

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA POSLOVANJA PODJETJA MLINOTEST Z
MODELOM EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI**

Ljubljana, september 2009

ALEKSANDRA ABRAM

IZJAVA

Študentka Aleksandra Abram izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Marka Hočevarja, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 28. 9. 2009

Podpis:

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 OMEJITVE KLASIČNIH MERIL USPEŠNOSTI.....	3
2 MODEL EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	5
2.1 Razlogi za nastanek modela EVA	5
2.2 Opredelitev in izračun modela EVA	6
2.2.1 Strošek kapitala	11
2.2.2 Strošek dolga	12
2.2.3 Strošek prednostnih delnic	13
2.2.4 Strošek navadnega kapitala	13
2.3 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov.....	16
2.4 Prednosti in uporabnosti ekonomske dodane vrednosti	24
2.5 Slabosti in omejitve ekonomske dodane vrednosti	25
2.6 Nagrajevanje na osnovi ekonomske dodane vrednosti.....	27
3 PRAKTIČEN IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V PRIMERU	
PODJETJA MLINOTEST	30
3.1 Predstavitev podjetja Mlinotest.....	30
3.2 Proizvodni program.....	31
3.3 Izračunani kazalniki poslovanja podjetja Mlinotest za leti 2007 in 2008	33
3.4 Praktičen izračun ekonomske dodane vrednosti v primeru podjetja Mlinotest.....	34
3.4.1 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov ter vpliv na čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT) in na obseg poslovno investiranega kapitala (IC)	34
3.4.2 Izračun NOPAT in IC za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008	38
3.5 Izračun WACC za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008	40
3.5.1 Izračun veljavne stopnje obdavčitve	40
3.5.2 Strošek lastniškega kapitala	40
3.5.3 Strošek dolga	41
3.5.4 Izračun WACC za podjetje Mlinotest	42
3.6 Izračun EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI (EVA) za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008	43
3.7 Primerjava računovodskega dobička in ekonomske dodane vrednosti	44
3.8 Nagrajevanje.....	46
3.9 Poznavanje modela EVA v podjetju Mlinotest	47
SKLEP	48
LITERATURA IN VIRI	51

KAZALO SLIK

SLIKA 1: INTERVALI GIBANJA KOEFICIENTOV B.....	16
SLIKA 2: SPEKTER RAZLIČIC EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI GLEDE NA ŠTEVILO VSEBINSKIH PRILAGODITEV RAČUNOVODSKIH IZKAZOV, UPORABLJENIH PRI IZRAČUNU EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI...	19
SLIKA 3: MODERNI EVA-MODEL NAGRAJEVANJA	29
SLIKA 4: PRIMERJAVA KLJUČNIH KAZALNIKOV PODJETJA MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008.....	45

KAZALO TABEL

TABELA 1: VPLIV RAČUNOVODSKIH PRILAGODITEV NA POSLOVNO INVESTIRAN KAPITAL	17
TABELA 2: VPLIV RAČUNOVODSKIH PRILAGODITEV NA ČISTI DOBIČEK IZ POSLOVANJA	17
TABELA 3: ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE V EUR PO PRODAJNIH PROGRAMIH MLINOTEST, D. D., V OBDOBJU OD 1. JANUARJA DO 31. DECEMBRA	31
TABELA 4: LASTNIŠKA STRUKTURA MLINOTEST, D. D., NA DAN 31. DECEMBRA 2008.....	31
TABELA 5: KAZALNIKI POSLOVANJA PODJETJA MLINOTEST ZA LETO 2007 IN 2008.....	34
TABELA 6: REZERVACIJE.....	35
TABELA 7: IZRAČUN AMORTIZACIJE STROŠKOV IZOBRAŽEVANJA IN TRŽENJA	36
TABELA 8: VPLIV NA NOPAT	36
TABELA 9: IZRAČUN PREOSTALE VREDNOSTI STROŠKOV IZOBRAŽEVANJA	37
TABELA 10: VPLIV NA IC	37
TABELA 11: VPLIV NA NOPAT	37
TABELA 12: VPLIV NA IC	38
TABELA 13: IZRAČUN NOPAT ZA PODJETJE MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008 (PODATKI V EUR)	39
TABELA 14: IZRAČUN IC ZA PODJETJE MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008 (PODATKI V EUR)	39
TABELA 15: IZRAČUN VELJAVNE STOPNJE OBDAVČITVE	40
TABELA 16: POVPREČNO STANJE DOLGA	42
TABELA 17: POVPREČNI STROŠEK DOLŽNIŠKEGA KAPITALA ZA PODJETJE MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008	42
TABELA 18: IZRAČUN TEHTANEGA POVP. STROŠKA KAPITALA (WACC) ZA MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008	43

TABELA 19: IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI ZA MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008	43
TABELA 20: IZRAČUN DONOSNOSTI CELOTNEGA INVESTIRANEGA KAPITALA (ROIC) ZA PODJETJE MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008	44
TABELA 21: PRIMERJAVA KLJUČNIH KAZALNIKOV ZA PODJETJE MLINOTEST V LETIH 2007 IN 2008	45
TABELA 22: NAGRAJEVANJE GLEDE NA EVA-IZID	47

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: SLOVARČEK SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV	1
PRILOGA 2: BILANCA STANJA MLINOTEST D. D. NA DAN 31. DECEMBRA	2
PRILOGA 3: IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA MLINOTEST D. D. ZA OBDOBJE OD 1. JANUARJA DO 31. DECEMBRA	4

UVOD

Problematika in namen magistrskega dela

S poslovanjem podjetja se razume uresničevanje temeljnih poslovnih funkcij skladno s postavljenim predmetom, namenom in cilji poslovanja (Turk, 2002, str. 486). Na vprašanje, kako izmeriti uspešnost poslovanja podjetja, ni enoznačnega odgovora. Številni ugledni strokovnjaki ponujajo vsak svoj način oziroma model za merjenje (ne)uspešnosti. Dejstvo je, da je v tržnem gospodarstvu dobiček tisti, ki narekuje smernice in cilj gospodarjenja. Tako je maksimiranje dobička in posledično rentabilnost sredstev temeljni cilj poslovanja podjetja v tržnem gospodarstvu (Rozman, 2000, str. 60).

Ekonomska teorija in praksa sta si že dolgo enotni, da je osnovni cilj, ki ga mora doseči poslovodstvo podjetja, maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala. Raziskave v razvitih tržnih gospodarstvih so pokazale, da korelacija med računovodsko izkazanim čistim dobičkom in iz njega izvedenimi kazalniki ter gibanjem tržne vrednosti delnic ni dovolj močna. Zaradi tega so se poleg že ustaljenih tradicionalnih računovodskih modelov merjenja uspešnosti razvili tudi novi modeli merjenja uspešnosti poslovanja, kot so npr.: EVA (angl. *economic value added*), MVA (angl. *market value added*), SV (angl. *shareholder value*) itd. (Dimc, 2005, str. 1).

V magistrskem delu sem natančneje predstavila enega izmed sodobnih modelov merjenja poslovne uspešnosti podjetja, to je **ekonomsko dodano vrednost (EVA)**. V osnovi je ekonomska dodana vrednost merilo kratkoročne poslovne uspešnosti, ki temelji na računovodskih izkazih podjetja ter meri uspešnost poslovanja podjetja glede na tveganja in pričakovani donos investitorjev. Za njen natančnejši izračun snovalci priporočajo nekatere prilagoditve računovodskih podatkov, nakar se od čistega dobička iz poslovanja po davkih odštejejo stroški kapitala (dolžniškega in lastniškega), potrebnega za doseganje dobička. Vendar je koncept ekonomske dodane vrednosti mnogo več kot le finančni kazalnik uspešnosti, ki pokaže ekonomski dobiček podjetja. Je tudi osnova za sistem nagrajevanja, ki interese managerjev približa interesom lastnikov.

Model EVA je mogoče uporabiti kot:

- sodilo dosežkov in osnovo za nagrajevanje poslovodstva s strani lastnikov;
- cilj in orodje pri strateškem, taktičnem in operativnem odločanju poslovodstva;
- sodilo ekonomske uspešnosti podjetja v preteklem obdobju;
- metodo ocenjevanja vrednosti podjetja.

Uporabnike računovodskih informacij podjetja lahko razvrstimo v dve skupini: zunanje in notranje uporabnike (Hočevár, Zaman & Petrovič, 2009, str. 30). Magistrsko delo bo služilo tako notranjim kot zunanjim uporabnikom, kot so poslovodstvo podjetja, lastniki podjetja z možnostjo odločanja ter bodoči kupci delnic obravnavanega podjetja.

Cilj magistrskega dela

Cilj magistrskega dela je s pomočjo domače in predvsem tuje strokovne literature prikazati, preučiti in analizirati ter opredeliti model ekonomske dodane vrednosti. Glavni cilj magistrskega dela bo tako ugotoviti uspešnost poslovanja podjetja MLINOTEST z modelom ekonomske dodane vrednosti.

Ne glede na to, da osnovni koncept ekonomske dodane vrednosti (EVA) ohranja določene nepravilnosti računovodskega procesa, pomeni napredek v merjenju uspešnosti poslovanja gospodarskih družb.

Prihodnost ekonomske dodane vrednosti se zdi dokaj močna v času razvoja nove ekonomije in večanja potrebe po prepoznavanju širšega razpona naložb. Podjetja nove ekonomije so pokazala stopnje ekonomske dodane vrednosti in stopnje rasti, ki v podjetjih tradicionalne ekonomije niso bile videne in ki vabijo vsa podjetja, da se jim priključijo. Za vrednost ni čarobne enačbe. Vendar se je spremenil način, kako ta podjetja ustvarjajo vrednost, in zdi se, da se stopnja sprememb nenehno povečuje. Zdaj je čas, da se podjetja poslovijo od svojih birokratskih korenin in spodbudijo svoje ljudi, da postanejo bolj domiselni, ustvarjalni in podjetniški. EVA je orodje, ki ga bodo uporabila uspešna podjetja pri spreminjanju svojega okolja v okolje podjetništva in lastništva, kar obenem prinaša tudi hitre inovacije (Stern, Shiely & Ross, 2003, str. 225).

Metode dela

Pri pisanju magistrske naloge sem uporabila analizo kot osnovno metodo spoznavanja poslovanja podjetij. Metoda ugotavljanja uspešnosti bo deduktivna. Z deduktivno metodo sem iz splošnih spoznanj o merjenju EVA razvila model merjenja EVA za konkretno podjetje. Tako sem učinkovito kombinirala teoretična in praktična spoznanja. Na koncu sem s sintezo pridobljenega novega znanja in izkušenj podala sklep ter zaključke v skladu z nameni in cilji magistrskega dela.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh obsežnih poglavij, v katerih poskušam prikazati posamezne vidike modela EVA.

Uvodu sledi poglavje o hitrem pregledu možnih tradicionalnih modelov merjenja uspešnosti poslovanja ter njihovih omejitev in slabosti. Dosedanja merila uspešnosti, ki so temeljila na računovodskih podatkih, niso bila neposredno povezana s ciljem povečevanja vrednosti lastniškega kapitala. Zato bom v naslednjem poglavju predstavila metodo EVA, razloge za njen nastanek ter izračun. Izračun ekonomske dodane vrednosti je računsko enostaven, bolj zapleteno pa je pridobiti ustrezne podatke. Za njen natančnejši izračun snovalci priporočajo nekatere vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov. Omenjene prilagoditve so potrebne zaradi izračuna poslovno investiranega kapitala in čistega dobička iz poslovanja. Pri izračunu stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala se soočim z vsemi težavami modelov WACC in

CAPM, ki so v finančni literaturi dobro poznani in delno prikazani tudi v magistrskem delu. Nato predstavim prednosti in uporabnost ter slabosti in omejitve metode EVA. V tretjem poglavju na kratko predstavljam podjetje Mlinotest, na katerem bo temeljil praktičen izračun. Zadnje poglavje je torej namenjeno praktičnemu delu. To je merjenje uspešnosti poslovanja podjetja Mlinotest po metodi EVA v letih 2007 in 2008. Na kratko bom predstavila tudi temo nagrajevanja. V sklepu bom povzela ključne ugotovitve.

Skozi vsa poglavja skušam prikazati uporabo EVA pri sprejemanju poslovnih odločitev. Vpeljava modela ekonomske dodane vrednosti v podjetje pomeni velik napor za vse v podjetju, hkrati pa pomeni to dejanje opozorilo lastnikom in ostalim interesnim skupinam s ciljem, da bo poslovodstvo delovalo na takšen način, da bo povečevalo vrednost podjetja.

1 OMEJITVE KLASIČNIH MERIL USPEŠNOSTI

V literaturi lahko najdemo različne načine opredeljevanja uspešnosti poslovanja podjetja. Uspešnost poslovanja odgovarja na vprašanje, kako podjetje uresničuje svoje cilje. Najbolj široka opredelitev pravi, da poslovna uspešnost pomeni delati prave stvari (Možina et al., 2002, str. 847).

Informacije o uspešnosti poslovanja so temelj za sprejemanje pomembnih poslovnih odločitev, saj jih podjetje potrebuje za sprejemanje sprotnih in taktičnih odločitev ter za razreševanje strateških vprašanj (Tekavčič, 2002, str. 665).

Če želijo v podjetju ugotoviti, kako uspešni so, morajo opraviti analizo poslovanja. Pučko (2001, str. 145) pravi, da analizirati uspešnost poslovanja podjetja pomeni spremljati in ocenjevati uspešnost, ki jo podjetje dosega. Tekavčičeva (2002, str. 667) pa navaja, da tradicionalno pojmovanje uspešnosti izhaja iz reševanja temeljnega ekonomskega problema v procesu gospodarjenja. Uspešnost poslovanja meri s pomočjo treh delnih kazalnikov, in sicer s produktivnostjo dela, ekonomičnostjo in rentabilnostjo. Ker je za podjetja tržnega gospodarstva cilj gospodarjenja predvsem dobiček, je posledično najbolj celovita mera uspešnosti poslovanja dobičkonosnost ali rentabilnost. Slednja je opredeljena z razmerjem med dobičkom in zanj vloženim povprečnim kapitalom.

Večino zdajšnjih modelov merjenja poslovne uspešnosti lahko razdelimo v dve skupini (Bergant, 1998, str. 92–93):

- modeli, ki poskušajo oblikovati enotno mero uspešnosti, slednja izhaja predvsem iz finančnih kategorij;
- modeli, ki poleg finančnih (računovodskih) rezultatov poslovanja vključujejo tudi druge izide poslovanja (model uravnoteženih kazalnikov uspešnosti).

Predstavniki prve skupine se osredotočajo na denarne tokove. Helfert (2000, str. 402–406) merila uspešnosti, ki so podlaga za modele iz prve skupine, razdeli v tri osnovne skupine:

- merila dobičkonosnosti (EPS, ROI, RONA, ROCE),
- merila denarnega toka (FCF, ROGI, CFROI, TSR, TBR) in
- merila vrednosti (EVA, MVA, CVA, SVA).

V osemdesetih letih prejšnjega stoletja so raziskovalci na podlagi raziskav v številnih večjih podjetjih ugotovili, da se v praksi iščejo drugačne metode merjenja uspešnosti poslovanja poslovođij, poslov in podjetij. Glavni razlogi za iskanje novih metod so (Hočevār, 2002, str. 85):

- uvaja se sodobno proizvodjanje (računalniško oblikovanje izdelkov, računalniško vodenje proizvodnje, prilagodljivi sistemi proizvodjanja itd.);
- tradicionalno računovodsko merjenje uspešnosti poslovanja spodbuja poslovodje bolj k učinkovitemu kot pa k uspešnemu poslovanju. Poslovodje si prizadevajo dosepati kratkoročne cilje podjetja, ne pa dolgoročnih;
- poslovodno računovodstvo je pod vplivom finančnega računovodstva, kar pomeni, da se metode razmišljanja prenašajo iz finančnega računovodstva tudi v poslovodno. Potrebe uporabnikov informacij obeh računovodstev pa so popolnoma različne.

Ker delničarji nimajo dostopa do notranjih informacij, uporabljajo za spremljanje uspešnosti svojih podjetij merila, za katera menijo, da so objektivna – to je računovodska merila. Težava je v tem, da so računovodska merila neustrezna in večkrat zavajajoča, vendar tradicionalno zelo čaščena (Stern, Shiely & Ross, 2003, str. 9). Poleg tega se je v zadnjem času pojavilo še vprašanje verodostojnosti računovodskih podatkov. Vprašanje neverodostojnosti računovodskih podatkov in vloge revizorjev je postalo še posebej aktualno po propadu velikih poslovnih korporacij, kot sta bila na primer Enron in Parmalat (Dubrovski, 2004, str. 28). V želji po izkazu čim večjega dobička podjetja v računovodskih izkazih prikazujejo neutemeljene oziroma še ne dosežene podatke, napihujejo prihodke, predstavljajo odhodke na kasnejša obdobja, prikrivajo obveznosti, uporabljajo različne metode vrednotenja zalog in naložb ter podobno. Zaradi sprememb v poslovnih okoljih se uvajajo tudi nove metode merjenja uspešnosti poslovanja.

V svetu je znanih več različnih metod za merjenje uspešnosti poslovanja, kot so: ABC (angl. *activity – based costing*), EVA (angl. *economic value added*) in BSC (angl. *balanced scorecard*). Nastanek novejših metod merjenja uspešnosti je posledica nezadovoljstva s klasičnimi računovodskimi metodami, ki ne zagotavljajo več ustreznih informacij v sodobnem konkurenčnem okolju.

Osredotočila se bom na metodo EVA. V nadaljevanju bom podrobneje predstavila razloge za njen nastanek, model ekonomske dodane vrednosti, opredelitev in uporabo le-te v praksi, njene prednosti in slabosti ter izračun ekonomske dodane vrednosti.

2 MODEL EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

V večini podjetij – seveda ne v vseh – poiščejo ekonomsko dodano vrednost, ker imajo težave. Nekatera imajo velike težave, druga seveda poslujejo dobro, vendar želijo izboljšati svoje poslovanje. Vprašanje, ki je pred nami, je: Kakšna čarovnija je EVA? Gre za čarovnijo brez skrivnosti. V bistvu je EVA merilni sistem za sledenje rezultata, nagrajevalni sistem, s katerim zaposlenci postanejo partnerji delničarjev, in sistem finančnega managementa, ki razporeja kapital na podlagi logične ekonomske sheme. Pri merjenju uspešnosti poslovanja je ključna sestavina ekonomske dodane vrednosti cena kapitala – strošek kapitala, vloženega v podjetje, podružnico in izdelek (Stern, Shiley & Ross, 2003, str. 76).

