ga kompenzirajo oziroma nižja cena naložbe ustrezno nižja. Samo donos, ki je večji od pričakovanega, povečuje vrednost naložb investitorjev in vpliva na višanje cene delnice. Če je donos nižji od pričakovanega, lahko govorimo o ekonomski izgubi, ki zmanjšuje vrednost naložb investitorjem. Po mnenju Lukežiča (2000, str. 5) je ekonomska dodana vrednost določenega obdobja tok vrednosti lastniškega kapitala in število, ki nam pove, za koliko je podjetje povečalo vrednost naložb svojih investitorjev.

Teoretično imamo na voljo sledeče rezultate ekonomske dodane vrednosti:

- **pozitivna ekonomska dodana vrednost:** podjetje je poslovalo zelo uspešno, saj je preseglo pričakovanja investitorjev in njihovo zahtevano stopnjo donosa. To dejansko pomeni dodaten donos, ki povečuje vrednost navadnega lastniškega kapitala in s tem vrednost podjetja ter premoženje njegovih lastnikov. Investitorji dolžniškega kapitala pa dosežejo »le« donos, ki je bil določen vnaprej in ni odvisen od izida podjetja;
- **ekonomska dodana vrednost je enaka 0:** podjetje je poslovalo uspešno, saj je realiziralo donos kapitala, ki je enak strošku kapitala. S tem je doseglo zahtevani donos, ki so ga pričakovali investitorji navadnega lastniškega kapitala oziroma jim je bil obljubljen;
- **negativna ekonomska dodana vrednost:** negativna vrednost pomeni neuspešno poslovanje podjetja, saj le-to ni uspelo pokriti vseh stroškov, četudi morda izkazuje pozitivni računovodski dobiček. Investitorji navadnega lastniškega kapitala v tem primeru niso dosegli zahtevane donosnosti na vloženi kapital, kar pomeni, da podjetje zmanjšuje vrednost

lastniškega kapitala ter s tem njihovo premoženje. Investitorji dolžniškega kapitala pa so kljub negativni vrednosti bili poplačani, saj imajo vnaprej določene donose.

Da bi kar najbolj povečal vrednost lastniškega kapitala, si mora menedžment podjetja prizadevati za čim večjo ekonomsko dodano vrednost. Tudi če je ekonomska dodana vrednost v podjetju negativna, je pomembno, da si vsi zaposleni prizadevajo za njeno izboljšanje, pri čemer lahko veliko vlogo odigrajo različni načini nagrajevanja menedžmenta in drugih zaposlenih.

Young in O'Byrne (2000, str. 83-85) menita, da ima podjetje na razpolago naslednje načine povečanja ekonomske dodane vrednosti, s čimer se strinjajo tudi drugi (Stewart, 1991, str. 137–138; Kosi, 2004, str. 33–34; Stern et al., 2003, str. 76–77; Ehrbar, 1998, str. 134–135):

- **s povečanjem čistega dobička iz poslovanja po davkih.** Podjetje to lahko doseže z zmanjševanjem stroškov, prodajo bolj donosnih izdelkov, racionalizacijo poslovanja, povečano produktivnostjo ipd.;
- **z novimi investicijami v projekte,** katerih donosnost presega tehtano povprečje stroškov kapitala. To pomeni, da se gre za investicijske projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, kakršni so najbolj zaželeni, saj pomenijo dobičkonosno rast in povečevanje ekonomske dodane vrednosti;
- **z dezinvestiranjem** obsega kapitala, kjer donosnost ne presega njegovih stroškov. S tem se pojavijo prihranki, saj pride do zmanjšanja nepotrebnih stroškov;
- **z optimizacijo strukture poslovno investiranega kapitala.** Struktura virov financiranja poslovne dejavnosti je za podjetje pomembna, saj imajo različni viri različne stroške. Vse to vpliva na tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC). Za podjetje je pomembno, da skuša doseči takšno strukturo financiranja, ki mu povzroča čim nižje stroške financiranja in s tem večjo ekonomsko uspešnost.

To so torej vrste ukrepov, s katerimi lahko podjetje povečuje ekonomsko dodano vrednost. Najboljši način je kombinacija vseh ukrepov, saj podjetje na ta način racionalizira poslovanje in omogoči rast in razvoj na dolgi rok. S predstavljenimi načini je možno izboljšati ekonomsko uspešnost podjetja ter ustvarjati novo vrednost za njegove lastnike. Ekonomska dodana vrednost je torej opredeljena kot preostala mera uspešnosti in predstavlja razliko med čistim dobičkom iz poslovanja po prilagojenih davkih ter stroški poslovno investiranega kapitala, ki je potreben za doseganje tega dobička. Maksimiranje ekonomske dodane vrednosti je zato po mnenju Stewarta (1991, str. 137-138) pomembnejše kot maksimiranje drugih meril poslovne uspešnosti.

6.2 Povezava ekonomske dodane vrednosti (EVA) s tržno dodano vrednostjo (MVA)

Za boljše razumevanje ekonomske dodane vrednosti je pomembno predstaviti tudi tržno dodano vrednost (angl. MVA - Market Value Added), ki predstavlja razliko med tržno vrednostjo podjetja in knjigovodsko vrednostjo celotnega investiranega kapitala v podjetje (11) (Grant, 2003, str. 5). Naj ob tem omenimo, da je tržna vrednost podjetja razumljena kot vsota

knjigovodske vrednosti dolga in tržne vrednosti lastniškega kapitala, pod knjigovodsko vrednost celotnega investiranega kapitala v podjetje pa štejemo knjigovodske vrednosti tako dolga kot lastniškega kapitala (Gapenski, 1996, str. 1). Poglejmo si sedaj enačbi (11) in (12):

$$MVA = \text{tržna vrednost lastniškega kapitala} - \text{knjigovodska vrednost lastniškega kapitala} \quad (11)$$

oziroma po Brighamu in Davesu (2004, str. 208) (12):

$$MVA = \text{število uveljavljajočih delnice} \times \text{tržna cena} - \text{celotni navadni lastniški kapital} \quad (12)$$