2.1 Razlogi za nastanek modela EVA

V sodobnem gospodarstvu so možni številni načini vlaganja kapitala. Zato lastnike in poslovodje podjetij zanima, ali donos kapitala, ki je vložen v podjetje, presega njegovo ceno, to je donose, ki so možni pri različnih drugih vlaganjih kapitala. Nič čudnega torej ni, da do začetka 20. stoletja lastniki - podjetniki - niso merili uspešnosti poslovanja tako, da bi primerjali dobiček s sredstvi, saj so praviloma izvajali le eno dejavnost. Njihova pozornost je bila osredotočena na čim bolj učinkovito poslovanje.

Leta 1903 je ameriško podjetje Dupont Powder Company spremenilo način financiranja svojih dejavnosti, in sicer tako, da so začeli vlagati sredstva v tiste organizacijske enote (posle), od katerih so pričakovali največji donos na vložena sredstva. Merilo za vlaganje ni bil več absolutni dobiček, kot je bilo to v 19. stoletju, temveč je to postal kazalnik dobičkonosnosti naložb (ROI). Ko so se ameriška podjetja organizirala v večoddelčna podjetja, je ROI postal tudi merilo za ocenjevanje uspešnosti poslovodij teh enot. Kazalnik ROI je opredeljen kot razmerje med dobičkom in naložbami. Velika uporabna vrednost tega kazalnika je v tem, da ga je mogoče razčleniti na dobičkovnost prihodkov in obračanje sredstev. Takšna razčlenitev omogoča ugotavljanje dejavnikov, ki vplivajo na njegovo vrednost. Ob nespremenjenih okoliščinah se donosnost sredstev poveča, če se povečata dobičkovnost prihodkov in (ali) obračanje sredstev. Čeprav je pri merjenju dobička z vloženimi sredstvi korak naprej pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja poslovodij, oddelkov in podjetja, pa nastajajo pri uporabi tega kazalnika številne težave. Največja je, da kazalnik spodbuja poslovodje h kratkoročni in ne k dolgoročni uspešnosti (Hočevár, 2002, str. 90).

Čeprav nekatera tradicionalna finančna merila, kot npr. kazalnik dobičkonosnosti naložb (ROI), poskušajo posredno upoštevati strošek kapitala in s tem zahteve lastnikov tako, da potencialni investicijski projekti presegajo neko povprečno dobičkonosnost, pa so ta merila nekonsistentna. ROI spodbuja managerje posameznih delov podjetja k sprejemanju investicijskih projektov, katerih ROI presega povprečno dobičkonosnost tega dela podjetja, čeprav je z vidika celotnega podjetja smiselno sprejeti tudi projekte z nižjo dobičkonosnostjo. S tem so managerji prisiljeni iskati in sprejemati projekte z višjim tveganjem, kajti le tako

lahko dosežejo vedno višje dobičkonosnosti projektov (Adler, 1999, str. 82–84). Tradicionalni finančni kazalniki podjetij niso dovolj za merjenje uspešnosti podjetja, saj ne upoštevajo vsega kapitala, ki ga uporablja podjetje.

Zaradi omenjenih slabosti kazalnika ROI so v petdesetih letih prejšnjega stoletja nekatera podjetja (na primer General Electric) in akademiki poiskali merilo za ocenjevanje uspešnosti poslovanja, ki te slabosti odpravlja. To merilo so poimenovali »preostanek dobička«, ki je kasneje postalo bolj znano kot ekonomska dodana vrednost oziroma EVA (Hočevvar, 2002, str. 90).

Kazalnik EVA se za razliko od klasičnih finančnih kazalnikov osredotoča na kapital, ne le na dobiček, in jih tako dopolnjuje. Vsebuje pričakovani donos lastnikov obveznic in kapitala pri merjenju uspešnosti, torej upošteva vsa gonila poslovnih aktivnosti. Pripomore k temu, da podjetje polno izkoristi svoje potenciale.

Prednosti kazalnika ekonomske dodane vrednosti (EVA) pred kazalnikom dobičkonosnosti naložbe (ROI) se lahko strne v naslednje točke (Hočevvar, 2002, str. 91):

- **boljše investicijske odločitve.** Poglavitna lastnost kazalnika ROI je, da se zavračajo investicije, katerih donosnost je večja od cene kapitala, vendar manjša od povprečne donosnosti kapitala. Model ekonomske dodane vrednosti to slabost odpravlja, saj naraste vedno, ko je donos dodatno naloženih sredstev večji od stroškov kapitala, oziroma se zmanjša, če podjetje dezinvestira sredstva, katerih donos je večji od stroškov kapitala;
- **upošteva tveganost naložb.** Stroški naložb se razlikujejo glede na tveganje naložbe, vrsto poslovanja in sredstev. Uporaba modela ekonomsko dodane vrednosti omogoča upoštevanje različnih stroškov kapitala zaradi tveganja, medtem ko uporaba ROI tega ne omogoča. V preteklosti se je za ceno kapitala največkrat uporabljala tehtana povprečna cena kapitala (WACC), novejša finančna teorija pa je to ceno še izboljšala z modelom ocenjevanja dolgoročnih sredstev (CAPM), ki upošteva tudi panožna in druga tveganja;
- **primerjalno presojanje.** Model ekonomske dodane vrednosti se pogosto uporablja za primerjanje uspešnosti podjetja z drugimi podjetji. To primerjanje s pomočjo modela ekonomske dodane vrednosti zavzema notranje primerjanje med oddelki, s konkurenco, z najuspešnejšimi podjetji in dejavnosti;
- **načrtovanje.** Model ekonomske dodane vrednosti se pogosto uporablja tako za načrtovanje ciljev podjetja in oddelkov kakor tudi za načrtovanje razporejanja sredstev med oddelki. To pa lahko bistveno pripomore k izboljšanju upravljanja s sredstvi.

2.2 Opredelitev in izračun modela EVA

Model EVA ni novo odkritje na področju ekonomsko-poslovne znanosti. Ekonomisti že dolgo poznajo ekonomski dobiček, to je razliko med donosnostjo kapitala in njegovo ceno. V

poslovnem svetu že dolgo poznajo tako imenovani preostanek dobička, ki je v merjenje uspešnosti poslovanja vnesel dodaten parameter, to je ceno kapitala. S ceno kapitala je treba pomnožiti sredstva podjetja (ali oddelka), da dobimo stroške kapitala oziroma stroške lastniškega in dolžniškega dolgoročnega financiranja. Če stroške kapitala odštejemo od dobička pred obdavčitvijo, dobimo preostanek dobička. Preostanek dobička torej ni kazalnik, izražen z relativnim številom, kot je ROI, temveč je znesek, izražen v denarni enoti. Čeprav je preostanek dobička teoretično boljše merilo za merjenje uspešnosti poslovanja, pa se to merilo v praksi ni uveljavilo. Do revolucionarne spremembe v razmišljanju je prišlo v poznih osemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je več svetovalnih finančnih družb objavilo študije, v katerih je bila prikazana močna odvisnost spreminjanja tržne cene delnic podjetij od spreminjanja preostanka dobička. Uporaba preostanka dobička je postala še bolj priljubljena, ko je ta metoda dobila novo ime: **ekonomska dodana vrednost** (Hočevar, 2002, str. 90).

Ime EVA za merilo uspešnosti podjetja ali delov z vidika njegovih lastnikov je, kot kaže, prvi uporabil Benett Stewart iz ZDA, svetovalna družba Stern Stewart & Co. pa je ime EVA celo zaščitila. Stern Stewart & Co. opredeljuje EVA kot znesek, ki predstavlja razliko med poslovnim izidom iz poslovanja podjetja po obdavčitvi in kalkulatивно zahtevanim donosom za poslovanje podjetja zagotovljenih virov financiranja podjetja (Stern Stewart & Co., 2009).

Podjetje Stern Stewart trži ekonomsko dodano vrednost kot celotni sistem finančnega managementa, kjer se ekonomska dodana vrednost uporablja kot notranje in zunanje (kratkoročno) merilo poslovne uspešnosti ter kot osnova za sisteme nagrajevanja. Po mnenju snovalcev naj bi ta koncept nadomestil dosedanja merila, kot na primer računovodski dobiček ali denarni tok iz poslovanja (Biddle, Bowen & Wallace, 1997, str. 302).

Model ekonomske dodane vrednosti je kot orodje za merjenje uspešnosti poslovanja podjetja zasnovan na temeljnem cilju v skladu s sodobno teorijo poslovnih financ. Ta je sledeč: dolgoročna rast vrednosti navadne delnice oziroma enote navadnega kapitala. V ospredje postavlja lastnike, ki so zagotovili kapital za poslovanje podjetja. Pomembno je, da model meri uspešnost glede na tveganje in pričakovan donos lastnikov (investitorjev). Tržna vrednost enote (navadnega) kapitala je odvisna od (Kosi, 2004, str. 26):

- sedanje vrednosti pričakovanih prihodnjih denarnih tokov lastnikom,
- njihove časovne razporeditve in
- tveganja, da dejanski denarni tokovi ne bodo enaki pričakovanim.

Ekonomska dodana vrednost se najpogosteje označuje kot mera finančne uspešnosti podjetja, ki temelji na dobičku iz poslovanja po davkih, vlaganjih, zahtevanih za ustvarjanje tega dobička, ter stroških, povezanih s temi vlaganji. Kot finančno merilo poslovanja podjetij je najtesneje povezana z ustvarjanjem bogastva investorjev lastniškega kapitala na dolgi rok, hkrati pa managerjem omogoča boljše razumevanje njihovih reakcij, zaradi česar lažje sprejemajo poslovne odločitve (Rijavec, 2000, str. 30). Vendar je oznaka ekonomske dodane vrednosti zgolj kot finančnega merila preozka, saj predstavlja celovit koncept za merjenje in

povečanje vrednosti podjetja ter je sestavljena iz treh podsistemov: merjenja uspešnosti, sistema nagrajevanja in finančnega managementa.

Po Ehrbarju (1998, str. 6) je EVA:

- merilo delovanja podjetja, ki je tesno povezano, tako teoretično kot praktično, z ustvarjanjem vrednosti (bogastva) za lastnike;
- edino merilo merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, ki vedno daje pravilen odgovor v smislu, da je večja EVA tudi vedno in nedvomno ugodnejša za lastnike;
- okvir, ki ga lahko managerji uporabijo za komunikacijo z vlagatelji, da predstavijo svoje cilje in dosežke;
- preprost, vendar učinkovit model za učenje, kako poslovati, za vse zaposlene;
- ključna spremenljivka v motivacijskem smislu, ki povzroči, da se interesi lastnikov in managerjev poenotijo ter da managerji razmišljajo kot lastniki.

Najpogosteje se ekonomska dodana vrednost opredeli kot razlika med čistim dobičkom iz poslovanja po prilagojenih davkih (čisti pomeni računovodsko prilagojeni, popravljen za anomalije v računovodskih podatkih) ter stroški investiranega kapitala, ki je potreben za doseganje tega dobička (Stewart, 1991, str. 137).

$$\text{Ekonomska dodana vrednost} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{IC}), \quad (1)$$

pri čemer je:

- **NOPAT**: računovodsko prilagojeni dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih – od dobička iz poslovanja je odštet davek na dohodek, kot če bi bil zanj osnova dobiček iz poslovanja (angl. *Net operating profit after tax*);
- **WACC**: cena investiranega kapitala, ki je izračunana kot tehtano povprečje stroškov (dolžniškega – obresti, in lastniškega – pričakovana donosnost) kapitala (angl. *Weighted average cost of capital*);
- **IC**: obseg poslovno investiranega kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega – (angl. *Invested capital*).

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

Druga različica izračuna opredeljuje ekonomsko dodano vrednost kot razliko med doseženo in zahtevano stopnjo donosa, to je donosnostjo poslovno investiranega kapitala, ter tehtanim povprečjem stroškov kapitala, ki je pomnožena s obsegom poslovno investiranega kapitala (Stewart, 1991, str. 136).

$$\text{Ekonomska dodana vrednost} = (\text{dosežena donosnost} - \text{pričakovana donosnost}) * \text{IC} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{IC}, \quad (2)$$

pri čemer je:

- **ROIC:** dosežena donosnost kapitala, uporabljenega v poslovnem procesu, ki predstavlja razmerje med NOPAT in IC;
- **WACC:** tehtano povprečje stroškov kapitala;
- **IC:** obseg poslovno investiranega kapitala.

Osnovna načela modela ekonomske dodane vrednosti so preprosta in razumljiva. Pri interpretaciji izračunane vrednosti 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).

Ekonomska dodana vrednost je izražena v absolutnem znesku, pomembno pa je predvsem, ali je dosežena vrednost pozitivna ali negativna (Ehrbar, 1998, str. 132; Lahovnik, 2003, str. 46):

- **ekonomska dodana vrednost je večja od 0** – podjetje je poslovalo zelo uspešno, saj je preseglo pričakovanja investorjev. Ker je donos vseh investorjev, razen investorjev navadnega lastniškega kapitala, običajno določen vnaprej, pomeni pozitivna ekonomska dodana vrednost povečanje vrednosti lastnikov navadnega lastniškega kapitala. To povečanje predstavlja dodatni donos, ki presega zahtevanega, podjetje pa na takšen način tekoče povečuje premoženje svojih delničarjev;
- **ekonomska dodana vrednost je enaka 0** – donos poslovno investiranega kapitala je ravno enak strošku le-tega in podjetje ravno še dosega zahtevan donos na kapital. Podjetje je poslovalo uspešno, saj je investorjem zagotovilo ravno takšen donos, kot jim je bil obljubljen, oziroma, kakršnega so navadni delničarji pričakovali;
- **ekonomska dodana vrednost je manjša od 0** – negativna vrednost pomeni neuspešno poslovanje podjetja, saj le-to ni uspelo pokriti vseh stroškov, četudi morda izkazuje pozitivni računovodski dobiček. Tisti vlagatelji kapitala, ki so imeli vnaprej določene donose, so te donose realizirali, medtem ko investorji navadnega lastniškega kapitala niso dosegli zahtevane donosnosti na vloženi kapital. Realizirana donosnost je nižja od zahtevane in neuspešno podjetje uničuje vrednost svojih delničarjev. Izkušnje razvitih gospodarstev (predvsem ZDA) kažejo, da dolgoročno negativna vrednost ekonomske dodane vrednosti vpliva na manjšo vrednost delnic podjetja.

Podjetje ima na razpolago štiri načine povečanja ekonomske dodane vrednosti (Stewart, 1991, str. 137–138; Ehrbar, 1998, str. 134–135; Kosi, 2004, str. 33–34; Stern, Shiely & Ross, 2003, str. 76–77):

- **z zvišanjem prilagojenega dobička iz poslovanja po davkih**, pri tem pa obseg poslovno investiranega kapitala ostane nespremenjen. Podjetje to lahko doseže z zmanjševanjem stroškov in davkov, prodajo bolj donosnih izdelkov, racionalizacijo poslovanja, povečano produktivnostjo itd. S tem se poveča donosnost poslovno investiranega kapitala (ROIC). Dobro je, če podjetje te ukrepe za zvišanje ekonomske

dodane vrednosti uporablja skupaj z drugimi ukrepi, kajti le to na dolgi rok vodi v konstantno povečevanje vrednosti za delničarje;

- **z novimi investicijami v projekte**, katerih donosnost presega tehtano povprečje stroškov kapitala – to pomeni, da se prilagojeni dobiček povečuje bolj, kot se povečujejo stroški kapitala, torej se povečuje tudi ekonomska dodana vrednost. Takšne naložbe so pri delničarjih najbolj zaželeno, saj pomenijo dobičkonosno rast in dodatno ustvarjanje vrednosti;
- **z dezinvestiranjem** – zmanjševanje obsega poslovno investiranega kapitala, kjer donosnost kapitala ne presega njegovih stroškov. S tem se pojavijo prihranki, saj zmanjšanje stroškov kapitala presega zmanjšanje prilagojenega dobička. Med ukrepe dezinvestiranja sodijo: odprodaja sredstev, ki so več vredna drugim, zmanjševanje zalog, hitrejša izterjava terjatev (zmanjševanje števila dni vezave terjatev do kupcev), optimizacija obveznosti do dobaviteljev in drugih;
- **optimizacija 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). Če podjetje uspe z bolj optimalno strukturo kapitala doseči nižje stroške kapitala, to pomeni povišanje ekonomske dodane vrednosti. Eden izmed takšnih ukrepov bi bil, da podjetje zamenja posojilo, ki ga ima pri banki in za katerega plačuje 8 % obrestno mero z izdajo obveznic, za katere bo plačevalo 6,5 % obrestno mero (pri tem mora upoštevati tudi druge stroške obveznic – stroški izdaje, odpoklica itd.). Uporaba podobnih ukrepov je omejena na finančni oddelek in vrhnji management, hkrati pa ni povezana s poslovno dejavnostjo podjetja.

To so torej vrste ukrepov, s katerimi lahko podjetje povečuje ekonomsko dodano vrednost. Najboljši način je kombinacija vseh ukrepov, saj si podjetje s tem, ob racionalizaciji poslovanja, zagotavlja tudi rast in obstoj na dolgi rok. Sama racionalizacija obstoječega poslovanja in s tem višja trenutna ekonomska dodana vrednost namreč podjetju ne zagotavljata bodočih denarnih donosov.

Podjetja, ki vpeljujejo koncept ekonomske dodane vrednosti, s tem sporočajo lastnikom, da bodo odločitve o poslovanju, investiranju in financiranju, tako kratkoročne kot dolgoročne, usmerjene v povečevanje vrednosti podjetja. Vsaka poslovna enota, prodajni program ali projekt (naložba) mora ustvarjati dodatno vrednost podjetja.

Različni avtorji (Ehrbar, 1998, str. 93–115; Bolčič & Cerjak 1999, str. 51–52; Korošec, 2001, str. 109–113) navajajo različne načine uporabe EVA, ki so strnjeni v naslednja področja:

- EVA oceni uspešnost podjetja kot celote;
- EVA oceni uspešnost posameznih podjetij znotraj sestavljenih podjetij in uspešnost posameznih poslovnih enot oziroma prodajnih programov znotraj podjetij;
- EVA oceni upravičenost naložb v projekte podjetja (dejansko se za ta namen uporablja že zelo dolgo kot ocena NPV naložb);
- EVA oceni upravičenost uvajanja novih prodajnih programov ali izdelkov;

- EVA oceni ustreznost pri izbiri različnih možnih strategij;
- EVA oceni upravičenost združevanj, nakupov ali izločitev podjetij ali delov podjetij;
- EVA oceni uspešnost poslovnega preobrata.

EVA pomaga pri oblikovanju politike dividend (podjetje lahko zadrži ustvarjen dobiček le, če ga lahko nalaga v projekte, ki bodo ustvarjali EVA in večali vrednost kapitala podjetja, sicer je boljše, če ga izplača delničarjem v obliki dividend).

2.2.1 Strošek kapitala

V financah s pojmom kapital označujemo vse dolgoročne vire financiranja podjetja: navadni lastniški kapital, prednostni lastniški kapital, dolgoročni dolg (in finančni zakup). Med najpomembnejše poslovne odločitve v podjetju spadajo odločitve o novih dolgoročnih naložbah (angl. *capital budgeting*). Med tehtanjem o sprejetju oziroma zavrnitvi nove dolgoročne naložbe je ključen podatek o stroških kapitala, ki ga mora poznati oziroma izračunati finančni direktor. Pod pojmom stroški kapitala se razume strošek oziroma ceno dolgoročnih in trajnih virov financiranja podjetja. Strošek kapitala je le delno pod nadzorom oziroma vplivom podjetja, saj so nekatere vhodne spremenljivke dane od zunaj (na primer obrestne mere in davčne stopnje). Strošek kapitala, uporabljen za investicije, se računa kot tehtano povprečje stroškov kapitala oziroma WACC (angl. *Weighted Average Cost of Capital*) (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 82).

Kapital ločimo na dolžniški in lastniški, pri čemer lastniški kapital delimo na prednostne delnice in navadni lastniški kapital, ki ga sestavljajo osnovni kapital, zadržani dobički ter vplačan presežek kapitala. Če želimo priti do ocene WACC, moramo torej analizirati in določiti strošek vsake od vrst kapitala. Te stroške potem pomnožimo z deleži posamezne vrste kapitala v celotnem kapitalu podjetja in dobimo WACC.

$$WACC = w_d * r_d * (1 - T) + w_k * r_k * (1 - T) + w_{ps} * r_{ps} + w_s * r_s, \quad (3)$$

pri čemer je:

- w_d – delež dolgoročnega dolga v celotnem kapitalu,
- r_d – strošek dolgoročnega dolga,
- T – veljavna stopnja obdavčitve,
- w_k – delež kratkoročnega dolga v celotnem kapitalu,
- r_k – strošek kratkoročnega dolga,
- w_{ps} – delež prednostnega kapitala v celotnem kapitalu,
- r_{ps} – strošek prednostnega kapitala,
- w_s – delež navadnega kapitala v celotnem kapitalu,
- r_s – strošek navadnega kapitala.

V nadaljevanju so navedene posamezne vrste virov financiranja, ki so opredeljene v obravnavani enačbi. Podjetje lahko svoja sredstva financira tudi iz drugih virov, kot na primer iz poslovnega in finančnega najema.

2.2.2 Strošek dolga

Podjetje se zadolžuje na več načinov. Najpogosteje se zadolži pri banki (lahko pa tudi kje drugje), izda obveznice oziroma kakšen drugi dolžniški papir ali pa z zakupom. Najpomembnejši sestavini dolga sta glavnica in obresti. Amortizacijski načrt dolga pokaže, s kolikšnim delom anuitete je odplačana glavnica in s kolikšnim obresti. Seveda so obresti posledica obrestne mere, ki tudi predstavlja strošek dolga in jo podjetju zaračuna banka, k čemur so prišteti še drugi stroški (zavarovanje dolga, stroški obdelave zahteve in podobno) (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 83). Obrestna mera je med drugim odvisna od tveganja posojilodajalca, da ne bo dobil vrnjene glavnice in plačanih obresti, ter časa zadolžitve. Praviloma daljši kot je čas, dražji je vir financiranja. Dolgoročni dolg je tako praviloma dražji od kratkoročnega (Pučko, 2001, str. 141).

Če ima podjetje že izdane obveznice, potem lahko s pomočjo podatkov o t. i. starih obveznicah ugotovi ceno, po kateri se lahko zadolžuje. S pomočjo podatkov o nominalni vrednosti obveznic, kuponski obrestni meri oziroma kuponu, časom do dospelja in trenutni ceni, lahko finančni direktor podjetja izračuna zahtevano donosnost. Ob tem zahtevana donosnost obveznic še ne predstavlja celotnega stroška dolga podjetja. Potrebno je upoštevati še stroške izdaje nove serije obveznic (na primer, strošek investicijske banke, ki pripravi in izvede izdajo, stroški različnih dovoljenj, pravnih storitev in drugo). Podjetje mora te stroške odšteti od izkupička od prodaje novih obveznic in posledično so stroški dolžniškega kapitala ustrezno višji (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 83–84).

Pri financiranju z dolgom je treba upoštevati tudi davke, ki imajo z vidika podjetja 'ugoden' učinek na strošek dolga. Obresti na dolg so namreč odbitna postavka od davčne osnove in znižujejo davčno breme podjetja. Strošek dolgoročnega dolga po davkih se izračuna s pomočjo naslednje enačbe (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 84):

$$r_{d,at} = r_d * (1 - T) , \quad (4)$$

pri čemer je:

- $r_{d,at}$ – strošek dolgoročnega dolga po davkih,
- r_d – strošek dolgoročnega dolga pred davki,
- T – veljavna stopnja obdavčitve.

Prihranek pri izplačilu obresti namesto dividend se imenuje obrestni davčni ščit. Ta prihranek pripada delničarjem zadolženega podjetja (Antunović, 1999, str. 214). Za izračun stroškov dolžniškega kapitala se uporablja stopnja po odplačilu davka (Stern, Shiely & Ross, 2003, str. 25).

2.2.3 Strošek prednostnih delnic

Prednostnih delnic je več vrst. Tako so, na primer, pri prednostnih delnicah s fiksno in kumulativno dividendo imetnikom izplačane vsako leto enake dividende. Če poslovni rezultat podjetja izplačila dividend ne dovoljuje, se neizplačane dividende kumulirajo in se v celoti izplačajo s tekočo dividendo v letu, ko poslovni rezultat to ponovno omogoča. Z vidika tveganja so prednostne delnice bolj tvegane kot obveznice (dolg) podjetja. Ob predpostavki tveganju nenaklonjenih investitorjev, to za podjetje pomeni večji strošek prednostnih delnic v primerjavi z obveznicami. Tudi z davčnega vidika so prednostne delnice manj ugodne, saj dividende niso odbitna postavka od osnove za izračun davka od dohodka podjetja (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 84).

Ob predpostavki, da ima podjetje že izdane prednostne delnice, za katere sta trenutna tržna cena (P_o) in dividenda (D) že znani, je mogoče izračunati strošek kapitala, ki bi nastal z izdajo nove serije prednostnih delnic. Seveda je treba tako kot pri izdaji obveznic tudi tukaj upoštevati stroške izdaje (fl) (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 84–85).

$$r_{ps} = D_{ps} / (P_o - fl), \quad (5)$$

2.2.4 Strošek navadnega kapitala

Pri izračunavanju tehtanega povprečnega stroška kapitala je največ polemik okoli ocenjevanja zahtevane donosnosti navadnega lastniškega kapitala, ki pomeni strošek navadnega lastniškega kapitala, in ni neposredno razvidna. Strošek navadnega lastniškega kapitala ni denarni strošek, temveč predstavlja oportunitetni strošek, to je donos, ki ga investitorji lahko pričakujejo od naložbe s primerljivim tveganjem (Stewart, 1991, str. 434).

Navaden kapital se pojavlja v dveh oblikah: v obliki navadnih delnic in v obliki zadržanih dobičkov. Povezava med oblikama je jasna: ves dobiček po davkih, ki ostane podjetju, pripada lastnikom. Lahko ga vsega dobijo izplačanega v obliki dividend, lahko pa ga nekaj ostane v podjetju kot zadržani dobiček. Pomembno je, in tega se poslovodstvo premalo zaveda, da zadržani dobiček ni zastonj. Na to je mogoče gledati kot na izplačane dividende, ki jih lastniki takoj naložijo v nove navadne delnice podjetja. Strošek navadnega kapitala v obliki navadnih delnic je enak zahtevani stopnji donosa, ki jo lastniki navadnih delnic zahtevajo in dobijo z investicijami v podobno tvegane naložbe. Stroška izdaje novih delnic ni mogoče zanemariti. Če je navadni kapital podjetja samo v obliki navadnih delnic, iz tega izhaja, da je ob realizirani (namišljeni) prodaji zahtevan donos realiziran (namišljen) bodisi v obliki izplačila dividend, bodisi v obliki kapitalskega dobička ali v obeh oblikah (Kosi, 2004, str. 56).

V svetu je bilo razvitih več oblik za določanje stroškov navadnega kapitala. Največ se uporabljajo naslednje tri (Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 85):

- metoda tržne zahtevane stopnje donosa,

- metoda premije za tveganje,
- **model CAPM** (model določanja cen dolgoročnih naložb).

Najbolj objektivni (čeprav tudi ta temelji na zelo močnih predpostavkah in subjektivnih ocenah) je model CAPM, ki ga velja popraviti z drugima dvema metodama. Strošek navadnega lastniškega kapitala je opredeljen kot seštevek donosnosti netvegane naložbe in premije za tveganje.

Enačba modela CAPM je naslednja (Young & O'Byrne, 2000, str. 165):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) * B_i \quad (6)$$

pri čemer je:

- r_i – strošek navadnega kapitala,
- r_f – donosnost netvegane naložbe,
- r_m – donosnost tržnega premoženja,
- B_i – koeficient tveganosti posamezne naložbe (delnice) v primerjavi s tržno (povprečno tvegano) naložbo,
- $(r_m - r_f)$ – tržna premija za tveganje,
- $(r_m - r_f) * B_i$ – premija za tveganje.

Predpostavke modela so naslednje (Mramor, 1994, str. 100):

- trg kapitala mora biti visoko konkurenčen, udeleženci pa visoko usposobljeni, imeti morajo dostop do vseh pomembnih informacij (predpostavka učinkovitega trga kapitala);
- na trgu kapitala prevladujejo investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni in se obnašajo razumno, tako, da vedno poskušajo maksimirati donos na svoje naložbe ob danem tveganju;
- trg kapitala deluje brez trenja, kar pomeni, da so dovoljene vse vrste transakcij in da ni davkov ter transakcijskih stroškov;
- porazdelitev možnih donosnosti od naložb je normalna in standardni odklon predstavlja investitorjem mero za tveganje (če ne, bi morali za mere tveganja uporabiti drugačne mere);
- vsi investitorji imajo enako mnenje o verjetnostni porazdelitvi bodočih pričakovanih donosnostih posameznih naložb.

Pomembno sporočilo modela je, da naj bi bil investitor nagnjen samo za prevzemanje sistematičnega tveganja, medtem ko nesistematično tveganje model 'zanemarja' (z razpršitvijo svojega premoženja med več naložb oziroma diverzifikacijo je v celoti odpravljen). Sistematično tveganje izraža koeficient B_i . Iz enačbe tudi sledi, da zahtevana donosnost navadne delnice pozitivno korelira s sistematičnim tveganjem in zato strošek navadnega kapitala z višjim sistematičnim tveganjem narašča.

Pričakovana tržna premija se izračuna na podlagi diskontiranega denarnega toka pričakovanih dividend (Div_1) in stopnje rasti slednjih (g). Predpostavljeno je ravnotežje na trgu delnic, ki bo doseženo, ko bo zahtevana stopnja donosa tržnega premoženja enaka pričakovani, kar je mogoče zapisati v obliki enačbe (Dimc, 2005, str. 40):

$$r_m = (Div_1 / P_0) + g = E(r_m), \quad (7)$$

pri čemer je:

- Div_1 – pričakovana dividenda v obdobju 1 (prihodnjem obdobju),
- P_0 – vrednost navadne delnice v obdobju 0 (sedanjem obdobju),
- $E(r_m)$ – pričakovana donosnost tržnega premoženja.

Koeficient B_i meri prispevek posamezne naložbe k tveganju tržnega premoženja in usklajenost gibanja delnice z donosnostjo tržnega premoženja. Zapisati ga je možno v obliki (Bodie, Kane & Marcus, 1999, str. 258):

$$B_i = Cov_{i,m} / \sigma_m^2, \quad (8)$$

pri čemer je:

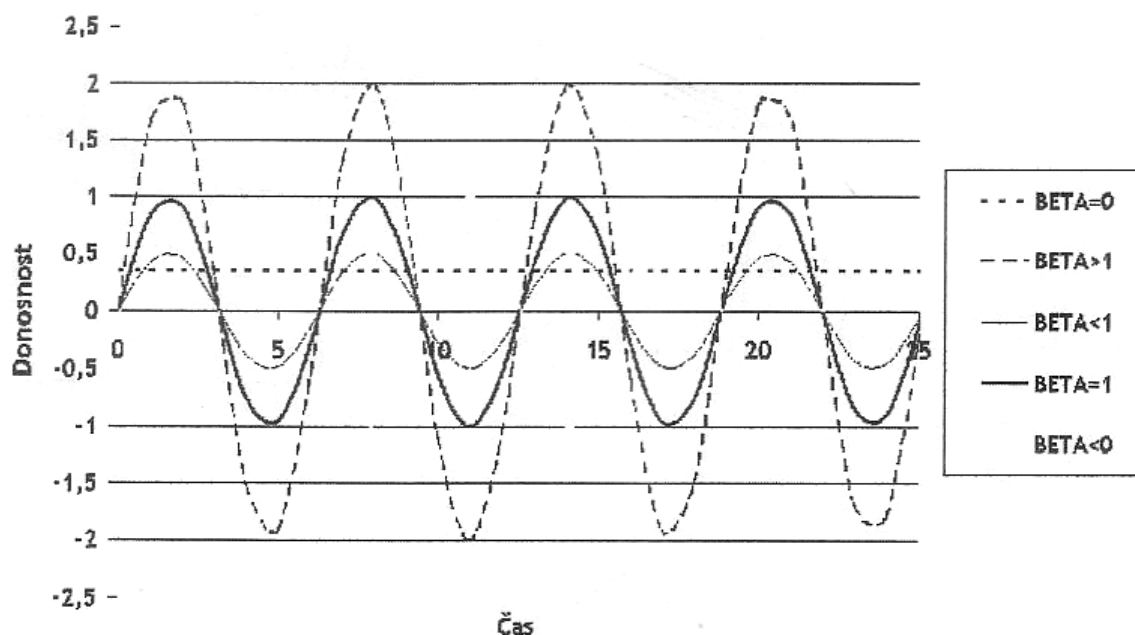
- B_i – koeficient B posamezne delnice i ,
- $Cov_{i,m}$ – kovarianca med donosnostmi delnice (naložbe) i in tržnim premoženjem,
- σ_m^2 – varianca donosnosti tržnega premoženja m .

Na podlagi navedenega je možno opredeliti glavne intervale, na katerih se giblje koeficient B , *in sicer*:

- $B_i > 1$: naložba je bolj tvegana od tržnega premoženja. Ob vključitvi tovrstne delnice (naložbe) v premoženje se bo tveganje premoženja povečalo, povečala pa se bo tudi pričakovana donosnost takšnega premoženja. Ali gledano z drugega zornega kota, podjetje je bolj izpostavljeno tržnemu tveganju kot povprečno podjetje;
- $B_i = 1$: delnica (naložba) je enako tvegana kot povprečna delnica (naložba) na trgu. Tem pogojem ustreza tržno premoženje. Takšno vrednost koeficienta ima torej povprečno tvegana delnica (naložba) na trgu;
- $0 < B_i < 1$: delnica (naložba) je manj tvegana od povprečno tvegane delnice (naložbe) na trgu;
- $B_i = 0$: vrednost B je enaka 0, kar pomeni, da je zahtevana donosnost na takšno naložbo enaka netvegani donosnosti r_f . Takšnemu pogoj ustreza netvegana naložba;
- $B_i < 0$: teoretično je možna tudi negativna vrednost B . Donosnost takšne naložbe bi naraščala, ko bi donosnosti ostalih naložb (premoženja) padale.

Intervali gibanja koeficienta B so simbolično prikazani v Sliki 1, objavljeni v nadaljevanju.

Slika 1: Intervali gibanja koeficientov B



Vir: Berk, Lončarski & Zajc, 2006, str. 65.

V nekaterih primerih pa koeficienta B po navedenih enačbah ni mogoče izračunati. Na primer, v primeru delniške družbe, ki ni javna delniška družba in zato ne kotira na borzi, se B izračuna računovodsko, torej iz računovodskih podatkov, ne pa iz podatkov o tržnih donosnostih (Mramor, 1994, str. 104).

2.3 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov

Uporaba računovodskih standardov (tudi brez namere manipuliranja) nujno izkrivlja vrednost dobička in kapitala podjetja, kakor to ugotavljajo zagovorniki ekonomske dodane vrednosti. Temu se je mogoče izogniti z ustrezno prilagoditvijo računovodskih podatkov, in sicer tako, da se opusti tiste predpise in standarde, ki izkrivljajo merjenje ustvarjanja vrednosti. Z vsebinskimi prilagoditvami poslovno investiranega kapitala in izida iz poslovanja (EBIT) pa je zagotovljena neodvisnost od računovodskih predpisov ter standardov, njune vrednosti pa so bližje resničnemu ekonomskemu poslovanju podjetja. Posledica je EVA, ki je bližje denarnemu toku (Kosi, 2004, str. 35).

Vplivi najpogostejših vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov na višino poslovno investiranega kapitala (IC) so prikazani v Tabeli 1, skupno s pojasnili, ali vpliv povečuje ali znižuje vrednost poslovno investiranega kapitala. Vplivi vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov na čisti dobiček iz poslovanja pa so prikazani v Tabeli 2, objavljeni v nadaljevanju.

Tabela 1: Vpliv računovodskih prilagoditev na poslovno investiran kapital

Računovodska postavka	Vpliv na višino poslovno investiranega kapitala	Vpliv na kapital
LIFO prihranek	Razlika med tekočo in staro vrednostjo zalog se prišteje k poslovno investiranemu kapitalu.	+ (-)
Rezervacije	Vrednost oblikovanih dolgoročnih rezervacij v poslovnem obdobju se prišteje k poslovno investiranemu kapitalu.	+
Stroški za raziskave in razvijanje	Stroški se obravnavajo kot naložba (ta se kapitalizira) in se jih prišteje k poslovno investiranemu kapitalu.	+
Stroški trženja in izobraževanja	Stroški so obravnavani kot naložba (ta se kapitalizira) in se jih prišteje k poslovno investiranemu kapitalu.	+
Strateške naložbe	Ko začne naložba ustvarjati dobiček, se kapital s posebnega začasnega računa prenese v izračun ekonomske dodane vrednosti; poveča se torej vrednost poslovno investiranega kapitala.	+
Dobro ime	Popravek vrednosti dobrega imena se prišteje k poslovno investiranemu kapitalu.	+
Poslovni najemi	S sedanjo vrednostjo prihodnjih plačil za najem se poveča vrednost poslovno investiranega kapitala.	+

Vir: Kosi, 2004. str 47–48.