Menedžment, ki zasleduje cilj ustvarjanja vrednosti za lastnike, mora delovati tako, da bo maksimiziral tržno dodano vrednost podjetja. To ni enako maksimizaciji vrednosti podjetja, ki jo preprosto dosežemo z investiranjem vedno večjih vsot. Podobno kot smo pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala uporabili pričakovani denarni tok in ustrezno diskontno stopnjo, lahko po mnenju Stewarta (1991, str. 154) za izračun tržne dodane vrednosti uporabimo ekonomske dodane vrednosti in ustrezno diskontno stopnjo. Sam je takšno med MVA in EVA opredelil na način, ki ga prikazuje naslednja enačba (13):

$$MVA = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t} \quad (13)$$

MVA (angl. Market Value Added) - tržna dodana vrednost

EVA (angl. Economic Value Added) - ekonomska dodana vrednost

kc - stroški lastniškega in dolžniškega kapitala

Kadar podjetje sveže zbrani kapital investira v projekt, katerega donos ravno pokrije stroške kapitala, se vrednosti podjetja in kapitala povečata za investirano vsoto, medtem ko ostane tržna dodana vrednost (MVA) nespremenjena. Slednja se poveča samo, kadar se na investirani kapital zasluži donos, ki je večji od stroškov tega kapitala. Rešitev je torej v pozitivni ekonomski dodani vrednosti (EVA). Z drugimi besedami povedano, mora podjetje investirati le v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, saj bo takrat tržna vrednost lastniškega kapitala presegala njegovo knjigovodsko vrednost. Kadar pa podjetje sveže zbrani kapital investira v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo, to zmanjšuje tržno dodano vrednost in posledično tudi premoženje lastnikov podjetja. Menedžment je v tem primeru s svojimi odločitvami znižal tržno vrednost enote lastniškega kapitala, saj je tržna vrednost lastniškega kapitala nižja od knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala. Koncept tržne dodane vrednosti tako opozarja, da rast sama zase ne ustvarja vrednosti. Tržna dodana vrednost se bo povečevala samo takrat, ko podjetje investira v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (Young & O'Byrne 2000, str. 28-31).

Zato, da bi poslovodstvo maksimiralo MVA in ustvarilo tržno vrednost za lastnike, mora maksimirati ekonomski tok prihodnje EVA, katerega ustvarjajo naložbe podjetja (Hawawini & Viallet, 2002, str. 509). Teoretično je tržna dodana vrednost (MVA) definirana kot vsota diskontiranih pričakovanih prihodnjih ekonomskih dodanih vrednosti (EVA) podjetja. Tržna dodana vrednost je kategorija, ki se na podlagi ekonomske uspešnosti poslovanja podjetja oblikuje na trgu. Akterji na trgu upoštevajo svoja pričakovanja o prihodnjih ekonomskih

dodanih vrednostih, ki jih podjetje lahko doseže, in ta pričakovanja se odrazijo v tržnih cenah vrednostnih papirjev na finančnih trgih (Stewart, 1991, str. 154). Takšna opredelitev pokaže neposredno povezanost ekonomske dodane vrednosti s pravo vrednostjo podjetja, zato je pričakovati, da bodo cene delnic podjetij s pozitivno ekonomsko dodano vrednostjo naraščale, kar bo pomenilo tudi rast tržne dodane vrednosti podjetja, nasprotno pa naj bi veljalo za cene delnic podjetij z negativno ekonomsko dodano vrednostjo (Grant, 2003, str. 5).

Tržna dodana vrednost meri poslovno uspešnost podjetja z dolgoročnega vidika in predstavlja strateško merilo, ki pokaže celotno ustvarjeno vrednost podjetja od njegovega nastanka do trenutka izračuna tržne dodane vrednosti. Na drugi strani meri ekonomska dodana vrednost poslovno uspešnost preko ustvarjene vrednosti na letni ravni, zato je zanimanje za ta koncept večje. Tržna dodana vrednost je manj primerna za ocenjevanje uspešnosti menedžmenta in nagrajevanje njegovega dela kot ekonomska dodana vrednost. Ekonomsko dodano vrednost je mogoče uporabiti kot merilo poslovne uspešnosti na vseh ravneh podjetja, medtem ko se tržna dodana vrednost izračunava za podjetje kot celoto. Ob tem je pomanjkljivost tržne dodane vrednosti tudi v tem, da je merilo mogoče izračunati samo za podjetje, s katerim se javno trguje na kapitalskem trgu. Problem je mogoče rešiti z uporabo ekonomske dodane vrednosti, ki je spremenljivka toka, jo je možno izračunati za posamezne dela podjetja in obenem motivira menedžment k ustvarjanju vrednosti, pravita Young in O'Byrne (2000, str. 28-42).

7 IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Za izračun ekonomske dodane vrednosti moramo najprej imeti relevantne podatke o čistem dobičku iz poslovanja ter poslovno investiranem kapitalu. Ti so kot računovodski podatki običajno zbrani v izkazu stanja in poslovnega izida podjetja, ki pa jih je treba po mnenju Koroščeve (2001, str. 106) pred samo uporabo za izračun ekonomske dodane vrednosti ustrezno prečistiti. Uporabniki ekonomske dodane vrednosti kot merila uspešnosti poslovanja namreč ugotavljajo, da uporaba računovodskih standardov izkrivlja njuno vrednost in s tem tudi ekonomsko dodano vrednost (Young & O'Byrne, 2000, str. 107-111). Tem slabostim se izognemo z ustreznimi vsebinskimi prilagoditvami računovodskih podatkov, pri čemer opustimo uporabo tistih računovodskih postavk, ki izkrivljajo merjenje ustvarjanja vrednosti. Vsebinske prilagoditve računovodskih izkazov pomenijo eno temeljnih značilnosti ekonomske dodane vrednosti - njeno neodvisnost od računovodskih predpisov in standardov. Kosijeva (2004, str. 35) meni, da s prilagoditvami vrednost ekonomske dodane vrednosti bolj približamo denarnim tokovom, torej resničnemu ekonomskemu rezultatu poslovanja podjetja. Obstaja veliko najrazličnejših možnih prilagoditev računovodskih izkazov. Podjetje Stern Stewart & Co., ki je razvil koncept ekonomske dodane vrednosti, jih navaja celo okoli 150, prav tako pa obstajajo različna mnenja glede pomembnosti in nujnosti posameznih prilagoditev (Young & O'Byrne, 2000, str. 205-206, 267-268).