Tabela 2: Vpliv računovodskih prilagoditev na čisti dobiček iz poslovanja

Računovodska postavka	Vpliv na višino čistega dobička iz poslovanja	Vpliv na dobiček
LIFO prihranek	Letno povečanje LIFO prihranka se prišteje k čistemu dobičku iz poslovanja; obratno je pri zmanjšanju LIFO prihranka.	+ (-)
Rezervacije	Letno povečanje rezervacij se prišteje k čistemu dobičku iz poslovanja; obratno je pri zmanjšanju rezervacij.	+ (-)
Stroški za raziskave in razvijanje	Ti stroški zmanjšujejo čisti dobiček iz poslovanja le v višini letne amortizacije, preostali del se prišteje nazaj.	+
Stroški trženja in izobraževanja	Ti stroški zmanjšujejo čisti dobiček iz poslovanja le v višini letne amortizacije, preostali del se prišteje nazaj.	+
Strateške naložbe	Stroški, povezani s strateškimi naložbami, se prištejejo nazaj k čistemu dobičku iz poslovanja	+
Poslovni najemi	Stroški poslovnega najema so že zajeti v WACC (kot strošek dolga), zato se prištejejo nazaj k čistemu dobičku iz poslovanja.	+
Davek od dohodka	Običajno je davek od dohodka višji, saj večina prilagoditev povečuje čisti dobiček, prav tako ni upoštevan davčni ščit (upošteva se kasneje pri izračunu stroška kapitala).	- (običajno)

Vir: Kosi, 2004. str. 47–48.

V strokovni literaturi je navedeno različno število vsebinskih prilagoditev oziroma popravkov računovodskih izkazov. V podjetju Stern Stewart so dognali, da je mogoče uporabiti več kot 160 prilagoditev računovodskih izkazov, izdelanih po ameriških računovodskih standardih – GAAP, s katerimi se dobijo boljše vrednosti dobička iz poslovanja in investiranega kapitala (Stern Stewart & Co., 2009). Glede na stopnjo natančnosti vsebinskih prilagoditev izvirnih

računovodskih podatkov za izračun ekonomske dodane vrednosti se uporablja štiri vrste prilagoditev (Horvat, 2000, str. 18):

- **osnovna prilagoditev:** pomeni upoštevanje izvirnih računovodskih podatkov brez kakršnih koli vsebinskih prilagoditev. Dodatno je potrebno upoštevati samo še stroške poslovno investiranega kapitala pri izračunu ekonomske dodane vrednosti;
- **razkrita prilagoditev:** to je tista, ki je opravljena na podlagi javno dostopnih podatkov;
- **prilagoditev računovodskih podatkov 'po meri' podjetja:** izdelana je glede na potrebe in značilnosti konkretnega podjetja;
- **prava prilagoditev:** omogoča najnatančnejši izračun ekonomske dodane vrednosti z vsemi potrebnimi vsebinskimi prilagoditvami računovodskih podatkov.

Najprimerneje je izračunavati ekonomsko dodano vrednost s prilagoditvami po meri podjetja in na takšen način najti pravo ravnotežje med enostavnostjo (izračuna in razumevanja) ter natančnostjo, s katero se pokaže pravi ekonomski dobiček.

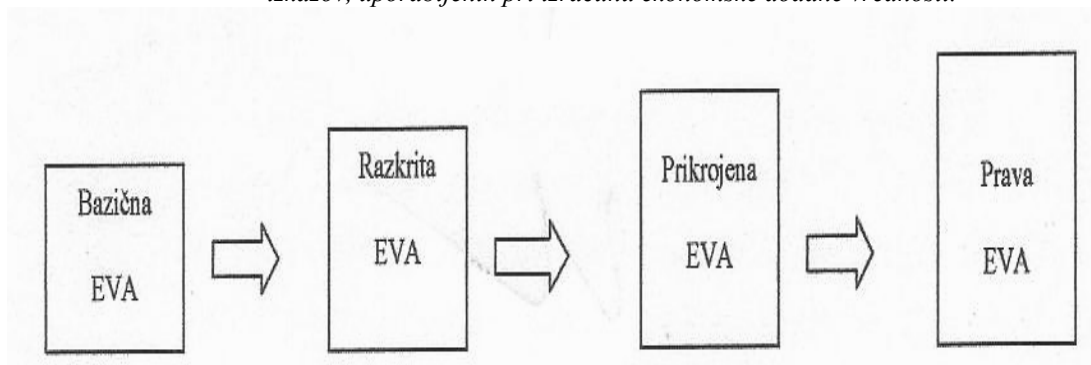
Vsaka prilagoditev povzroči nekoliko drugačno ekonomsko dodano vrednost. Zato se glede na število uporabljenih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov, upoštevanih pri izračunu ekonomske dodane vrednosti, te raztezajo na intervalu, kot je to prikazano na Sliki 2, objavljeni v nadaljevanju. Natančneje so predstavljene štiri različice ekonomske dodane vrednosti, in sicer (Ehrbar, 1998, str. 164–166):

- **bazična ekonomska dodana vrednost** (angl. *basic EVA*): dobi se ob uporabi osnovne prilagoditve računovodskih izkazov in predstavlja razliko med računovodsko izkazanim dobičkom iz poslovanja v izkazu poslovnega izida ter stroški celotnega kapitala v bilanci stanja. Pri tem so ohranjene vse anomalije računovodskega procesa, saj izvirni računovodski podatki niso popravljeni. Kljub temu je bazična ekonomska dodana vrednost boljše merilo poslovne uspešnosti kot računovodsko izkazani čisti dobiček, saj upošteva tudi stroške navadnega lastniškega kapitala;
- **razkrita ekonomska dodana vrednost** (angl. *disclosed EVA*): ta je posledica uporabe razkrite prilagoditve računovodskih izkazov, kjer je uporabljenih okoli 10 standardnih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov. Tako izračunana ekonomska dodana vrednost je boljši kazalnik poslovne uspešnosti kot bazična različica, saj ima bistveno večjo izrazno moč in je sposobna pojasniti približno 50 % sprememb v tržni dodani vrednosti podjetja. Razkrita ekonomska dodana vrednost pa je preslabo sodilo poslovne uspešnosti za notranje posloводство, zato se poskuša njeno izrazno moč še povečati z nadaljnjimi vsebinskimi prilagoditvami računovodskih podatkov;
- **podjetju prirojena ekonomska dodana vrednost** (angl. *tailored EVA*): ta je dobljena ob uporabi prilagoditev računovodskih podatkov 'po meri' podjetja. Izračun tovrstne ekonomske dodane vrednosti je prilagojena konkretnemu podjetju glede na njegovo poslovno dejavnost, organizacijsko strukturo, strategijo ter izbrano računovodsko politiko. Podjetju prirojena ekonomska dodana vrednost lahko pojasni od 60 do 85 % sprememb v tržni dodani vrednosti podjetja. V podjetji Stern Stewart

menijo, da v tem primeru zadostuje do 15 prilagoditev in da mora biti način izračuna, ko je ta enkrat določen, stalen;

- **prava ekonomska dodana vrednost** (angl. *true EVA*): ta se nahaja na skrajni desni strani spektra vseh možnih različic in jo je mogoče izračunati z uporabo pravilne prilagoditve računovodskih podatkov. Takšen izračun je teoretično najpravilnejši in najnatančnejši, saj dosledno upošteva vse relevantne vsebinske prilagoditve ter natančno izračunani strošek kapitala za vsak del (enoto) podjetja. Tako natančen izračun prave ekonomske dodane vrednosti zahteva ne le bistveno več znanja, temveč povzroča tudi previsoke stroške, ki ne opravičujejo njegove informacijske dodane vrednosti pri uporabi.

Slika 2: Spekter različic ekonomske dodane vrednosti glede na število vsebinskih prilagoditev računovodskih izkazov, uporabljenih pri izračunu ekonomske dodane vrednosti.



Vir: Ehrbar, 1998, str. 165.

Iz grafičnega prikaza spektra različic ekonomske dodane vrednosti je mogoče sklepati, da večje število vsebinskih popravkov vodi do večje (pozitivne) ekonomske dodane vrednosti. S tem se ni mogoče strinjati, saj ni nujno, da računovodske anomalije, ki so odpravljene z vsebinskimi popravki, vedno vplivajo na (pozitivno) ekonomsko dodano vrednost v negativni smeri. Prav tako za podjetje z negativno ekonomsko dodano vrednostjo ni možno trditi, v kateri smeri (pozitivni ali negativni) delujejo računovodske anomalije.

Različni avtorji zagovarjajo različno število potrebnih vsebinskih prilagoditev izvirnih računovodskih podatkov podjetja, a so si enotni, da je za konkretno podjetje resnično pomembnih ne več kot petnajst popravkov. Zanimivo je opažanje, da je priporočeno število prilagoditev v zadnjem času upadlo. Sprva so svetovalci zagovarjali od 10 do 12 vsebinskih prilagoditev, medtem ko se je v zadnjem času norma spustila na šest ali manj.

Young (1999, str. 9) navaja dva razloga:

- managerji nasprotujejo odstopanjem od računovodskih standardov;
- v podjetjih ugotavljajo, da ima večina predlaganih prilagoditev malo ali nič vrednostnega vpliva na dobiček.

Coca Cola, na primer, velja za eno prvih podjetij, ki je uvedlo koncept ekonomske dodane vrednosti in s tem bistveno izboljšalo svojo uspešnost, zato jo avtorji tovrstnega koncepta tudi pogosto omenjajo kot vzorčen primer.

V nadaljevanju so našteje najpomembnejše in najpogostejše vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov, s katerimi v podjetjih skušajo odpraviti anomalije v računovodskih podatkih (angl. *accounting anomalies*). S tem naj bi se računovodske vrednosti približale ekonomskim, izid poslovanja pa naj bi bil bolje povezan z denarnim tokom podjetja. Najpomembnejše prilagoditve računovodskih podatkov s tega vidika so (Stewart, 1991, str. 112–117; Ehrbar, 1998, str. 167–177; Young, 1999, str. 13; Horvat, 2000, str. 18; Korošec, 2001, str. 106–108; Grant, 2003, str. 170–175; Stern, Shiely & Ross, 2003, str. 26–28):

- **Rezervacije:** oblikujejo se za pokrivanje prihodnjih obveznosti ter odražajo konzervativnost računovodskega procesa, saj zmanjšajo poslovni izid v tekočem obdobju in ne šele takrat, ko obveznosti dejansko nastanejo ter pride do denarnega odтока. Hkrati ponujajo priložnost za manipuliranje poslovnega izida, ker jih lahko podjetja v praksi oblikujejo zaradi izravnav nihanj v poslovnem izidu, vendar tako oblikovane rezervacije ne prikazujejo, kaj se je v posameznem poslovnem obdobju dejansko zgodilo. Priljubljena je praksa povečevanja rezervacij, kadar podjetje posluje dobro, s čimer se zmanjša poslovni izid tekočega obdobja in se ustvarijo skrite rezerve, ki jih podjetje uporabi v obdobjih, ko je poslovanje manj uspešno. Ob zmanjšanju rezervacij pride do povečanja poslovnega izida, medtem ko njihovo povečanje nakazuje, da je podjetje poslovni izid negotovinsko obremenilo, saj odhodki iz naslova rezervacij ne predstavljajo denarnega toka, temveč le oceno denarnega odliva v prihodnosti. Ta odliv bi, če rezervacije ne bi bile oblikovane, zmanjšal prihodnji dobiček in posledično tudi kapital. Če podjetje rezervacij ne bi oblikovalo, bi dobiček po odbitku davka od dohodka postal del trajnega kapitala podjetja. Pri ugotavljanju ekonomske uspešnosti poslovanja podjetja oblikovanje rezervacij ni obravnavano kot odbitna postavka pri izračunavanju dobička iz poslovanja, ampak kot del trajnega kapitala. Potrebno se je osredotočiti na denarne tokove in ugotoviti spremembe v stanju rezervacij: morebitno povečanje postavke v obračunskem obdobju se prišteje k dobičku iz poslovanja, medtem ko se zmanjšanje od dobička odšteje. Vrednost oblikovanih rezervacij v bilanci stanja pa se prišteje k investiranemu kapitalu.
- **Stroški za raziskave in razvoj:** poslovodje jih razumejo kot naložbe v prihodnje proizvode in procese. Računovodski standardi ž v nasprotju zahtevajo, da podjetje te stroške takoj obravnava kot odhodke v razdobju, v katerem so nastali. Z računovodskega vidika ti stroški takoj obremenijo poslovanje podjetja, tako da je njihova knjigovodska vrednost enaka nič. Na takšen način se odpiše pomemben del premoženja, s katerim podjetje razpolaga in ustvarja prihodke v prihodnosti. Ti stroški imajo večji vpliv na dobiček v hitro rastočih podjetjih, ki imajo veliko naložb v raziskave in razvoj, kot v podjetjih, ki imajo nizko stalno stopnjo naložb v raziskave in razvoj. Posledica takšnega razumevanja stroškov za raziskave in razvoj je, da se člani

poslovodstva neradi odločajo za naložbe v raziskave in razvoj, saj tako neposredno vplivajo na poslovni izid, ki je temu primerno nižji. Dodaten razlog za drugačno obravnavanje stroškov raziskav in razvoja je tudi nagrajevanje poslovodstva, če so njihove nagrade odvisne od tovrstnega načina izračunavanja nagrad, ki se v primeru upoštevanja stroškov za raziskave in razvoj, znižujejo. V tem primeru ti niso naklonjeni naložbam v raziskave in razvoj, s tem pa znižujejo tudi prihodnjo tržno vrednost podjetja.

Po Slovenskih računovodskih standardih (SRS 2) se v podjetju nastali stroški razvijanja pod določenimi pogoji pripoznajo kot neopredmeteno dolgoročno sredstvo, medtem ko v podjetju nastalih stroškov raziskovanja ni dopustno pripoznati kot neopredmeteno dolgoročno sredstvo, ampak se takoj obravnavajo kot odhodki obračunskega obdobja (SRS, 2006, str. 2). Z vidika ekonomske uspešnosti podjetja se stroške raziskovanja in razvijanja obravnava kot naložbo, ki bo v prihodnosti prinašala donose. Takšno obravnavanje pomeni pozitiven odnos do investicij v zanimive projekte, ki bodo v prihodnosti omogočali donosno poslovanje.

Pri izračunavanju ekonomske dodane vrednosti se stroški raziskovanja in razvijanja ne obravnavajo kot odhodki obračunskega obdobja, v katerem so nastali, zato se jih pri ugotavljanju dobička iz poslovanja prišteje nazaj, zaradi česar je dobiček večji. Tovrstni stroški so obravnavani kot naložba, v bilanci stanja pa se jih prišteje k investiranemu kapitalu. Vrednost naložbe se vsako leto zmanjša samo za letni znesek amortizacije kapitaliziranih stroškov, ki v vsakem obračunskem obdobju hkrati zmanjšuje dobiček iz poslovanja.

- **Stroški trženja in izobraževanja:** zaradi hitrih sprememb v okolju (spremenjene potrebe potrošnikov, razvoj znanja na nekem področju itd.) morajo podjetja nenehno vlagati v trženje in izobraževanje, zato je običajno življenjska doba takšnih naložb krajša kot pri stroških za raziskave in razvoj. Stroški oglaševanja in promocije za uveljavljanje novih blagovnih znamk in prodiranja na nove trge imajo pomemben vpliv v podjetjih, ki proizvajajo izdelke za široko porabo ter v mladih, še neprepoznavnih in hitro rastočih podjetjih. V skladu z računovodskimi standardi se ti stroški evidentirajo kot poslovni odhodki v obdobju, ko so nastali. Zato je lahko podjetje, v katerem so tovrstni stroški visoki, z vidika vlagateljev zaznano kot manj uspešno, čeprav gre za naložbe, ki bodo prinesle donose v prihodnosti. Tudi stroški izobraževanja zaposlencev predstavljajo za podjetje naložbo, ki bo donose prinašala v prihodnosti.

Model EVA vključuje nastale stroške trženja in izobraževanja v sredstva podjetja. Obravnava jih kot dolgoročna sredstva, s katerimi upravlja podjetje, in jih zato lahko postopno amortizira ter s tem obremeni poslovni izid več prihodnjih let, v katerih se pričakujejo koristi.

- **Strateške naložbe:** to so tiste naložbe podjetja, ki zahtevajo veliko porabo notranjih virov podjetja, medtem ko so njeni učinki pričakovani v bolj ali manj oddaljeni prihodnosti. Primeri takšnih naložb so naložbe v nove prodajne trge in nove tehnologije.

Zaradi daljšega časovnega razdobja, v katerem je strateška naložba izvedena, in nato še dodatnega časa, v katerem prične takšna naložba poslovati s polno zmogljivostjo ter prinašati dobiček, poslovodstvo ni naklonjeno tovrstnim naložbam (še posebej, če je njihova nagrada odvisna od dosežene EVA), saj dodatni stroški kapitala takšne naložbe znižujejo EVA vse do trenutka, ko postane naložba ustrezno donosna (to pa lahko traja več let). V izogib navedenemu je za strateške naložbe priporočljivo, da se na začetku obravnavajo kot sredstva v izgradnji. Namesto, da bi naložbo takoj obremenili s stroški virov financiranja, se odpre poseben začasni račun/konto za spremljanje stroškov, povezanih z naložbo. Na takšen način se stroški virov financiranja te naložbe ne vključujejo v izračun tekoče EVA toliko časa, dokler naložba ne prične prinašati dobiček. Na začasnem kontu za čas trajanja naložbenja se zbirajo vsi stroški naložbe, vključno s stroški vseh virov financiranja. Ko je naložba zaključena in prične ustvarjati dobiček, se celotna naložba iz začasnega konta prenese na konto osnovnih sredstev, kjer se pričnejo obračunavati amortizacija in stroški financiranja naložbe.

Na takšen način je poslovodstvo spodbujeno k dolgoročnemu in strateškemu razmišljanju, kar pomeni, da pri svojih odločitvah tudi dolgoročno preudarno ravnaajo z lastniškim ter dolžniškim kapitalom podjetja.