Ločimo med štirimi vrstami prilagoditev, ki se razlikujejo glede na stopnjo natančnosti vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov, ki jih uporabimo pri izračunu ekonomske dodane vrednosti (Horvat, 2000, str. 18):

- **osnovna prilagoditev** pomeni upoštevanje zgolj računovodskih podatkov brez vsebinskih prilagoditev. Dodatno moramo upoštevati le stroške poslovno investiranega kapitala;
- **razkrita prilagoditev** je opravljena na podlagi javno dostopnih podatkov o poslovanju podjetja;
- **prilagoditev računovodskih podatkov »po meri« podjetja** upošteva potrebe in značilnosti posameznega podjetja;
- **prava prilagoditev** vsebuje vse potrebne vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov, zato omogoča najnatančnejši izračun ekonomske dodane vrednosti.

Kosijeva (2004, str. 36) meni, da je najprimernejše izračunavati ekonomsko dodano vrednost s pomočjo prilagoditev po meri podjetja. Na ta način je mogoče najti pravo razmerje med preprostostjo izračuna in njegovim razumevanjem ter natančnostjo, s katero se pokaže prava ekonomska dodana vrednost. Ker pa vsaka prilagoditev povzroči drugačen vpliv na izračun glede na število uporabljenih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov, ločimo štiri osnovne različice ekonomske dodane vrednosti (Ehrbar, 1998, str. 164-166):

- **bazična ekonomska dodana vrednost** (angl. Basic EVA) pomeni razliko med računovodsko izkazanim dobičkom iz poslovanja in stroški celotnega kapitala. Pri njenem izračunu upoštevamo zgolj podatke, ki izhajajo iz računovodskih izkazov, brez prilagoditev, kljub temu, pa je še vedno boljše merilo poslovne uspešnosti kot računovodsko izkazani čisti dobiček, saj upošteva stroške navadnega lastniškega kapitala;
- **razkrita ekonomska dodana vrednost** (angl. Disclosed EVA) uporablja standardne vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov. Je boljše merilo poslovne uspešnosti kot bazična različica, še vedno pa ne dovolj ustrezno;
- **prirojena ekonomska dodana vrednost** (angl. Tailored EVA) vsebuje poleg standardnih prilagoditev še dodatne prilagoditve, ki so specifične za vsako posamezno podjetje. Prilagoditve so odvisne predvsem od poslovne dejavnosti, organizacijske strukture, strategije in računovodske prakse. Pri tem se mora podjetje odločiti, kako natančno bo merilo ekonomsko dodano vrednost, kajti več prilagoditev pomeni večjo kompleksnost in težje razumevanje;
- **prava ekonomska dodana vrednost** (angl. True EVA) pa je teoretično najpravilnejše in najnatančnejše merilo uspešnosti poslovanja, saj upošteva vse relevantne vsebinske prilagoditve in natančno izračunane stroške kapitala. Slabost je le, da je tako natančen izračun pogojen z visokimi stroški ter s specifičnim znanjem.

Z vidika prilagoditev ekonomske dodane vrednosti bi lahko dejali, da večje število vsebinskih popravkov pomeni tudi večje ekonomske dodane vrednosti. Vendar temu ni tako, saj ni nujno, da računovodske pomanjkljivosti na velikost ekonomske dodane vrednosti vedno vplivajo v negativni smeri. Mnogi avtorji zagovarjajo različno število potrebnih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov podjetja, a so si enotni, da je za podjetje najbolj primerno okoli 8 prilagoditev. Young in O'Byrne (2000, str. 267) navajata dva razloga:

- menedžerji nasprotujejo odstopanjem od računovodskih standardov;

- podjetja ugotavljajo, da ima večina predlaganih prilagoditev malo ali nič vrednostnega vpliva na dobiček. Nekateri avtorji celo menijo, da je za večino podjetij bolje, če ne prilagajajo podatkov in se osredotočijo le na osnovni računovodski dobiček.

V izogib zmedi, koliko prilagoditev je potrebnih, so se izoblikovala določena napotila glede izbire ustreznega nabora prilagoditev. Najpomembnejša je bistvenost posamezne prilagoditve. To pomeni, da naj spremenjene računovodske vrednosti pomembno vplivajo na sprejemanje odločitev s strani menedžmenta, ki ima za cilj povečevati premoženje lastnikov. Druga priporočena napotila so sledeča (Young & O'Byrne, 2000, str. 258; Ehrbar, 1998, str. 178):

- na voljo morajo biti vse potrebne informacije;
- učinek vsebinske prilagoditve mora biti pomemben in opazen;
- prilagoditve naj bodo razumljive menedžmentu, lastnikom in zaposlenim;
- menedžerji morajo imeti vpliv na kategorijo, za katero se vpeljuje prilagoditev;
- prilagoditev računovodskih kategorij naj bo dokončna in nepreklicna;
- uporaba vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov za izračun ekonomske dodane vrednosti mora imeti precejšen vpliv na tržno vrednost podjetja.