- **Stroški amortizacije:** letni zneski amortizacije osnovnih sredstev kot odhodki poslovnega obdobja zmanjšujejo poslovni izid podjetja, težava pa nastane pri izbiri amortizacijske metode. V večini podjetij namreč uporabljajo enakomerno časovno amortiziranje, ki običajno dokaj dobro odseva dejansko zastaranje sredstev. V podjetjih, kjer imajo veliko opreme z daljšo dobo koristnosti, takšen način amortiziranja ni primeren, saj povzroča močno pristranost proti investicijam v novo opremo, če se kot kriterij uporablja ekonomska dodana vrednost. Slednja je namreč v prvih letih amortiziranja manjša, z dobo amortiziranja pa se povečuje, čeprav podjetje ne ustvarja večjega dobička. Zaradi tega managerji nimajo spodbude za nakup novejših sodobnejših opreme, ker je stara oprema podcenjena. Ta problem je mogoče rešiti z uporabo rastočega časovnega amortiziranja, kjer so letni zneski amortizacije v prvih letih dobe koristnosti nižji (stroški kapitala so zaradi večje vrednosti opreme višji) in skozi leta dobe koristnosti naraščajo (stroški kapitala v teh obdobjih posledično padajo). Vsota letnega zneska amortizacije in stroška kapitala med leti ostaja konstantna. Takšen način amortiziranja je za podjetja z veliko opreme, ki ima daljšo dobo koristnosti, z ekonomskega stališča bistveno primernejši kot enakomerno časovno amortiziranje, saj bolje odraža ekonomsko stvarnost (oprema z dolgo dobo

koristnosti v prvih letih zgublja malo vrednosti, medtem ko začne kasneje zaradi zastarevanja hitro zgubljati svojo vrednost).

- **LIFO prihranek** (angl. *LIFO reserves*): s tem je mišljena razlika, ki ustvari prihranek med vrednotenjem zalog po metodi LIFO in drugimi metodami vrednotenja zalog, v razmerah, ko je v gospodarstvu prisotna rast cen (inflacija). Metoda LIFO ima pred drugimi metodami prednost v tem, da v tekočem obračunskem obdobju izkazuje realnejše stroške in odhodke, posledično pa tudi poslovni izid. Slabost metode je lahko velika podcenjenost zalog v bilanci stanja, kar je v primeru visoke inflacije.

Young (2000, str. 227) ugotavlja, da ima metoda LIFO dva vpliva na izračun EVA. Precenjuje se poslovni izid in s tem tudi EVA, kadar podjetje v tekočem obračunskem obdobju porabi zaloge iz prejšnjega obračunskega obdobja (v bilanci stanja je to razvidno kot znižanje zalog med dvema zaporednima obračunskima obdobjema). Drugi pa je ta, da podcenjenost zalog posledično podcenjuje vrednost sredstev in s tem višino investiranega kapitala.

Zaradi navedenega morajo v podjetjih pri izračunu EVA prilagoditi računovodske podatke. Uvesti morajo vsebinsko prilagoditev računovodskih podatkov, kjer razliko med tekočo in staro vrednostjo zalog pripišejo investiranemu kapitalu, hkrati pa letno povečanje (zmanjšanje) prihranka LIFO prištejejo (odštejejo) čistemu dobičku iz poslovanja.

Po Slovenskih računovodskih standardih (2006, str. 4) lahko podjetja za vrednotenje svojih zalog uporabijo naslednje metode: metodo drsečih povprečnih cen, metodo tehtanih povprečnih cen, metodo zaporednih cen (FIFO) in stalne cene. Slovenski računovodski standardi sicer ne dopuščajo uporabe metode LIFO pri ugotavljanju stroškov in vrednosti zalog za zunanje računovodsko poročanje. Če podjetje uporablja metodo FIFO mu ni treba uvesti posebnih prilagoditev za izračun ekonomske dodane vrednosti, saj je v tem primeru računovodsko izkazana vrednost zalog relativno blizu njihovi tržni vrednosti.

- **Stroški poslovnih najemov:** tudi v tej kategoriji stroškov je potrebna ustrezna prilagoditev, vendar je treba najprej ugotoviti razlike med poslovnim in finančnim najemom. Razlikovanje temelji na ugotavljanju, ali ostajajo tveganja, povezana z lastništvom predmeta najema, pri najemodajalcu, ali pa se ta prenesejo na najemnika. Finančni najem je tisti, pri katerem se pomembna tveganja in pomembne koristi, povezane z lastništvom, prenesejo na najemnika. Sredstva v finančnem najemu so izkazana v bilanci stanja najemnika, zato prilagoditve niso potrebne. Za poslovni najem, ki je v SRS 1 definiran kot vsak najem, ki ni finančni, pa velja, da so stvari, ki so predmet najema, pri najemojemalcu izkazane le izvenbilančno. To pomeni, da je vrednost sredstev, izkazana v bilanci stanja, nižja kot v primeru lastništva sredstev (SRS, 2006, str. 9).

Tovrstno evidentiranje poslovnega najema je z vidika ekonomske poslovne uspešnosti neustrezno, saj se tovrstni najemi ne štejejo med sredstva oziroma kapital, angažiran v poslovnem procesu. Nerodno je tudi, da so stroški poslovnega najema v izkazu poslovnega izida zajeti med različnimi postavkami izkaza uspeha. Pri ekonomski dodani vrednosti je potrebno te stroške ugotoviti in za njihov znesek povečati dobiček iz poslovanja (Kosi, 2004, str. 44);

- **Dobro ime:** to računovodstvo definira kot presežek nabavne vrednosti kupljenega podjetja nad določljivo pošteno vrednostjo pridobljenih sredstev, zmanjšano za dolgove pridobljenega podjetja. To pomeni presežek vrednosti, po kateri kupec kupi podjetje nad njegovo knjigovodsko vrednostjo čistih sredstev oziroma kapitala. SRS 2 (2006, str. 3) ne dovoljuje amortiziranja dobrega imena in neopredmetenega sredstva z nedoločeno dobo koristnosti, ampak ju prevrednoti zaradi oslabitve in tako v veliki meri rešuje prilagoditve, ki so potrebne za izračunavanje prilagojene EVA.

2.4 Prednosti in uporabnosti ekonomske dodane vrednosti

Model ekonomske dodane vrednosti ima številne možnosti uporabe in prednosti, in sicer (Kosi, 2004, str. 68–70; Young & O'Byrne, 2000, str. 263–268; Hočevar, Jaklič & Zagoršek, 2003, str. 221–223; Javornik, 2003, str. 50; Bolčič & Cerjak, 1999, str. 51–52):

- **neodvisnost od računovodskih standardov** – ekonomska dodana vrednost ima posebno vrednost, ker s svojimi prilagoditvami omogoča, da se izloči oziroma nevtralizira vpliv različnih računovodskih standardov in usmeritev (npr. različna obravnava stroškov raziskovanj in razvoja);
- **osnova za nagrajevanje managerjev** – ekonomska dodana vrednost je lahko idealna osnova za nagrajevanje managerjev, kar je tudi ena njenih največjih prednosti;
- **stična točka med lastniki in managerji** – povezuje cilje enih in drugih. S pozitivno ekonomsko dodano vrednostjo se povečuje vrednost premoženja za lastnike, hkrati pa je na višino ekonomsko dodano vrednost vezana tudi nagrada managerjev;
- **preprost model** – v osnovi je ekonomska dodana vrednost enostaven izračun, pri čemer so težava prav vhodni podatki: opredelitev tehtanega povprečnega stroška kapitala, število uporabljenih prilagoditev (tu gre lahko za izključevanje: več prilagoditev, boljši izračun in s tem popolnejša ekonomska dodana vrednost ter težji izračun ali manj prilagoditev, slabši izračun ter večja enostavnost);
- **učinkovita alokacija poslovno investiranega kapitala** – ekonomska dodana vrednost nakazuje, v katere projekte se splača vlagati, omogoča tudi razvrščanje investicijskih projektov;
- **usmerjenost k dolgoročnemu uspehu** – računovodski dobiček je pogosto usmerjen na kratek rok, ekonomska dodana vrednost s prilagoditvami omogoča pravilno ovrednotenje in upoštevanje naložb, ki bi v računovodskem dobičku zmanjšale

trenutni dobiček, ekonomska dodana vrednost pa to razmeji na obdobja, ko bo naložba resnično uspešna;

- **merilo ekonomske uspešnosti** – ekonomska dodana vrednost je v osnovi izražena v absolutnem znesku, in če je ta vrednost pozitivna (ali vsaj enaka 0), je podjetje nedvomno ekonomsko uspešno, saj prinaša lastnikom več, kot je njihov zahtevani donos;
- **orodje za ocenjevanje smotrnosti združevanj, prevzemov, nakupov ali izločitev (delov) podjetij** – ekonomska dodana vrednost se lahko uporablja tudi za ocenjevanje smotrnosti združevanj – če je namreč po izračunu ekonomska dodana vrednost projekta združitve pozitivna, je to dober znak podjetju, naj začne s tem projektom, v nasprotnem primeru pa rajši ne;
- **orodje za ocenjevanje ustreznosti in izbire strategij** – podobno kot je ekonomska dodana vrednost uporabna za učinkovito alokacijo poslovno investiranega kapitala, je dobro orodje tudi za ocenjevanje in primerjanje različnih strategij skozi 'očala' ekonomske dodane vrednosti.

2.5 Slabosti in omejitve ekonomske dodane vrednosti

Slabosti in omejitve ekonomske dodane vrednosti so (Young, 1999, str. 8; Kosi, 2004, str. 71–76; Lahovnik, 2003, str. 46; Dood & Chen, 1996, str. 26–28; Dood & Johns, 1999, str. 13–18):

- **absolutno število** – ekonomska dodana vrednost je izražena v obliki absolutne številke, kar onemogoča primerjavo med različnimi panogami in podjetji ter v različnem časovnem obdobju. Absolutna številka sicer pokaže, ali je podjetje delovalo uspešno (pozitivna vrednost) ali neuspešno (negativna vrednost), ne daje pa možnosti primerjave, saj je višina poslovno investiranega kapitala različna;
- **izračun na podlagi računovodskih podatkov** – izračun temelji na uporabi računovodskih podatkov, ki jih model ekonomske dodane vrednosti kritično presoja ter skuša z vsebinskimi prilagoditvami izničiti računovodski vidik in se približati ekonomskemu vidiku. Vendar pa s tem podlaga za izračun ostaja enaka, s številnimi prilagoditvami se je mogoče le bolj ali manj približati pravi vrednosti ekonomske dodane vrednosti;
- **število potrebnih prilagoditev** – številni avtorji nimajo enotnega mnenja o številu potrebnih vsebinskih prilagoditev. Z rastjo števila uporabljenih vsebinskih prilagoditev postaja model nepregleden in težje razumljiv;
- **subjektivnost** – število uporabljenih vsebinskih prilagoditev je stvar subjektivne presoje, s tem pa se pojavlja enak očitek kot pri računovodskih informacijah, to pa je, da so uporabljene prilagoditve lahko posledica različnih manipulacij in nadaljevanja kreativnega računovodstva v korist managementu podjetja;
- **visoki stroški uvedbe in čas, potreben za uvedbo sistema** – uvedba modela ekonomske dodane vrednosti je povezana z visokimi stroški uvedbe sistema (visoki stroški izobraževanja);

- **kratkoročna usmerjenost** – ekonomska dodana vrednost se izračunava na letni ravni, s čimer se managerje spodbuja k doseganju pozitivnih izidov v tem obdobju. S tem lahko pride do zanemarjanja investicij, ki bi prinašale pozitivne učinke šele na daljši rok in bi podjetju omogočale rast;
- **usmerjenost v preteklost** – iz računovodskih informacij, ki se nanašajo na pretekla leta, izhaja, da je ekonomska dodana vrednost usmerjena v preteklost in ne prikazuje dejanskega stanja, ki se je medtem že lahko spremenilo. To se lahko rešuje z načrtovanjem ekonomske dodane vrednosti za naslednja leta, vendar se tudi tu izhaja iz preteklih podatkov;
- **strošek kapitala (strošek navadnega lastniškega kapitala) in model CAPM** – ta model temelji na predpostavkah, da je trg kapitala popolnoma učinkovit, česar pa ne izpolnjuje noben trg kapitala na svetu; še najbolj se temu približa trg kapitala v ZDA. Zato se je pri uporabi tega modela treba zavedati njegovih omejitev. Strošek kapitala, dobljen z uporabo modela CAPM, lahko zavaja, kot posledica tega pa je možnost zavrnitve investicijske priložnosti, ki bi bila ob uporabi drugačnih predpostavk pri izračunu stroška kapitala sprejemljiva. Rešitev je v tem, da se strošek kapitala izračuna po več metodah, nato pa se izračuna še tehtani strošek kapitala;
- **dostopnost podatkov za izračun** – zunanji uporabniki pogosto ne morejo prosto dostopati do podatkov, ki so potrebni za bolj poglobljene analize in izračune. Takšen je tudi primer pri izračunu ekonomske dodane vrednosti z računovodskimi prilagoditvami, za katere je potrebnih bistveno več podatkov, kot pa je to razvidno iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida (pogosto še dodatna pojasnila vodje računovodstva, kaj se skriva za posameznimi postavkami). Pri izračunu bazične ekonomske dodane vrednosti brez računovodskih prilagoditev ta omejitev odpade, po drugi strani pa je vrednost tako izračunane ekonomske dodane vrednosti dvomljiva;
- **nezanesljiva uporabnost v nekaterih panogah** – uporabnost ekonomske dodane vrednosti je nezanesljiva v finančnih podjetjih, saj višina kapitala, ki je eden ključnih podatkov za izračun, določajo regulator in zakonodajni predpisi. Ker podjetje ne more in ne sme oblikovati višine kapitala po lastni presoji in tako, kot bi bilo glede na situacijo na trgu najoptimalnejše, ima to lahko pomemben vpliv na višino poslovno investiranega kapitala ter stroške kapitala. V nasprotnem primeru bi podjetje bolj optimalno sestavilo svoje vire financiranja in s tem zmanjšalo strošek kapitala, pa tudi višino poslovno investiranega kapitala, ne da bi hkrati zmanjšalo svoje prihodke iz osnovne dejavnosti;
- **osredotočenost na finančne podatke** – premajhna pozornost je namenjena drugim, nefinančnim podatkom (v tem je prednost modela BSC).

2.6 Nagrajevanje na osnovi ekonomske dodane vrednosti

Osnovni cilji, ki jih mora zagotoviti učinkovit sistem nagrajevanja managementa, so (Lukežič, 2000, str. 108):

- povezati mora interese managementa, zaposlencev in lastnikov. Vzpodbujati mora torej management in zaposlence, da sprejemajo in izvajajo odločitve, ki povečujejo vrednost lastnikom;
- zagotoviti mora neomejene možnosti motiviranja managerjev, kar omogoča, da management učinkovito in trdo dela, zna sprejemati ter obvladati tveganje in je sposoben sprejemati tudi neprijetne odločitve, ki sicer pripomorejo k izpolnitvi osnovnega cilja podjetja;
- zmanjšati mora možnost odhoda uspešnih managerjev iz podjetja zaradi konkurenčnejše ponudbe drugega podjetja. To je posebej nevarno v cikličnih panogah, ko se nujno pojavijo tudi leta, ko so rezultati slabši in s tem tudi nagrade managerjev nižje;
- zadržati mora stroške lastnikov na 'ustrezni' ravni, saj se z visokimi izplačili in odprtimi sistemi nagrajevanja, ki nimajo realne osnove, povečujejo stroški lastnikov.

Izpolnjevanje navedenih ciljev s strani tradicionalnih, na računovodskih kategorijah temelječih sistemov nagrajevanja, je zelo težaven.

Pogosti kriteriji nagrajevanja managerjev so dobičkonosnost naložbe (ROI), dobičkonosnost sredstev (ROA), čisti dobiček na delnico (EPS) ter izboljšave pri dobičku iz poslovanja (Stern, Shiley & Ross, 2003, str. 145–146). Glavna pomanjkljivost vseh kazalnikov dobičkonosnosti je, da njihovo maksimiranje ne pomeni nujno tudi maksimiranje donosa delničarjev. Visoko donosnost investicije je bistveno lažje doseči z malo vloženega kapitala kot z veliko vloženega kapitala. Dobiček iz poslovanja je slab kriterij nagrajevanja managerjev zato, ker ne upošteva stroškov kapitala.

Poleg modelov nagrajevanja managerjev, ki temeljijo na računovodskih merilih, obstajajo tudi modeli nagrajevanja managerjev z delniškimi opcijami. Sistemi nagrajevanja managementa z delniškimi opcijami, ki so neposredno vezani na tržno ceno lastniškega kapitala, so tako v teoriji kot tudi v praksi eden najučinkovitejših mehanizmov za uskladitev interesov managerjev z interesi lastnikov.

Sistem nagrajevanja managerjev, ki temelji na EVA, omogoča izpolnjevanje ciljev, ki jih mora zagotoviti učinkovit sistem nagrajevanja managerjev, in sicer s pomočjo dveh mehanizmov. Management namreč ve, da je edini način, da dobi ustrezno nagrado ta, da podjetje ustvarja novo vrednost lastnikom in da bo sodeloval v delitvi te novo ustvarjene vrednosti. Bonus, ki ga na takšen način dobi management, ne povzroča dodatnih stroškov lastnikom, saj se izplačuje iz novo ustvarjene vrednosti. Temeljna predpostavka bonusnega

sistema, ki temelji na EVA je, da bonus ne sme biti omejen ne navzgor in ne navzdol (Lukežič, 2000, str. 108).

Za doseganje ciljne uspešnosti managerju pripada ciljna nagrada. Če je cilj presežen, je nagrada višja, če cilj ni dosežen, je nagrada nižja. Zaslužena nagrada se mora v celoti prenesti naprej v 'nagradno banko' (Stern, Shiely & Ross, 2003, str. 148).

Osnovni mehanizmi delovanja sistema nagrajevanja na osnovi ekonomskega dobička so (Lukežič, 2000, str. 108):

- plačilo za povečanje ekonomskega dobička podjetja. Delež, ki je namenjen managementu in zaposlencem, je vnaprej dogovorjen;
- odsotnost omejitev;
- določitev variabilnega dela plače glede na fiksno plačo. Variabilni del mora biti različen za različne kategorije zaposlencev, za management pa mora prevladovati variabilni del;
- bonusna banka: doseženega bonusa se nikoli ne izplača v celoti, ampak le deloma;
- opredelitev ciljev poslovanja in jasna opredelitev kriterijev za oblikovanje bonusov ter izplačila.

Sistem nagrajevanja, ki temelji na ekonomski dodani vrednosti, managerje tudi pri poslovnem odločanju spodbuja, da skrbijo za čimbolj učinkovito in uspešno trošenje prvin poslovnega procesa, da si prizadevajo za optimiranje poslovnih naložb in se pri svojem odločanju vseskozi zavedajo, da ima vsako nalaganje sredstev za poslovne namene svojo ceno (Korošec, 2001, str. 110).

Nagrajevanje na podlagi ekonomskega dobička ima tudi nekatere pomanjkljivosti. Nenaklonjenost tveganju se s časom spreminja. Nagradne sheme, ki združujejo interese managerjev in lastnikov, so primerne za mlade managerje. Omenjene sheme nagrajevanja niso priporočljive v zelo cikličnih panogah, ki so pod vplivom nihanja cen dobrin. Recesija bo namreč povzročila veliko 'luknjo' v nagradni banki in fluktuacijo managerjev. Managerji bodo ostali le, če bodo njihove plače konkurenčne (Young & O' Byrne, 2000, str. 142–143).

Moderni EVA-model nagrajevanja

Poznanih je sicer več modelov nagrajevanja, eden od njih je moderni EVA-model nagrajevanja.

Enačba za nagrajevanje po tem modelu je naslednja:

$$\text{Nagrada} = \text{ciljna nagrada} + y\% (\Delta EVA - EI), \quad (9)$$

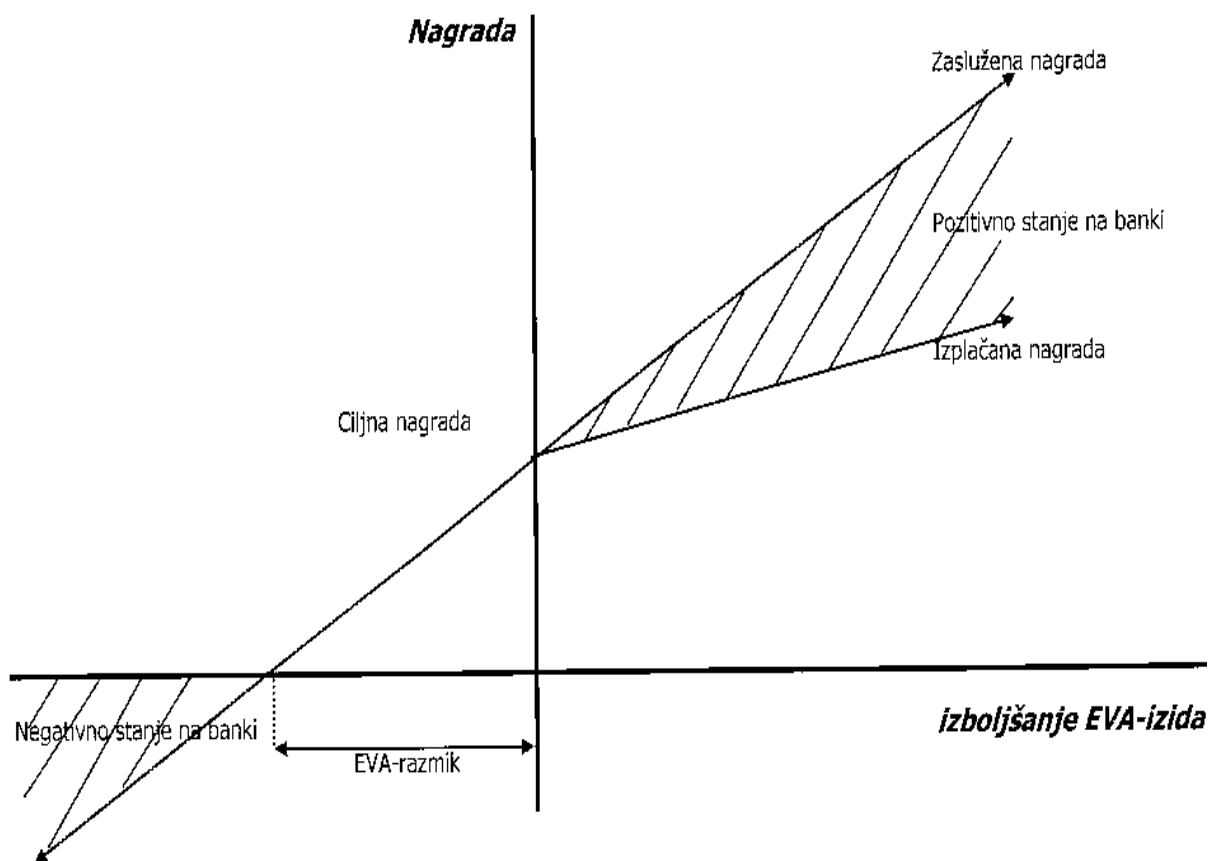
pri čemer je:

- Y % – fiksni % koeficient B posamezne delnice,

- ΔEVA – dejansko izboljšanje EVA-izida,
- EI – pričakovano izboljšanje EVA-izida.

Po tem modelu se nagrada izplača, če se doseže ciljno izboljšanje EVA-izida, in sicer v višini ciljne nagrade. Če je dejansko izboljšanje EVA-izida višje od pričakovanega, se na ciljno nagrado izplača v fiksnem % še del razlike med dejanskim in pričakovanim izboljšanjem. Če dejansko izboljšanje zaostaja za pričakovanim, so managerji še vedno upravičeni do nagrade, le da jim fiksni % znižuje ciljno nagrado (enako ob poslabšanju EVA-izida v primerjavi s prejšnjim letom). V vseh primerih se nagrada izplačuje prek nagradne banke, ki služi kot nagradni sklad, iz katerega se z zamikom izplačuje nagrada. Običajno velja, da se iz nagradne banke izplača 100 % nagrade do višine ciljne nagrade, ki je povečana za tretjino presežka – presežek je izračunan kot vsota nagrade in prenesenega stanja v nagradni banki iz preteklega leta, od katere se odšteje ciljna nagrada.

Slika 3: Moderni EVA-model nagrajevanja



Vir: Young & O'Byrne, 2000, str. 139.

3 PRAKTIČEN IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V PRIMERU PODJETJA MLINOTEST

3.1 Predstavitev podjetja Mlinotest

Eno najstarejših živilsko-predelovalnih podjetij v Sloveniji, Mlinotest, je po obliki delniška družba in ima sedež v Ajdovščini, Tovarniška cesta 14. Osnovno poslanstvo Mlinotesta je zadovoljevanje zahtev, potreb, želja in pričakovanj kupcev s kakovostno ter zdravo hrano, v skladu z domačimi in mednarodnimi standardi, ter ohranjanje stabilnega gospodarjenja na nivoju delniške družbe in vseh njenih podrejenih družb. V podjetju je 454 zaposlencev, kar pomeni, da se je v letu 2008 število zaposlenih v primerjavi z letom 2007 povečalo za 71 delavcev. Do takšnega povečanja števila zaposlenih je prišlo predvsem zaradi širitve maloprodajne mreže. Podjetje ima 6 podrejenih družb, od tega 4 v Sloveniji in 2 v tujini. Podrejene družbe Mlinotestu, d. d., v Sloveniji na dan 31. decembra 2008 so: Mlinotest Kruh Koper, d. o. o., (v 98,9 % Mlinotestovi lasti), Finholding, d. o. o., Pecivo, pekarstvo in slaščičarstvo, d. d., in Fino, d. d. V drugi polovici leta 2008 je Mlinotest, skupaj z matično družbo Vipa, d. d., prevzel družbo Finholding, d. o. o., ki je večinski lastnik pekarske družbe Pecivo, d. d., iz Nove Gorice, nato pa se je začel postopek vključitve v Skupino Mlinotest na vseh področjih poslovanja. V tujini ima podjetje še dve podrejeni podjetji, in sicer Žitoproizvod, d. d., Karlovac, ki je v 87,4 % lasti, ter Mlinotest Trgovina, d. o. o., Umag, ki je v 100 % lasti. Nadrejena družba Mlinotest in njej podrejene družbe skupno tvorijo Skupino Mlinotest, ki ima sedež na Tovarniški cesti 14 v Ajdovščini.

Glavne dejavnosti podjetja so: mlinarstvo, proizvodnja testenin in proizvodnja sladkornih izdelkov. V teh dejavnostih podjetje proizvaja mlevske izdelke, testenine, torteline, krompirjeve svaljke in bombone. Med glavne dejavnosti podjetja se uvrščata tudi mletje in predelava žita, predvsem ječmena, pšenice, koruze in ajde. Podjetje se ukvarja tudi s trgovino na debelo in drobno z živilskimi ter neživilskimi izdelki (Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008, 2009, str. 14–15).

V Tabeli 3, objavljeni v nadaljevanju, so prikazani čisti prihodki od prodaje po posameznih prodajnih programih v letih 2007 in 2008.

V strukturi čistih prihodkov od prodaje Mlinotesta, d. d., dosegajo največji delež prihodki iz programa pekarstva, s 30 %, sledijo prihodki iz predelave žit, z 29 %, prihodki iz programa testenin in svežega programa testenin z 22 % ter prihodki od trgovine s 15 %. Iz programa storitev in konditorstva družba izkazuje 4 % prihodkov od prodaje (Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008, 2009, str. 26).

Tabela 3: Čisti prihodki od prodaje, v EUR, po prodajnih programih Mlinotest, d. d., v obdobju od 1. januarja do 31. decembra

	Leto 2008	Leto 2007	Indeks 08/07
Predelava žita	10.546.776	7.679.987	137
Testenine (suhi in sveži program)	8.103.901	5.964.683	136
Konditorstvo	278.813	285.088	98
Pekarstvo	11.122.817	9.206.234	121
Trgovina	5.717.520	1.224.386	467
Storitve	995.979	694.387	143
Čisti prihodki od prodaje	36.765.807	25.054.763	147

Vir: Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008, 2009, str. 26.

V Tabeli 4 je prikazana lastniška struktura podjetja Mlinotest, d. d., na dan 31. 12. 2008.

Lastniška struktura 2.389.177 navadnih delnic družbe Mlinotest, d. d., je v obdobju od januarja do decembra 2008 doživljala nekaj sprememb. Družba Mlinotest je imela na dan 31. 12. 2007 741 delničarjev, na dan 31. 12. 2008 pa 734 delničarjev. Največji delničar na dan 31. 12. 2008 je bila družba Vipa Holding, d. d., ki je v tem obdobju pridobila 24 % delnic MAJG. Delež družbe Vipa, d. d., se je v obdobju zmanjšal s 44 na 20 %, delež fizičnih oseb pa za 0,1 % (Letno poročilo 2008 podjetja Mlinotest, d. d., 2008, 10).

Tabela 4: Lastniška struktura družbe Mlinotest, d. d., na dan 31. decembra 2008

Delničar	Število delnic	Struktura v %
Vipa Holding, d. d.	1.174.511	49,16
Žito, d. d.	597.162	24,99
Vipa, d. d.	480.843	20,13
Mlinotest, d. d.	6.132	0,26
SGP Zidgrad Idrija, d. d.	2.449	0,10
Ostale pravne osebe	1.405	0,06
Fizične osebe	126.675	5,30
SKUPAJ:	2.389.177	100,00

Vir: Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008, 2009, str. 10.

3.2 Proizvodni program

Podjetje ima v svojem proizvodnem programu proizvodnjo testenin, moke in mlevskih izdelkov, kruha ter pekovskega peciva in drugih izdelkov, med katere uvršča sendviče in bombone (Mlinotestovi izdelki 2009).

a) Testenine

Podjetje proizvaja različne vrste testenin, ki so z vlakninami in minerali bogata ter zdrava hrana, ki jo lahko pripravimo na različne načine.

Mlinotest proizvaja testenine pod več blagovnimi znamkami. Najtradicionalnejše so **jajčne testenine** z značilnim in polnim okusom, izdelane iz zdroba in jajc, posebne pa so tudi jušne testenine z dodatkom korenčka. **Ceres** je blagovna znamka, ki predstavlja testenine iz trde pšenice durum, ki se nikoli ne razkuhajo ter ohranjajo čvrst okus. Najboljše iz Mlinotestove zakladnice je ujeta v **praznične testenine**, ki se ne razkuhajo in se ne zlepijo, pripravljene so iz svežih jajc in pšenice durum. Za varovanje zdravja podjetje proizvaja **Vita testenine**, ki so na voljo z raznimi dodatki (špinača, soja, sipa, itd.) in so pridobile znak Varuje zdravje. V programu **svežih testenin** podjetje proizvaja torteline, saketine in raviole, in sicer kot sveže in t suh program. Poleg tega v svežem programu testenin ponujajo še testenine za lasagne in **njoke** iz krompirjevega testa, tudi z raznimi nadevi.

b) Kruh in pekovsko pecivo

Med različnimi vrstami kruha je možno izbrati različne **hlebce**. Zelo priljubljena vrsta kruha so **štruice**, katerih Mlinotest ponuja pravo paletu – od belih, do polnozrnatih, v pekaču, francoskih, itd. V letu 2008 so na trg plasirali novo skupino zdravih kruhov pod blagovno znamko Svit. Med **pekovskim pecivom** so poznane male žemlje, kajzerice, lepinje in podobno malo pekovsko pecivo. Sem spada tudi sladko pekovsko pecivo, kot so krofi. Ker je pomembno, da kruh ostane čim dlje svež, je podjetje vpeljalo tudi proizvodnjo vseh vrst **pakiranega kruha**, rezanega pakiranega kruha in kruha s podaljšano svežino. Veliko užitkov pa ponujajo tudi slaščice, po katerih kupci radi posegajo. Podjetje proizvaja različne piškote, kremna peciva, nepogrešljive pa so torte in potice. Novost na tem področju je **spletno naročanje tort**, aktivnosti za uresničitev tega projekta pa so potekale v letu 2008.

V letu 2008 so odprli tudi prvi butik kruha Mlinček – butik kruha in slaščic. Mlinček je specializirana prodajalna kruha in slaščic na izbrani atraktivni lokaciji.

c) Moke in mlevski izdelki

Moko in mlevske izdelke, ki predstavljajo glavnino prehrane, podjetje pridobiva v procesu mletja, ko žita stopenjsko melje in drobi ter tako pridobiva žitne delce različnih velikosti, ki jih kasneje presejejo in tipizirajo. **Moka** so najmanjši delci, imenovana tudi gladka moka, zdrobi pa so po velikosti delcev najbližje ostri moki.

Tip pšenične moke se določi na podlagi količine mineralnih snovi, ki jih ta vsebuje. Podjetje proizvaja več tipov moke. V letu 2008 so pričeli s trženjem dveh novih izdelkov, in sicer bio in črne moke.

Podjetje proizvaja tudi instant izdelke, ki skrajšujejo čas kuhanja, kljub temu pa ohranjajo aromatičnost in polnost okusa. Med te izdelke uvrščajo instant polento, pšenični zdrob, ajdovo kašo, itd.

Pri tem kot stranski proizvod pri mletju žita, predvsem pšenice, nastajajo otrobi, ki jih podjetje prodaja za neposredno živilsko krmo in kot sestavni del za mešanice močnih krmil. Največji odjemalec tega Mlinotestovega stranskega proizvoda v Sloveniji je podjetje Vajet, večje količine žitne lupine pa Mlinotest tudi izvozi.

d) Drugi izdelki

Sendviče in bombone v podjetju uvrščajo med druge izdelke. **Sendviči**, ki jih proizvajajo, se razlikujejo tako po okusu kot po obliki kruha. Bombone tržijo pod blagovno znamko **Gu-Gu**.

3.3 Izračunani kazalniki poslovanja podjetja Mlinotest za leti 2007 in 2008

V Tabeli 5 so izračunani kazalniki poslovanja podjetja Mlinotest za leti 2007 in 2008.

Kazalnik stopnja lastniškosti financiranja je razmerje med kapitalom in obveznostmi do virov sredstev. Vrednost kazalnika 1 oziroma 100 % bi pomenila, da podjetje nima dolgov in da so vsa sredstva financirana s kapitalom podjetja. Vrednost kapitala obravnavanega podjetja, na dan 31. 12. 2008, predstavlja v strukturi obveznosti do virov sredstev 53 %.

Kazalnik koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient) je razmerje med števcem, ki ga predstavljajo likvidna sredstva (kratkoročne finančne naložbe, dobroimetje pri bankah, čeki, gotovina) in kratkoročne terjatve, ter imenovalcem, ki ga predstavljajo kratkoročne obveznosti. Čeprav se v literaturi pogosto pojavljajo 'pravilne' vrednosti kazalnika, ki naj bi bile več od 1, pa je vrednost odvisna od dejavnosti. Obravnavano podjetje je lahko v letu 2008 z likvidnimi sredstvi in kratkoročnimi terjatvami pokrilo le 55 % svojih kratkoročnih obveznosti.

Kazalnik koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti (kratkoročni koeficient) je razmerje med števcem, ki ga predstavljajo kratkoročna sredstva, in imenovalcem, ki ga predstavljajo kratkoročne obveznosti. Včasih so ocenjevali, da je njegova optimalna velikost približno 2, vendar se je kmalu izkazalo, da ta vrednost ni zanesljivo merilo plačilne sposobnosti podjetja. Ne nazadnje je lahko podjetje plačilno nesposobno kljub visokemu kratkoročnemu koeficientu in obratno. Danes je jasno, da je optimalna velikost kratkoročnega koeficienta odvisna po eni strani od posebnosti dejavnosti, po drugi pa še od posebnosti podjetja samega. Podjetje Mlinotest je imelo višji kratkoročni koeficient v letu 2007, in sicer je le-ta znašal 1,13.

Kazalnik koeficient gospodarnosti poslovanja je razmerje med števcem, ki ga predstavljajo poslovni prihodki in imenovalcem, ki ga predstavljajo poslovni odhodki. Če je kazalnik večji od 1, pomeni, da so poslovni prihodki presegli poslovne odhodke, kar je za podjetje ugodno. Obravnavano podjetje je imelo v letu 2008 ta kazalnik večji od 1, kar pomeni, da je podjetje poslovalo uspešno.