7.1 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov

Najpogostejše vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov se nanašajo predvsem na kategorije, kot so zaloge, amortizacija, terjatve, stroški, naložbe ter prevzemi (Stewart, 1991, str. 113–114; Young & O'Byrne, 2000, str. 206–255; Ehrbar, 1998, str. 167–177; Ekar, 2000, str. 74–81; Hočevar, Igličar, & Zaman, 2002, str. 50–55; Korošec, 2001, str. 106–108; Grant, 2003, str. 170–175; Kosi, 2004, str. 38–50; Stern et al., 2003, str. 26–28):

- **Sprememba vrednosti zalog.** Če se v določenem obdobju cene novonabavljenih enot ali stroški novoprodučenih enot razlikujejo od cen oziroma stroškov enot iste vrste v zalogi, se morajo uporabiti kvantitativne metode vrednotenja zalog, med katerimi sta najpogostejši metodi zadnjih cen (angl. LIFO - Last-In, First-Out) in zaporednih cen (angl. FIFO - First-In, First-Out). Ključni dejavnik, ki pozneje od nas zahteva prilagoditve računovodskih podatkov, je razlika, ki nastane zaradi vrednotenja zalog z obema metodama. Le-to imenujemo LIFO prihranek, zanj pa velja, da se stopnjuje v razmerah inflacije. LIFO metoda je primernejša kot druge metode vrednotenja zalog, saj v inflacijskem obdobju omogoča koriščenje davčnih ugodnosti, izkazuje realnejše stroške in odhodke ter s tem tudi poslovni izid podjetja. Young in O'Byrne pa (2000, str. 227) ugotavljata, da ima omenjena metoda dve pomembni pomanjkljivosti, ki vplivata na izračun ekonomske dodane vrednosti:
 - podcenjenost zalog je lahko zelo visoka, kar posledično podcenjuje vrednost sredstev in s tem višino investiranega kapitala;
 - precenjuje se poslovni izid in s tem tudi EVA, kadar podjetje v tekočem obračunskem obdobju porabi zaloge iz prejšnjega obračunskega obdobja.

Zaradi navedenih značilnosti si podjetja pri izračunu EVA pomagajo s prilagoditvijo računovodskih podatkov z LIFO prihrankom. Najprej ugotovijo razliko med tekočimi cenami in starimi cenami zalog, ter jo nato prištejejo k investiranemu kapitalu. Izračunan znesek LIFO prihranka pa na koncu prištejejo oziroma odštejejo od dobička iz poslovanja (NOPAT), če je prišlo do letnega povečanja oziroma zmanjšanja LIFO prihranka;

- **Dolgoročne rezervacije** podjetja oblikujejo za pokrivanje prihodnjih potencialnih obveznosti. S tem zmanjšujejo poslovni izid tekočega obdobja in ne prihodnjega obdobja, v katerem bodo obveznosti lahko dejansko nastale. Ker nas pri izračunu ekonomske dodane vrednosti zanima, kakšno vrednost je podjetje dejansko ustvarilo v proučevanem obdobju, sta potrebni dve vsebinski prilagoditvi: vrednost dolgoročnih rezervacij se prišteje k poslovno investiranemu kapitalu, povečanje oziroma zmanjšanje dolgoročnih rezervacij pa se prišteje oziroma odšteje od dobička iz poslovanja. Naj na tem mestu dodamo še, da če podjetje ne bi oblikovalo dolgoročnih rezervacij, bi to pomenilo višji dobiček, ki bi po odbitju davka na dobiček postal del trajnega kapitala podjetja;
- **Stroški raziskovanja in razvoja** pomenijo investicije, povezane z raziskavami in razvojem prihodnjih novih izdelkov in procesov, od katerih v prihodnosti pričakujemo donose. Pogosto so računovodsko izkazani kot tekoči poslovni odhodki, kar pa z vidika ekonomske dodane vrednosti ni primerno, saj tako neposredno vplivajo na slabši poslovni izid, s tem pa tudi znižujejo prihodnjo tržno vrednost podjetja. Ekonomska dodana vrednost to slabost popravi z obravnavanjem teh stroškov kot sredstev podjetja, točneje kot povečanje investiranega kapitala. Na ta način jih podjetje lahko glede na pričakovano življenjsko dobo izdelka ali procesa amortizira skozi več let in posamezne zneske upošteva v poslovnem izidu;
- **Stroški trženja in izobraževanja** se morajo podobno kot stroški raziskovanja in razvoja obravnavati kot naložbe v prihodnost. Tudi ti stroški se ne nanašajo le na obdobje, v katerem so nastali, ampak na daljše obdobje, saj se šele pozneje pokaže njihova prava vrednost – kako uspešno je bilo podjetje v trženju lastnih proizvodov in storitev, blagovne znamke ter izobraževanju kadrov. Za potrebe izračunavanja ekonomske dodane vrednosti moramo stroške trženja in izobraževanja prišteti k poslovno investiranemu kapitalu, jih amortizirati v skladu z ugotovljeno dobo koristnosti in nato upoštevati pri dobičku iz poslovanja. Običajno se uporablja metoda rastočega časovnega amortiziranja, za katero velja, da skozi amortizacijsko obdobje stroški padajo, njihov učinek pa se povečuje;
- Za **strateške naložbe** je značilno, da donosov ne moremo pričakovati takoj, pač pa šele v prihodnosti. Rešitev je v posebni obravnavi takšne investicije - pri izračunu ekonomske dodane vrednosti jo vodimo na posebnem računu, ki mu sproti pripisujemo strošek kapitala, vendar investicije ne obravnavamo kot poslovno investiran kapital, dokler ne začne prinašati prihodkov iz poslovanja. Izračun ekonomske dodane vrednosti tako uspešno rešuje problem poslovne kratkovidnosti. Če zgornje prilagoditve ekonomske dodane vrednosti ne bi bilo, menedžerji pogosto ne bi sprejeli strateške naložbe, saj jim na kratek rok zmanjšuje poslovno uspešnost;
- **Stroški prestrukturiranja so rezultat prizadevanja podjetja za zmanjševanje izgube**, ki nastajajo zaradi napačnih odločitev menedžmenta. Cilj je prezaposlitev kapitala podjetja na način, da bo postal dobičkonosen. Ekonomska dodana vrednost v nasprotju z računovodstvom teh stroškov ne obravnava kot stroškov v obračunskem obdobju, ampak jih razume kot potrebno naložbo v sedanjosti za prihodnje uspešno poslovanje podjetja. Za pravilen izračun ekonomske dodane vrednosti je treba za ustrezne zneske povečati poslovno investiran kapital ter jih prišteti k dobičku iz poslovanja;

- Pri **prevzemih in nakupih podjetij** pogosto nastane razlika med višjo nabavno ceno in nižjo pošteno vrednostjo prevzetega podjetja, kar se računovodsko evidentira kot dobro ime. Računovodska pravila zavezujejo podjetja, da morajo dobro ime amortizirati, kar pa je s stališča ekonomske dodane vrednosti neprimerno, saj predstavlja del investiranega kapitala, ki naj bi trajno ustvarjal donos. Zato pri izračunu znesek amortizacije iz naslova dobrega imena prištejemo k dobičku iz poslovanja, za znesek celotnega popravka vrednosti dobrega imena pa povečamo poslovno investiran kapital;
- Pri **amortizaciji osnovnih sredstev** podjetja najpogosteje uporabljajo metodo enakomerne amortizacije, ki dobro odseva zastarevanje sredstev, vendar je njena slabost v tem, da se vrednost naložb v osnovna sredstva postopno enakomerno znižuje, s tem pa se povečuje ekonomska dodana vrednost, kar povzroči, da postanejo stara osnovna sredstva z vidika menedžmenta bolj zaželeni od novih in sodobnejših, saj so cenejša. Za rešitev tega problema se predlaga anuitetni način amortiziranja oziroma tako imenovana metoda rastočega časovnega amortiziranja, kjer so stroški amortizacije in stroški kapitala obratno sorazmerno povezani. To pomeni, da so popravki vrednosti osnovnih sredstev najprej zelo nizki, nato pa s starostjo bolj naraščajo, obratno sorazmerno pa se gibljejo stroški kapitala. Skupni znesek amortizacije in stroška kapitala ostaja enak vse obdobje, s čimer je vpliv razvrednotenja sredstev zaradi linearne amortizacije odstranjen;
- Pri **poslovnih najemih** so predmeti najema izkazani izvenbilančno, kar pomeni, da je vrednost teh sredstev v bilanci stanja nižja, kot bi bila v primeru lastništva. Pri izračunu ekonomske dodane vrednosti je potrebna vsebinska prilagoditev, saj se ta sredstva ne štejejo med kapital, ki je investiran v poslovnem procesu. Ugotoviti je treba stroške poslovnih najemov in za to vrednost povečati dobiček iz poslovanja, na drugi strani pa je treba povečati tudi vrednost poslovno investiranega kapitala za sedanjo vrednost prihodnjih najemnin;
- Za izračun ekonomske dodane vrednosti je treba vse te **dejavnosti, ki niso povezane s poslovno dejavnostjo podjetja**, izključiti. Zato se ne upoštevajo prihodki/odhodki iz financiranja ter drugi izredni prihodki/odhodki;
- Osnova za izračun **davka na dobiček** je računovodsko ugotovljeni dobiček, ki upošteva izkoriščene davčne olajšave podjetja in ne odraža ekonomske uspešnosti. Vendar pa le-ta za izračun ekonomske dodane vrednosti ni ustrezen, saj so vsebinske prilagoditve spremenile osnovo za izračun davka na dobiček. Zato je treba davek od dobička prilagoditi tako, da pri njegovem izračunu kot osnovo upoštevamo dobiček iz poslovanja po opravljenih prilagoditvah (EBIT). Na ta popravljeni poslovni izid apliciramo efektivno davčno stopnjo in dobimo vrednost davka. Le-ta se nato odšteje od popravljenega dobička iz poslovanja (EBIT) in dobimo čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT), ki ustreza EVA.

7.2 Izračun stroškov kapitala

Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC - angl. Weighted Average Cost Of Capital) je strošek vseh virov financiranja podjetja, tako dolžniških kot lastniških. Vsaka izmed teh oblik kapitala ima različno stopnjo tveganja in zaradi tega tudi različno zahtevano stopnjo donosa. Na trgu kapitala praviloma velja, da se investitorji med dvema naložbama odločijo za tisto, ki ima pri enakem pričakovanem donosu manjše tveganje oziroma tisto, ki ima pri enakem tveganju

višji pričakovani donos (Young & O'Byrne, 2000, str. 161). Zahtevane stopnje donosov vsake oblike kapitala so tehtane z deleži komponent v celotnem kapitalu in predstavljajo skupni strošek kapitala ali tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) (Brigham & Daves, 2004, str. 296–297). Enačba za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala je naslednja (14):

$$WACC = w_d r_d (1-T) + w_{ps} r_{ps} + w_{ce} r_s \quad (14)$$

WACC (angl. *Weighted Average Cost Of Capital*) – tehtano povprečje stroškov kapitala;

w_d - delež dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu;

r_d - (angl. *Cost Of Debt*) – strošek dolžniškega kapitala;

T - (angl. *Tax*) – davčna stopnja;

w_{ps} - delež prednostnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu;

r_{ps} - (angl. *Cost Of Preferred Stock*) – strošek prednostnega lastniškega kapitala;

w_{ce} - delež navadnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu;

r_s - (angl. *Cost Of Common Stock*) – strošek navadnega lastniškega kapitala.

Pri optimalni strukturi kapitala so stroški financiranja oziroma stroški kapitala najnižji, zato si podjetja prizadevajo doseči takšno strukturo, saj bo s tem njihova ekonomska dodana vrednost najvišja.

S pojmom **stroški dolžniškega kapitala** označujemo predvsem obresti, ki jih mora podjetje plačati posojilodajalcem, ki so po navadi banke, ter lastnikom dolžniških vrednostnih papirjev, na primer obveznic. Na višino obrestne mere vplivata predvsem tveganje, da podjetje ne bo vrnilo dolgovanih sredstev v obliki glavnice in obresti ter čas zadolžitve. Podjetjem se pri izračunu stroškov dolga pogosto pojavljajo težave, zato si običajno pomagajo z izračunavanjem donosnosti do dosvetja za svoj že izdani dolžniški kapital ali pa uporabijo strošek dolžniškega kapitala pri primerljivih podjetjih. Pri tem je treba upoštevati, da so obresti, ki jih podjetje plačuje za dolžniški kapital, davčno priznani odhodek in zato zmanjšujejo davčno osnovo. Posledično so stroški dolžniškega kapitala za podjetje nižji, s tem pa se zniža tudi davek na dobiček, čemur pravimo tudi davčni ščit. Strošek dolžniškega kapitala je torej nižji od zahtevane donosnosti upnikov in se izračuna tako, da se od obrestne mere dolžniškega kapitala odšteje davčni prihranek (15) (Brigham & Daves, 2004, str. 298–299):

$$\begin{aligned} \text{Strošek dolžniškega kapitala po davkih} &= \text{obrestna mera} - \text{davčni prihranek} \\ &= r_d - r_d \times T = r_d \times (1-T) \end{aligned} \quad (15)$$

r_d (angl. *Cost Of Debt*) – obrestna mera oziroma strošek dolžniškega kapitala brez upoštevanja davčnega prihranka;

$r_d \times T$ (angl. *Tax Savings*) – davčni prihranek;

T (angl. *Tax*) – davčna stopnja.