Kazalnik koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala je razmerje med števcem, ki ga predstavlja čisti dobiček v poslovnem letu, in imenovalcem, ki ga predstavlja povprečni kapital brez čistega poslovnega izida proučevanega leta. Dobičkonosnost kapitala je s stališča lastnikov najpomembnejši in eden najpogostejše uporabljenih kazalnikov. Lastniki kapitala v podjetju so zainteresirani za čim večjo dobičkonosnost, ki pomeni dobiček na vložena finančna sredstva lastnikov. Podjetje Mlinotest je v letu 2008 imelo višjo dobičkonosnost kapitala kot v letu 2007, in sicer je le-ta v letu 2008 znašala 2,73 %.

Kazalnik koeficient dividendnosti osnovnega kapitala je razmerje med števcem, ki ga predstavlja vsota dividend za poslovno leto, in imenovalcem, ki ga predstavlja povprečni osnovni kapital.

Tabela 5: Kazalniki poslovanja podjetja Mlinotest za leti 2007 in 2008

	2007	2008
Stopnja lastniškosti financiranja (v %)	56	53
Pospešeni koeficient	0,57	0,55
Kratkoročni koeficient	1,13	1,02
Koeficient gospodarnosti poslovanja	1,00	1,01
Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala (v %) - ROE	1,89	2,73
Koeficient dividendnosti osnovnega kapitala	0,02	0,01

Vir: Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008, 2009, str. 65–66.

3.4 Praktičen izračun ekonomske dodane vrednosti v primeru podjetja Mlinotest

3.4.1 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov ter vpliv na čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT) in na obseg poslovno investiranega kapitala (IC)

a) Rezervacije

V Tabeli 6 je prikazana vrednost rezervacij podjetja Mlinotest v obdobju 2006–2008 ter njihov vpliv na investirani kapital in čisti dobiček iz poslovanja. Vrednost oblikovanih

rezervacij v bilanci stanja se prišteje k investiranemu kapitalu, medtem ko se morebitno povečanje rezervacij v obračunskem obdobju prišteje k dobičku iz poslovanja.

Tabela 6: Rezervacije, v EUR

Leto	Vrednost rezervacij	Povečanje bruto dobička za spremembo v obdobju rezervacij
2006	600.656	
2007	691.377	+ 90.721
2008	789.173	+ 97.796

Vir: Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008, 2009, str. 55.

Podjetja oblikujejo rezervacije zaradi poslovnih dogodkov ali odločitev, ki so se že zgodile in zaradi katerih v prihodnosti pričakujejo nastanek stroškov. Zaradi navedenega in ker se ta kategorija obnaša kot kapital, zagovorniki ekonomske dodane vrednosti predlagajo njihovo kapitalizacijo ter povečanje oziroma zmanjšanje dobička za znesek spremembe rezervacij v obdobju.

V podjetju Mlinotest rezervacije predstavljajo rezervacije zaradi dolgoročno odloženih prihodkov (dotacije za pridobitev osnovnih sredstev, prispevki za invalide) in rezervacije v obliki vnaprej vračunanih stroškov (rezervacije za jubilejne nagrade in odpravnine ob upokojitvi). Izračun rezervacij za jubilejne nagrade in odpravnine ob upokojitvi temelji na aktuarski metodi z diskontno stopnjo 2,7 % (Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008, 2009, str. 46).

V primeru Mlinotesta so bile v začetku poslovnega leta 2007 oblikovane rezervacije v višini 600.656 evrov, ob koncu leta pa 691.377 evrov, zato so morali za razliko med končnim in začetnim stanjem v višini 90.721 evrov povečati poslovni izid v letu 2007. V letu 2008 so poslovni izid iz tega naslova povečali za 97.796 evrov.

b) Stroški izobraževanja in trženja

V obravnavanem podjetju je bilo v letu 2008 poleg ustaljenih oblik izobraževanja in usposabljanja zaposlencev izvedenih več delavnic in programov s prodajnega področja, timskega dela in s področja vodenja. Izvedeno je bilo usposabljanje za prodajne vodje na temo uspešno svetovanje in pogajanje. Nadaljevali so z usposabljanjem novih internih presojevalcev sistema kakovosti po standardu ISO in s programom ravnanja z živili HACCP. Izobraževanje zaposlencev je potekalo skozi celo leto. Pridobili so dodatna specifična znanja za kompetentno opravljanje delovnih nalog. Ob tem so še nadalje spodbujali zaposlence k pridobivanju višje formalne izobrazbe, pri čemer so jim gmotno pomagali in jim omogočili tudi proste dneve za študij. V tem študijskem letu se je število zaposlencev, ki so se odločili za nadaljevanje študija ob delu, še povečalo. Poleg navedenih funkcionalnih oblik izobraževanja smo na podlagi predhodnega sodelovanja z lokalnimi izobraževalnimi

ustanovami nadaljevali s politiko štipendiranja in praktičnega usposabljanja dijakov in študentov (Letno poročilo 2008 podjetja Mlinotest, d. d., 2008, str. 19).

Vpliv na NOPAT

V Tabeli 7 je prikazan obračun amortizacije za stroške izobraževanja in trženja v obdobju 2006–2008.

Tabela 7: Izračun amortizacije stroškov izobraževanja in trženja, v EUR

	2006	2007	2008
Stroški izobraževanja	500.000	562.213	686.743
% amortizacije	20 %	20 %	20 %
Znesek kap. str.	100.000	112.443	137.349
Skupaj amortizacija:	100.000	212.443	349.792

Stroški izobraževanja in trženja se obravnavajo kot naložba in se prištejejo k poslovno investiranemu kapitalu. Pri amortizaciji stroškov izobraževanja je določeno petletno obdobje, kakor priporoča literatura, kar pomeni 20 % letno amortizacijsko stopnjo. To v praksi pomeni predpostavko, da znanje zastari v petih letih, kar seveda ni nujno. Zastarevanje znanja je namreč odvisno od hitrosti razvoja posameznega področja. Ker pa bi ocenjevanje hitrosti zastarevanja znanja po vsakem področju posebej zahtevalo precej truda, je upoštevana enotna 20 % amortizacijska stopnja, pri čemer tovrstna obravnava lahko privede do nekaterih odmikov od resničnega stanja. Stroški izobraževanja v obravnavanem podjetju so leta 2007 znašali 562.213, leta 2008 pa 686.743 evrov. Amortiziranje stroškov izobraževanja, kakor je razvidno tudi iz Tabele 7, so v letu 2007 znašali 212.443, v letu 2008 pa 349.792 evrov.

V Tabeli 8 je prikazano, kako vsebinska prilagoditev stroškov izobraževanja vpliva na čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT).

Tabela 8: Vpliv na NOPAT, v EUR

	2007	2008
Povečanje bruto dobička za stroške izobraževanja	+ 562.213	+ 686.743
Zmanjšanje bruto dobička za AM naložbe v izobraževanje	- 212.443	- 349.792

Vpliv na IC

Te stroške prištejemo h kapitalu, vendar kapital ne povečamo zgolj za stroške izobraževanja v obdobju, temveč tudi za neodpisano vrednost stroškov izobraževanja iz prejšnjih let. Naložba se tako sproti zmanjšuje za amortizacijo in poveča za morebitne nove stroške izobraževanja. Izračun preostale vrednosti stroškov izobraževanja iz prejšnjih let je prikazan v Tabeli 9.

Tabela 9: Izračun preostale vrednosti stroškov izobraževanja, v EUR

	2006	2007	2008
Znesek stroškov	500.000	562.213	686.743
Prenesena preostala vrednost	0	400.000	749.770
% amortizacije	20 %	20 %	20 %
Znesek letne amortizacije	100.000	112.443	137.349
Skupaj amortizacija:	100.000	212.443	349.792
Preostala vrednost	400.000	749.770	1.086.721

V Tabeli 10 je prikazano, kako vsebinska prilagoditev stroškov izobraževanja vpliva na obseg poslovno investiranega kapitala (IC).

Tabela 10: Vpliv na IC, v EUR

	2007	2008
Kapitalizacija stroškov izobraževanja	+ 749.770	+ 1.086.721

c) Poslovni najem

Za stroške poslovnega najema se poveča dobiček iz poslovanja. Kako ta prilagoditev računovodskih podatkov vpliva na dobiček iz poslovanja, je prikazano v Tabeli 11.

Tabela 11: Vpliv na NOPAT, v EUR

	2007	2008
Neto strošek poslovnega najema	+ 52.483	+ 52.977

S sedanjo vrednostjo prihodnjih plačil za najem se poveča investirani kapital. Obravnavano podjetje Mlinotest ima v poslovnem najemu predvsem vozila. Sedanja vrednost prihodnjih plačil za najem je prikazana v Tabeli 12. Ko je podjetje sklenilo pogodbe o poslovnem najemu, je EURIBOR znašal +2,5 %, kar je skupaj pomenilo 7 % obrestno mero. Ker EURIBOR pada, je to na dan 31. 12. 2008 znašalo 5,5 % obrestne mere. Na podlagi teh podatkov je izračunana sedanjo vrednost prihodnjih plačil in nato prišteta k investiranemu kapitalu. Izračun je prikazan v Tabeli 12.

Tabela 12: Vpliv na IC

	2007	2008
Prihodnja plačila (v EUR)	181.708	128.731
r (ob. mera)	4 leta	3 leta
n (št. let)	7 %	5,5 %
SV plačil:	138.624	109.629

d) LIFO prihranek

Uporaba metode LIFO je v podjetjih zelo redka. V proučevanem podjetju se zaloge surovin in materiala v računovodstvu izkazujejo po stalnih cenah, vendar pa tehtane povprečne cene ugotavljajo z odmiki za vsako surovino oziroma material do nabavne cene in odvisnih stroškov nabave. Odmike od stalnih cen podjetje izkazuje na posebnem kontu odmikov. Za vrednotenje zalog trgovskega blaga uporabljajo metodo FIFO, medtem ko se zaloge gotovih izdelkov in nedokončane proizvodnje izkazujejo po stalnih prodajnih cenah po veljavnem ceniku.

Slovenski računovodski standardi sicer ne dopuščajo uporabe metode LIFO pri ugotavljanju stroškov in vrednosti zalog za zunanje računovodsko poročanje, zato ta prilagoditev ni smiselna.

e) Dobro ime

Obravnavano podjetje dobrega imena nima v izkazih, zato ta prilagoditev računovodskih podatkov ni potrebna.

f) Davek od dohodka

Podjetje Mlinotest zaradi preteklih izgub in investicij ni bilo obvezno za plačilo davka od dohodka pravnih oseb, izgube iz preteklih let pa je uveljavljalo kot davčno olajšavo v letih pozitivnega poslovanja. Ker je efektivna davčna stopnja 0 %, prilagoditev ni potrebna.

3.4.2 Izračun NOPAT in IC za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008

V Tabeli 13 so združene vse računovodske prilagoditve, uporabljene na strani izkaza poslovnega izida. Osnovni podatek, na katerega se prilagoditve nanašajo, je dobiček iz poslovanja oz. EBIT. Kot je razvidno iz Tabele 13, imajo največji vpliv na NOPAT stroški izobraževanja.

Tabela 13: Izračun NOPAT za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008, v EUR

	2007	2008
Poslovni izid pred davki iz IPI	380.754	553.168
Povečanje bruto dobička za spremembe v obdobju dolgoročnih rezervacij	90.721	97.796
Povečanje bruto dobička za stroške izobraževanja	562.213	686.743
Zmanjšanje bruto dobička za AM naložbe v izobraževanje	212.443	349.792
Neto strošek poslovnega najema	52.483	52.977
Prilagojeni poslovni dobiček (EBIT)	873.728	1.040.892
Prilagojeni davek	0	0
DOBIČEK IZ POSLOVANJA PO PRILAGOJENIH DAVKIH (NOPAT)	873.728	1.040.892

Podjetje Mlinotest v obračunu davka od dohodka pravnih oseb ni izkazalo davčne osnove in zato tudi ni izkazalo obveznosti za davek od dohodka.

Podobno kot pri izračunu NOPAT je tudi pri izračunu prilagojenega poslovno investiranega kapitala (Tabela 14) največ popravkov na strani kapitalizacije stroškov izobraževanja.

Tabela 14: Izračun IC za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008, v EUR

	2007	2008
Kapital	20.349.149	20.543.672
Dolgoročne rezervacije	691.377	789.173
Kapitalizacija stroškov izobraževanja	749.770	1.086.721
Poslovni najem (SV prih. plačil)	138.624	109.629
Kratkoročne fin. obv. do bank	4.801.389	5.473.094
Dolgoročne fin. obv. do bank	4.536.686	3.463.593
INVESTIRAN KAPITAL (IC)	31.266.995	31.465.882

H kapitalu je treba prišteti ves dolg, ki nosi obresti, saj je z vidika ekonomske dodane vrednosti tudi dolg obravnavan kot investirani kapital.

3.5 Izračun WACC za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008

3.5.1 Izračun veljavne stopnje obdavčitve

Veljavna stopnja obdavčitve je izračunana s pomočjo naslednje enačbe:

$$\text{Veljavna stopnja obdavčitve} = \frac{\text{davek iz dobička iz rednega delovanja}}{\text{poslovni izid iz rednega delovanja}} * 100 \quad (10)$$

Z namenom izognitve izrednim prihodkom in odhodkom, s čimer se podjetje najbolj približa svoji osnovni dejavnosti, je veljavna stopnja obdavčitve izračunana na nivoju rednega delovanja podjetja. V Tabeli 15 je prikazan izračun veljavne stopnje obdavčitve za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008.

Običajno je veljavna stopnja obdavčitve nižja od predpisane davčne stopnje v višini 25 %, kar je zaradi izkoriščenih davčnih olajšav podjetja.

Tabela 15: Izračun veljavne stopnje obdavčitve

	2007	2008
Poslovni izid iz rednega delovanja, v EUR	380.754	553.168
Davek iz dobička iz rednega delovanja	0	0
Veljavna stopnja obdavčitve (T)	0	0

Obravnavano podjetje ni plačalo davka, zato je veljavna stopnja obdavčitve enaka 0.

3.5.2 Strošek lastniškega kapitala

Za ugotovitev stroška lastniškega kapitala je na voljo več različnih metod in pristopov. Najpogosteje uporabljen pristop v zahodnih državah je model CAPM. Kljub nekaterim slabostim pri uporabi tega modela je najpogosteje uporabljen tudi v Sloveniji. Za izračun stroškov lastniškega kapitala je uporabljena naslednja enačba:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) * B_i \quad (11)$$

Iz elementov enačbe za izračun stroškov lastniškega kapitala so potrebni naslednji podatki:

a) Izračun faktorja B

Na nerazvitih trgih kapitala, kot je slovenski, ustreznega in vsebinsko pravilnega koeficienta B ni mogoče izračunati. Težavo predstavljajo vhodni podatki, ki so lahko rezultat

nelikvidnega trga, možnih nedovoljenih vplivov na tržne cene, nekorektnih transakcij ipd., predvsem pa podatki niso na voljo za dovolj dolgo časovno obdobje. Namesto slovenskih so v obravnavanem primeru uporabljeni koeficiente B za ameriško tržišče, ki so objavljeni na spletnih straneh. Zajeti so koeficienti za panogo, in sicer **proizvodnja hrane**. Objavljeni koeficient B nezadolženega ameriškega podjetja za proučevano panogo znaša **0,65** (Aswath Damodaran Online, 2009).

b) Ocena donosnosti netvegane naložbe (r_f)

V razvitih tržnih gospodarstvih je donosnost dolgoročnih državnih obveznic najpogostejši približek za oceno donosnosti netvegane naložbe. Na podlagi dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev v Sloveniji je v izračunu uporabljena obveznica (Predstavitev obveznice RS63, 2009): 10-letna slovenska obveznica RS 63 in s kuponsko obrestno mero **4,375 %**.

c) Ocena pričakovane tržne premije za tveganje ($r_m - r_f$)

Glede na kratko zgodovino slovenskega borznega trga je tržno premijo težko oceniti. Zato je, podobno kot pri koeficientu B, tudi tu upoštevana tržna premija za tveganje za ameriški trg. Tržna premija za tveganje za obravnavano panogo znaša **6,50 %**. Podatek je objavljen na spletnih straneh (Aswath Damodaran Online, 2009).

d) Izračun pričakovane stopnje donosa lastniškega kapitala podjetja Mlinotest

Na podlagi zbranih vseh potrebnih podatkih in upoštevajoč navedeno enačbo je izračunana tudi pričakovana oziroma zahtevana donosnost za lastniški kapital podjetja Mlinotest. Ta je:

$$r_i = 4,375 \% + 6,50 \% * 0,65 = 4,375 \% + 4,225 \% = \mathbf{8,6 \%}$$

Izračun pokaže, da lastnik proučevanega podjetja glede na ocenjeno tveganje pričakuje donosnost investiranega lastniškega kapitala v višini 8,6 %. Ta stopnja pomeni strošek lastniškega kapitala podjetja.

3.5.3 Strošek dolga

Strošek dolžniškega kapitala v podjetju predstavljajo obresti, ki jih je to dolžno plačevati na prejeta bančna posojila, in vsi stroški, povezani z odobritvijo posojil. V Sloveniji so se obrestne mere za posojila v obdobju 2006–2008 nenehno spreminjale, zato so kot približek za oceno povprečnega stroška dolžniškega kapitala v izračunih, objavljenih v nadaljevanju, upoštevani obrestni odhodki, povečani za stroške odobritve posojil. Ti so nato primerjani s povprečnim stanjem dolga v določenem letu. Slednje je izračunano na podlagi stanja na začetku in na koncu opazovanega leta. Izračuni so prikazani v Tabelah 16 in 17.

Tabela 16: Povprečno stanje dolga, v EUR

	Kratkoročne finančne obveznosti do banka	Dolgoročne finančne obveznosti do bank	Skupaj	Povprečno stanje dolga
2006	3.283.094	5.609.780	8.892.874	
2007	4.801.389	4.536.686	9.338.075	9.115.474
2008	5.473.094	3.463.593	8.936.687	9.137.381

Vir: Bilanca stanja podjetja Mlinotest na dan 31. 12. 2008, 2009.

Tabela 17: Povprečni strošek dolžniškega kapitala za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008

	Stroški financiranja (obresti) (v EUR)	Povprečno stanje dolga (v EUR)	Povprečni strošek dolga (v %)
2007	431.171	9.115.474	4,73 %
2008	455.481	9.137.381	4,98 %

Vir: Izkaz poslovnega izida podjetja Mlinotest za obdobje 1. 1. do 31. 12. 2008, 2009.