Izračun **stroška navadnega lastniškega kapitala** je največji izziv znotraj tehtanega povprečnega stroška kapitala, saj je to dejansko oportunitetni strošek drugih naložb s primerljivim tveganjem oziroma najvišji možni donos, ki ga lastniki pričakujejo. Donos lastniškega kapitala je nemogoče objektivno definirati, saj si vsak investitor uspešnost poslovanja podjetja razlaga subjektivno in na podlagi lastnih pričakovanj, torej drugače kot ostali. Zato je edina možnost, da se zahteve lastnikov poskušajo oceniti z opazovanjem

obnašanja trga kapitala (Young & O'Byrne, 2000, str. 165). Za oceno stroška navadnega lastniškega kapitala so se tako v praksi uveljavile tri metode:

- **metoda diskontiranih denarnih tokov** (angl. Discounted Cash Flow) izhaja iz enačbe za izračun vrednosti delnic na podlagi enakomerne rasti dividend,
- **metoda premije za tveganje** (angl. Bond-Yield-Plus-Risk-Premium Approach), ki izhaja iz obrestne mere za dolgoročni dolg in dodatno premijo za tveganje na račun lastniškega kapitala, ki mora nositi višji donos, saj je bolj tvegan,
- **metoda CAPM** (angl. Capital Asset Pricing Model), kjer je pričakovana donosnost lastniškega kapitala, ki je tvegana naložba, enaka donosnosti netvegane naložbe, povišani za premijo za tveganje.

Kot smo že omenili, morajo menedžerji pri **oceni optimalne strukture vloženega kapitala** izbrati takšno strukturo kapitala, ki povečuje tržno vrednost podjetja in s tem povečuje premoženje lastnikov podjetja. Vrednost podjetja namreč narašča, če podjetje znižuje stroške financiranja, to pa se lahko doseže s spremembo strukture virov financiranja. Optimalna struktura vloženega kapitala naj bi bila tista, ki bi zagotavljala ravnotežje med tveganjem in donosom ter s tem kar najbolj zvišala ceno delnice pri obstoječih stroških celotnega kapitala (Dimc, 2005, str. 62).

8 PREDNOSTI IN POMANJKLJIVOSTI EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

8.1 Prednosti uporabe ekonomske dodane vrednosti

Koncept ekonomske dodane vrednosti za razliko od tradicionalnih kazalnikov upošteva vse vire financiranja, tudi oportunitetni strošek lastniškega kapitala in tako pozornost usmerja v racionalno uporabo sredstev, ki ustvarja vrednost podjetja in s tem povečuje premoženje lastnikov. Na podlagi tega se izkaže za primerno merilo uspešnosti poslovanja podjetja, saj se osredotoči na doseganje cilja lastnikov podjetja. Kot smo do sedaj že dodobra spoznali, je to maksimiziranje vrednosti enote lastniškega kapitala.

Mäkeläinen (1998b) pravi, da je verjetno največja prednost koncepta ekonomske dodane vrednosti dejstvo, da zaposlene in menedžerje pripravi do tega, da začnejo razmišljati kot lastniki. To pomeni, da usklajuje cilje lastnikov in menedžerjev, kar omili problem agenta in principala ter znižuje s tem povezane stroške. Ekonomska dodana vrednost se lahko uporablja tudi kot sistem nagrajevanja uspešnega dela menedžmenta, saj je jasna in razumljiva podlaga, na kateri se uspešno poslovanje s strani menedžmenta ustrezno nagradi. Že sama pozitivna vrednost ekonomske dodane vrednosti je indikator poslovne uspešnosti, česar ne moremo trditi za računovodsko izkazani čisti dobiček (Ličen, 2001, str. 72). Nadalje meni, da koncept ekonomskega dobička, na katerem temelji ekonomska dodana vrednost, ne vsebuje pomanjkljivosti, ki so značilne za merila, temelječa na računovodskem izkazovanju rezultatov, torej je ekonomska dodana vrednost neodvisna od računovodskih standardov.

Metoda ekonomske dodane vrednosti je uporabna tudi pri primerjavah uspešnosti podjetja, saj omogoča štiri različne vrste primerjanja: notranje primerjanje med oddelki, primerjanje s konkurenti, primerjanje z najuspešnejšimi podjetji ter primerjanje znotraj panoge. Na podlagi teh primerjav si menedžment pridobi širšo sliko o poslovanju podjetja, ki ga vodi, njene izsledke pa lahko s pridom uporabi pri načrtovanju ciljev in upravljanju s sredstvi, z namenom uspešnega poslovanja (Lahovnik, 2003, str. 46). Ne nazadnje je prednost ekonomske dodane vrednosti, da je primeren indikator spremembe tržne cene delnice, saj se lahko na podlagi gibanja njene vrednosti v času uporabi za ocenjevanje prihodnje vrednosti delnice (Ličen, 2001, str. 73). Za zaključek pa si pogledajmo, katere prednosti modela ekonomske dodane vrednosti izpostavljajo kar njeni avtorji, ki prihajajo iz ameriškega svetovalnega podjetja Stern Stewart & Co. Ključne prednosti svojega modela predstavijo v naslednjih štirih točkah, znanih kot štirih M (4M):

- merjenje (angl. Measurment): EVA je najnatančnejše merilo poslovne uspešnosti;
- menedžment (angl. Management System): EVA je edino merilo za vse odločitve;
- motivacija (angl. Motivation): s pomočjo EVA se poenotijo cilji menedžmenta ter lastnikov;
- miselnost (angl. Mindset): EVA vodi v izboljšanje poslovanja, torej povečevanja vrednosti za lastnike.

8.2 Pomanjkljivosti uporabe ekonomske dodane vrednosti

Ker si moramo pri izračunu ekonomske dodane vrednosti pomagati s prilagoditvami računovodskih izkazov, lahko preveliko število le-teh, po mnenju Younga in O'Byrne (2000, str. 267-268), napravi model EVA nepregleden, manj objektivni ter težje razumljiv. Dodatna kritika, ki prav tako prihaja na račun prilagoditev računovodskih podatkov, pravi, da je število uporabljenih prilagoditev posledica subjektivne odločitve menedžmenta podjetja. S tem lahko pride do manipulacij, z namenom, da bi se pokazal čim boljši izid poslovanja. Prav tako pa menedžerjem niso vedno na voljo vsi potrebni podatki, ki jih zahteva izračun ekonomske dodane vrednosti, osnovne informacije pa niso dostopne niti vsem interesnim skupinam podjetja (Korošec, 2001, str. 114- 115). Rezultat izračuna ekonomske dodane vrednosti je absolutno število, ki kaže, kolikšna je na novoustvarjena vrednost v preteklem poslovnem obdobju. Ličnova (2001, str. 73- 74) zato meni, da bodo večja podjetja prav zaradi svoje velikosti lažje dosegala višje absolutne zneske, s čimer pa bo otežena primerjava med podjetji različnih velikosti. Kot slabost ekonomske dodane vrednosti se omenja tudi njen računovodski izvor, ki »beleži« le poslovanje podjetja v preteklem obdobju. Potemtakem ekonomska dodana vrednost ne prikazuje dejanskega stanja, saj je usmerjena v preteklost. Nadaljnja slabost ekonomske dodane vrednosti je uporaba metode CAPM pri izračunu stroškov lastniškega kapitala, saj temelji na predpostavkah o učinkovitem trgu kapitala, kar ne ustreza vsem podjetjem. Ne nazadnje uveljavitev modela ekonomske dodane vrednosti predpostavlja visoke stroške izobraževanja ter precej velik časovni okvir, ki je potreben, da se podjetje prilagodi na ta model merjenja uspešnosti poslovanja (Ekar, 2000, str. 51). Zato naj bi se uporaba modela ekonomske dodane vrednosti odsvetovala v majhnih podjetjih ter podjetjih, ki poslujejo v nestabilnem finančnem okolju. Prav tako pa uporaba ni primerna za podjetja z dolgimi investicijskimi cikli, kjer se rezultati investicije pokažejo šele čez nekaj časa (Petrič, 2004, str. 20).

SKLEP

Odprtost kapitalskega trga bo povzročila še močnejšo konkurenco in s tem od podjetij zahtevala, da bodo sposobna dosegati dodano vrednost kot pogoj za povečevanje vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala podjetja. Uveljavitev koncepta za povečevanje vrednosti in modela, ki bo omogočal merjenje doseganja le-te, bo zato slej ko prej realnost. Pri ekonomskem presojanju uspešnosti sicer prevlada interes lastnikov podjetja, vendar večanje vrednosti kot temeljno sodilo uspešnosti upošteva tudi interese drugih interesnih skupin oziroma deležnikov. Ekonomska dodana vrednost kot vrednostno merilo uspešnosti poslovanja je nedvomno eno izmed najbolj primernih, saj upošteva vse različne vire financiranja podjetja, vključno z lastniškim kapitalom, ki tudi zahteva svoj donos, obenem pa vsebuje tudi vpogled v prihodnost, saj njen izračun temelji na diskontiranih vrednostih denarnih tokov ter upoštevanju tveganja. Ekonomska dodana vrednost je le eden izmed sodobnih modelov vrednosti, vendar je zaradi svoje preprostosti in razumljivosti trenutno v svetu med najbolj razširjenimi. Uvedba takšnega modela je dobrodošla in priporočljiva dopolnitev računovodske funkcije v podjetju. Ker pa je osredotočena na izpolnjevanje osnovnega cilja poslovanja - povečevanja vrednosti - jo menedžment lahko razume kot primerno osnovo za sprejemanje strateških odločitev.

Ekonomska dodana vrednost vsekakor ni univerzalno in popolno merilo uspešnosti poslovanja, kar smo lahko sami spoznali, vendar bi kljub temu lahko dejali, da je boljše kot večina tako imenovanih tradicionalnih meril in kazalnikov, saj se teoretično bistveno razlikuje v razumevanju poslovanja podjetja. Opomni nas namreč na izredno pomembnost lastniškega kapitala, ki ga tradicionalni koncepti ne upoštevajo. Na podlagi upoštevanja vseh virov financiranja nam je omogočeno popolnejše, celovitejše in bolj relevantno obravnavanje poslovanja podjetja.

Če bi želeli ponoviti temeljno vodilo, ki ga sporoča ekonomska dodana vrednost, bi lahko zapisali, da podjetje sledi osnovnemu cilju njegovih lastnikov, ko povečuje vrednost enote lastniškega kapitala in s tem premoženje lastnikov. To se zgodi, kadar je ekonomska dodana vrednost večja od nič, torej tedaj, ko je zagotovljen donos, ki pokrije vse stroške investiranega kapitala.

LITERATURA IN VIRI

1. *EVA Metrics [podjetja EVA Dimensions]*. Najedno 26. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.evadimensions.com/eva_metrics.php
2. Bergant, Ž. (1998). Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Borak Neven, (ur.), *Korporacijsko prestrukturiranje. Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije* (str. 87-101). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
3. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2006). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Biddle, G. C., Bowen., R. M., & Wallace, J. S. (1999). Evidence on EVA. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (2), 1–25.
5. Bolčič, T. (1999). Ravnanje za večanje vrednosti. *Iteo relacije*, Ljubljana, 1, 10-11.
6. Bolčič, T., & Cerjak, R. (1999). Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. *Gospodarski vestnik*, 24, 51-52.
7. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.) Thomson South-Western.
8. Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Daves, P. R. (1999). *Intermediate Financial Management*. (6th ed.) Fort Worth: Dryden Press.
9. Dimc, G. (2005). *Merjenje uspešnosti poslovanja po konceptu EVA v podjetju poslovni sistem Cimos TAM avtomobilska industrija*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Drucker, F. P. (2001). *Managerski izzivi v 21. stoletju*. Ljubljana: GV Založba.
11. Eccles, R. G. (1991). The Performance Measurement Manifesto. *Harvard Business Review*, 69 (1), 131-137.
12. Ehrbar, A. (1998). *EVA – The Real Key to Creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
13. Ekar, A. (2000). *Model ekonomske dodane vrednosti kot orodje za poslovno odločanje*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Gapenski, L. C. (1996). Using MVA and EVA to measure financial performance - market value added; economic value added. *Healthcare Financial Management*, str. 4. Najdeno 28. julija 2008 na spletnem naslovu http://findarticles.com/p/articles/mi_m3257/is_n3_v50/ai_18193961
15. Girotra, A., & Yadav, S. S. (2001). Economic Value Added (EVA): A New Flexible Tool for Measuring Corporate Performance. *Global Journal of Flexible Systems Management*, Jan-Mar. Najdeno 27. junija 2008 na spletnem naslovu http://findarticles.com/p/articles/mi_qa4012/is_200101/ai_n8931782
16. Grant, J. L. (2003). *Foundations of Economic Value Added*. (2nd ed.) Hoboken: John Wiley & Sons.
17. Hawawini, G., & Viallet, C. (2002). *Finance for Executives: Managing for Value Creation*. (2nd ed.) B.k.: South-Western.
18. Helfert, A. E. (2000). *Techniques of financial analysis: A Guide to Value Creation*. (10th ed.) Singapore: McGraw-Hill.

19. Hočevar, M. (2002). Novi pristopi pri spremljanju uspešnosti poslovanja (ABC, EVA, BSC) – Koliko je v njih mode in koliko napredka? *Zbornik referatov X. Posvetovanje Računovodstvo za notranje potrebe podjetij, Portorož* (str. 5- 28). Ljubljana: LM Veritas.
20. Hočevar, M., Igličar, A. & Zaman, M. (2002). *Osnove računovodstva*. (2. dopolnjena izdaja, 1. natis.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Horvat, T. (2000, 12. april). Za izračun EVA je potrebno prilagoditi nekatere računovodske podatke. *Finance*, str. 18.
22. Jones, G. R. (2007). *Organizational theory, design, and change*. (5th ed.) Pearson Prentice Hall.
23. Kaplan R. S. & Norton D. P.(2001). *The strategy focused organization: How balanced scorecard companies thrive in the new business environment*. Harvard Business School Publishing Corporation.
24. *Measuring Economic Value Added (EVA) - How Corporate Governance Works for Shareholders [podjetja Knowledge SMU]*. Najdeno 26. junija 2008 na spletnem naslovu <http://knowledge.smu.edu.sg/article.cfm?articleid=1128>
25. Kordež, B. (2000). Pogled nosilcev odločanja na delo analitikov s praktičnimi primeri izračuna uspešnosti poslovanja po metodi "EVA". *Zbornik referatov 6. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije* (str. 12-30). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
26. Korošec, B. (2001). Računovodski vidik ekonomske dodane vrednosti. *Zbornik referatov 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 103–118). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
27. Kosi, U. (2004). *Ustvarjanje vrednosti in ekonomska dodana vrednost*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Lahovnik, M. (2003). Ponuja EVA kislo jabolko?. *Gospodarski vestnik*, 52 (41), 46-47.
29. Ličen, Č. A. (2001). *Primerjava računovodskega in ekonomskega dobička*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Lukežič, B. (2000). Nagrajevanje na osnovi ekonomskega dobička. *Iteo relacije*, Ljubljana, 2, 5.
31. Mäkeläinen, E. (1998a). *Economic Value Added as a Management Tool*. Helsinki: Helsinki School of Economics and Business Administration.
32. Mäkeläinen E. (1998b). Implementing EVA. Najdeno 28. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.evanomics.com/implement/implementindex.shtml> in na <http://www.evanomics.com/evastudy.shtml>
33. Martin, D. J., & Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
34. Medjedović, B. (1999). *Računovodsko ugotavljanje uspešnosti podjetja z vidika dodane vrednosti*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Mramor, D. (1999). Sodobna finančna analiza podjetja. *Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 327–338). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
36. Olve, N.-G., Roy, J., & Vetter, M. (1999). *Performance Drivers: A Practical Guide to Using the Balanced Scorecard*. Chichester: John Wiley & Sons.

37. Petrič, T. (2004). Nerazumljena EVA. *Gospodarski vestnik*, 53 (26-27), 16-20.
38. Prašnikar, J., & Debeljak, Ž. (1998). *Ekonomski modeli za poslovne odločitve*. Ljubljana: GV Založba.
39. Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value – A New Method for Measuring Financial Performance*. New York: The Free Press, A Division of Macmillan Publishers.
40. Stern Stewart & Co. Research - The Americas (2000). *EVALuation – EVA and Strategy*. Najdeno 26. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.eva.com/ny/research/studies.aspx>
41. Stern Stewart Europe Limited (1999). *EVALuation - ABC, The Balanced Scorecard and EVA: Distinguishing the Means from the End*, 1 (2). Najdeno 26. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.eva.com/ny/research/studies.aspx>
42. Stern, J. M., Shiely, J. S., & Ross, I. (2003). *EVA kot izziv: Uvajanje sprememb, ki v organizacijo prinašajo dodano vrednost*. Ljubljana: GV Založba.
43. Stewart, B.G. III (1991). *The Quest For Value: The EVA Management Guide*. New York: Harper Business.
44. Tajnikar, M., Bršič, B., Bukvič, V., & Ponikvar, N. (2004). *Upravljalna ekonomika z vajami*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Trampuž, G. (2008). *Ekonomska dodana vrednost kot mera uspešnosti poslovanja slovenskih gospodarskih družb*. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
46. Young, D. S. & O'Byrne, S. F. (200). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.