3.5.4 Izračun WACC za podjetje Mlinotest

WACC je opredeljen kot tehtana povprečna cena investiranega kapitala. Obravnava se kot seštevek podjetja in kakršen koli dobiček, ki je večji od tega stroška, pomeni ekonomski dobiček (EVA) oziroma povečanje vrednosti. Za izračun tega stroška je treba upoštevati vse vire financiranja, ki so jih zagotovili investitorji. Ker podjetje Mlinotest uporablja le navadni lastniški kapital in dolžniški kapital, je enačba prilagojena strukturi virov financiranja podjetja:

$$WACC = w_d * r_d * (1 - T) + w_s * r_s, \quad (12)$$

pri čemer je:

- w_d – delež dolga v celotnem kapitalu,
- r_d – strošek dolga,
- T – veljavna stopnja obdavčitve,
- w_s – delež navadnega kapitala v celotnem kapitalu,
- r_s – strošek navadnega kapitala.

V Tabeli 18, objavljeni v nadaljevanju, je prikazan izračun WACC za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008. Tehtani povprečni strošek kapitala je v proučevanih letih skoraj enak. Ker je strošek lastniškega kapitala vzet kot konstanten (8,6 %), na minimalno spremembo WACC vplivajo predvsem stroški odobritve posojil.

Tabela 18: Izračun tehtanega povp. stroška kapitala (WACC) za Mlinotest v letih 2007 in 2008

	2007	2008
Delež LK	0,56	0,53
Strošek LK	8,6 %	8,6 %
Delež dolga	0,44	0,47
Strošek dolga	4,73 %	4,98 %
(1-T)	1	1
WACC	6,897 %	6,898 %

3.6 Izračun EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI (EVA) za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008

Za podjetje Mlinotest je ekonomska dodana vrednost izračunana z naslednjo enačbo:

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC) \quad (13)$$

S pomočjo doslej zbranih podatkov je mogoče izračunati tudi ekonomsko dodano vrednost podjetja Mlinotest v letih 2007 in 2008. Izračun je prikazan v tabeli 19.

Tabela 19: Izračun ekonomske dodane vrednosti za Mlinotest v letih 2007 in 2008

	2007	2008
NOPAT (v EUR)	873.728	1.040.892
IC (v EUR)	31.266.995	31.465.882
WACC (v %)	6,897	6,898
EVA (v EUR)	- 1.282.756	-1.129.624

V Tabeli 19 je prikazan izračun ekonomske dodane vrednosti oziroma izgube. Na podlagi podatkov je razvidno, da bi morali v obravnavanem podjetju glede na poslovno investirani kapital v letu 2008 (31.465.882 evrov) in njegovo ceno ustvariti 2.170.516 evrov dobička, kar je skoraj 1,13 milijona evrov več od realiziranega NOPAT. Razloga za tako veliko izgubo sta dva. Prvi je v zelo visokem deležu lastniških virov v poslovno investiranem kapitalu. Drugi razlog pa je seveda ta, da so posamezne naložbe premalo donosne glede na njihovo tveganje.

Podjetje Mlinotest izkazuje v bilanci stanja veliko vrednost dolgoročnih finančnih naložb v deleže v družbah v skupini in delnice, izkazuje tudi visoko vrednost zemljišč ter zgradb, katerih donosnost lahko vpliva na ekonomsko dodano vrednost.

Rešitev, kako do pozitivnega ekonomskega rezultata, je torej večplastna. Ukrepe za uspešnejše oplajanje kapitala lastnikov je možno poiskati v spremenjeni kapitalski strukturi,

torej spremembi financiranja, od bolj dragih lastniških virov k cenejšim virom, kar bo znižalo povprečni strošek kapitala in tako pozitivno vplivalo na ekonomski rezultat, ter tudi v vlaganju v bolj donosne projekte. Hkrati pa bi lahko preučili, kako posamezna poslovna področja prispevajo k ekonomskemu rezultatu. Treba bi bilo namreč odkriti področja, ki ne dosegajo pozitivnega ekonomskega rezultata, kar pomeni na podlagi modela ekonomske dodane vrednosti ovrednotiti vse projekte in poskušati izboljšati rezultate tistih naložb, ki ne dosegajo pozitivne oziroma vsaj nične ekonomske dodane vrednosti. Če bo ocenjeno, da posamezna naložba ne bo uspela zadovoljiti tega merila, bi veljalo razmisliti o dezinvestiranju.

Primer praktičnega izračuna ekonomske dodane vrednosti tudi razkriva, da je podjetje precej manj uspešno, kot to prikazuje sicer tradicionalna finančna analiza. Razlog za to so strošek kapitala in računovodske prilagoditve.

EVA ni popoln kazalnik, kar dokazujejo opisane slabosti. Dejstvo pa je, da daje boljši občutek glede ekonomske uspešnosti podjetja kot nekateri drugi kazalniki. Hkrati je tista vez, ki povezuje cilje lastnikov s cilji managerjev: maksimizacijo premoženja prvih s čim višjo nagrado drugih.

Absolutna vrednost EVA je pomemben pokazatelj, uspešnost poslovanja pa dodatno pojasnijo relativne primerjave. V Tabeli 20, prikazani v nadaljevanju, je prikazana donosnost investiranega operativnega kapitala (ROIC), ki prikazuje donosnost za vse investitorje.

Tabela 20: Izračun donosnosti celotnega investiranega kapitala (ROIC) za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008

	2007	2008
NOPAT (v EUR)	873.728	1.040.892
IC (v EUR)	31.266.995	31.465.882
ROIC (v %)	2,79	3,31

Opomba: Stanje IC na začetku leta.

Iz Tabele 20 je razvidno, da je bila v letu 2007 dosežena nižja stopnja donosnosti investiranega kapitala kot v letu 2008. V letu 2008 je le-ta znašala 3,31 %.

3.7 Primerjava računovodskega dobička in ekonomske dodane vrednosti

Glavni cilj obstoja in poslovanja podjetja je sicer ustvarjanje poslovnega uspeha, vendar se pojavi dilema, ko se želi ta poslovni uspeh konkretizirati. Obstaja namreč določena razlika med ekonomskim uspehom poslovanja in tistim, ki ga tradicionalno ugotavlja računovodstvo v podjetju (Pučko, 2001, str. 146). Računovodsko izkazan poslovni uspeh, ki se praviloma nanaša na krajše obdobje, je le del slike o dosežkih podjetja in sam ne pove vsega o stvarnem ekonomskem uspehu poslovanja podjetja. Ekonomski uspeh poslovanja podjetja je razlika

med končno vrednostjo lastniškega kapitala ter začetno vloženo vrednostjo tega kapitala in ga je načeloma mogoče popolnoma pravilno ugotoviti samo v obdobju, ki se ujema s celotno življenjsko dobo podjetja. V krajših poslovnih obdobjih bi bilo mogoče ekonomski uspeh ugotavljati samo v podjetjih, katerih delnice kotirajo na borzi, saj razlika med tržno vrednostjo lastniškega kapitala na koncu in začetku poslovnega obdobja ponazarja dosežen ekonomski uspeh poslovanja.

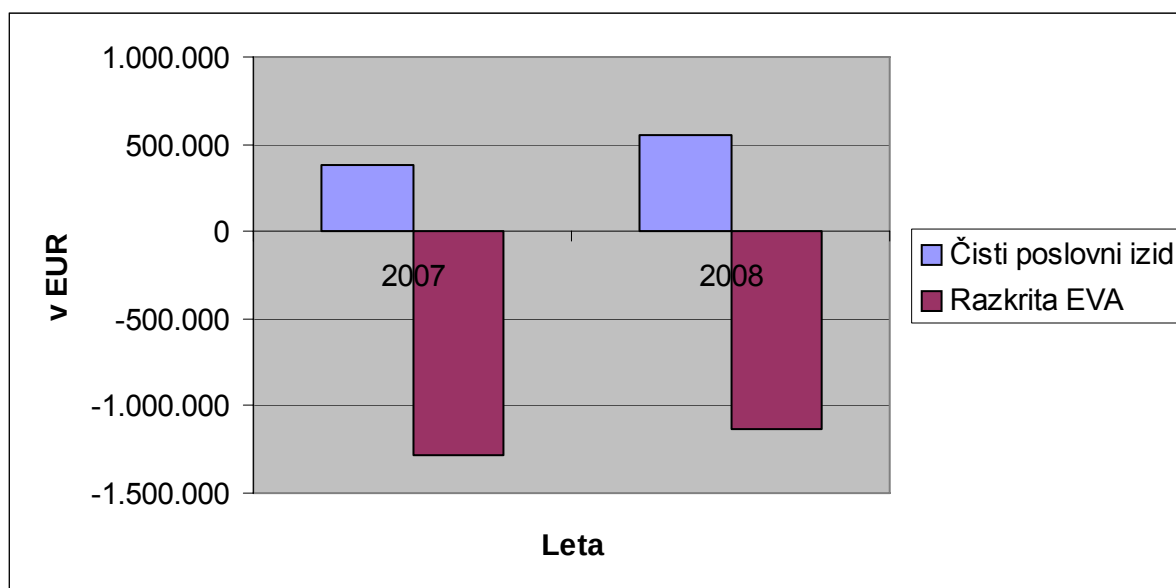
Merjenje poslovne uspešnosti s pomočjo ekonomskega dobička (oziroma ekonomske dodane vrednosti kot ene izmed njegovih oblik) je na pravi poti k ugotavljanju stvarnega ekonomskega uspeha, saj se naslanja na računovodsko ugotovljeni poslovni uspeh (le-ta je sicer ustrezno prilagojen z vsebinskimi popravki računovodskih izkazov) ter hkrati upošteva stroške celotnega kapitala podjetja.

Izračun ekonomske dodane vrednosti pa razkriva drugačno sliko, kot jo prikazujejo računovodski izkazi in sam poslovni izid. V Tabeli 21 in Sliki 4, objavljeni v nadaljevanju, je podana primerjava med kazalnikom tradicionalne finančne analize in kazalnikom modela ekonomske dodane vrednosti. Dejstvo je, da so med obema skupinama kazalnikov precejšnje razlike, kar je pričakovano, saj ekonomska dodana vrednost upošteva še stroške kapitala, kar ima negativen vpliv na vrednost. Izračunana razkrita ekonomska dodana vrednost je za obe proučevani leti nižja od čistega poslovnega izida.

Tabela 21: Primerjava ključnih kazalnikov za podjetje Mlinotest v letih 2007 in 2008, v EUR

	2007	2008
Čisti poslovni izid	380.754	553.168
Razkrita EVA	- 1.282.756	-1.129.624

Slika 4: Primerjava ključnih kazalnikov podjetja Mlinotest v letih 2007 in 2008



Pozitivni znesek EVA v določenem obdobju pomeni, da so v podjetju uspeli povečati vrednost podjetja za njegove lastnike, negativni znesek EVA pa pomeni, da je prišlo do zmanjšanja vrednosti podjetja.

Če bi lastniki presojali samo čisti poslovni izid, bi lahko ugotovili, da je podjetje delovalo uspešno, vendar to ne drži, saj ni upoštevan njihov oportunitetni strošek vloženega kapitala.

V obeh proučevanih letih je bila situacija podobna, saj je podjetje imelo pozitiven čisti poslovni izid, razkrita EVA pa je bila negativna. Za podjetje z negativnim zneskom EVA pa je možno sklepati, da pričakovanja lastnikov glede vrednosti njihovih vlaganj niso bila izpolnjena, četudi gre lahko za podjetja, ki so izkazala v tekočem obdobju čisti dobiček in ga delno celo razdelila lastnikom.

Oba izračunana kazalnika sta bila bolj ugodna za leto 2008, kar pomeni, da je podjetje Mlinotest v letu 2008 boljše poslovalo v primerjavi z letom 2007.

Ker pa je znesek EVA odvisen tudi od velikosti podjetja, sodba o njihovi večji ali manjši ekonomski uspešnosti ne more biti utemeljena na podlagi absolutnega zneska. Večjo izrazno moč imajo zaradi tega primerjalne presoje, pri katerih se kategorija EVA primerja z drugimi kategorijami, npr.: poslovno potrebnimi sredstvi ali s prihodki od prodaje v opazovanem obdobju.

3.8 Nagrajevanje

Izračunana ekonomska dodana vrednost je lahko podlaga za sistem nagrajevanja managerjev po modernem EVA-modelu nagrajevanja. Iz podatkov v Tabeli 22, objavljeni v nadaljevanju, je razvidno, kako bi bili lahko managerji nagrajeni glede na dosežen EVA-izid (izračunan v prejšnjem poglavju).

Analiza leta 2007 dokazuje, da je podjetje doseglo –1.282.756 evrov EVA-izida. Ker je bil v letu 2008 EVA-izid –1.129.924 evrov, to pomeni, da je izboljšanje le-tega v primerjavi s prejšnjim letom za 153.132 evrov. Na podlagi tega je mogoča predpostavka, da podjetje vsako leto pričakuje za 150.000 evrov boljši EVA-izid glede na prejšnje leto. Presežno izboljšanje tako znaša 3.132 evrov, nagrada iz naslova presežka pa 10 % od celotnega zneska, kar pomeni 313 evrov. Skupaj s ciljno nagrado, ki znaša 30.000 evrov, je celotna nagrada 30.313 evrov. V takšnem primeru se s to nagrado pokrije negativni saldo v nagradni banki iz prejšnjega leta, ko je bil EVA-izid negativen in je celotna 'nagrada' znašala –113.276 evrov. Izplačana nagrada je izračunana z naslednjo enačbo: če je nagrada + stanje na banki višje od ciljne nagrade, managerju pripada celotna ciljna nagrada, povečana za eno tretjino presežka – presežek je izračunan tako, da se sešteje nagrada in preneseno stanje v nagradni banki iz preteklega leta ter odšteje ciljna nagrada. Če je nagrada + stanje na banki nižje od ciljne nagrade, vendar višje od 0, se managerju izplača celotna nagrada + stanje na banki. Če pa je

nižje od 0, manager seveda ni upravičen do izplačila nagrade. To je značilno za obravnavani primer podjetja Mlinotest. V proučevanem primeru je nagrada negativna, kar se odraža v globoko negativnem stanju v nagradni banki v preteklem letu. Managerji morajo za izplačilo nagrade v naslednjih letih najprej pokriti negativno stanje, šele nato bodo upravičeni do izplačila nagrade.

Ciljna nagrada, pričakovano izboljšanje EVA-izida in % EVA-presežka, namenjen za nagrado managerjem, so sicer stvar pogajanj med lastniki in managerji, zato so lahko nagrade v zgornjem primeru precej različne.

Za izračun izplačane nagrade je uporabljena naslednja enačba:

$$\text{Nagrada} = \text{ciljna nagrada} + y\% (\Delta \text{EVA} - \text{EI}) \quad (14)$$

Tabela 22: Nagrajevanje glede na EVA-izid

		2007	2008
1	EVA-izid (Začetna EVA je 0.) (v EUR)	-1.282.756	-1.129.624
2	Izboljšanje EVA-izida ($\text{EVA}_t - \text{EVA}_{t-1}$) (v EUR)	-1.282.756	+153.132
3	EI (pričakovano izboljšanje EVA-izida) (v EUR)	150.000	150.000
4	Presežno izboljšanje ECA-izida (2 - 3) (v EUR)	-1.432.756	3.132
5	Ciljna nagrada (v EUR)	30.000	30.000
6	Y% (% EVA-presežka) (v %)	10	10
7	Nagrada na osnovi EVA-presežka ($4 * 6$) (v EUR)	-143.276	313
8	Nagrada (5 + 7) (v EUR)	-113.276	30.313
9	Nagrada + banka ($8 + 11_{t-1}$) (v EUR)	-113.276	-82.963
10	Izplačana nagrada (v EUR)	0	0
11	Končno stanje na banki (9 - 10) (v EUR)	-113.276	-82.863

3.9 Poznavanje modela EVA v podjetju Mlinotest

Po končanih vseh izračunih in primerjavah je zanimivo tudi poznavanje metode EVA v podjetju Mlinotest. Kot zaposlena v proučevanem podjetju ni bilo ovir pri zbiranju informacij in podatkov ob pripravi naloge. Direktorica poslovne informatike v podjetju Mlinotest je bila zato zaprosena za odgovore na naslednja vprašanja:

- Ali poznate metodo EVA?
- Ali ste že kdaj poskušali izračunati uspešnost poslovanja podjetja Mlinotest po tej metodi?
- Če DA (oziroma, če je odgovor na prejšnje vprašanje pozitiven), kaj menite o tej metodi, oziroma kakšen se Vam je zdel izračun (enostaven, zahteven, kompleksen, itd.)?

- Ali se Vam zdi bolj smiselno, da podjetja uporabljajo tradicionalni (klasični) izračun uspešnosti poslovanja, ki je v skladu s SRS, ali se Vam zdi bolj primerna metoda EVA? Če je odgovor DA, utemeljite zakaj. Kje vidite prednosti te metode?
- Ali menite, da slovenska podjetja pogosto uporabljajo metodo EVA?
- Ali se Vam zdi, da metoda EVA pokaže bolj realne rezultate poslovanja podjetja?

Na podlagi odgovorov je ugotovljeno, da je direktorica poslovne informatike edina v podjetju, ki se ukvarja z metodo EVA. Metodo EVA dobro pozna, zato so jo zelo zanimali dobljeni rezultati poslovanja podjetja v obravnavani nalogi.

Direktorica poslovne informatike podjetja Mlinotest vsako leto izračuna uspešnost poslovanja podjetja po metodi EVA. Izračun se ji zdi enostaven, vendar se ji kljub temu zdi bolj smiselno, da podjetja uporabljajo tradicionalni (klasični) izračun uspešnosti poslovanja, ki je v skladu s SRS, predvsem zaradi lažje primerjave z drugimi podjetji in s panogo. Metoda EVA se uporablja predvsem pri ocenjevanju vrednosti podjetja. Direktorica poslovne informatike tudi meni, da večina slovenskih podjetij te metode ne uporablja. Uporabnost metode vidi predvsem pri vrednotenju podjetij, prednost pa v tem, da metoda EVA prikazuje upravljanje s kapitalom. V svoj izračun vključuje stroške kapitala in v tem smislu prikaže bolj realne rezultate poslovanja podjetja. Meni tudi, da EVA-izid pokaže rast oziroma padec podjetja, kar za računovodski dobiček ni nujno oziroma to ne velja.

Po dobljenem izidu poslovanja obravnavanega podjetja se je tako zastavilo vprašanje, kje tičijo razlogi za negativni rezultat. Glavni problem podjetja Mlinotest je previsok investirani kapital, ki je tudi posledica nekaterih 'grehov' iz preteklosti, kot so na primer:

- lastninjenje (določene stvari so bile precenjene),
- revalorizacija (pred letom 2001),
- prevrednoten nepremičninski trg.

Poleg navedenega preteklo obdobje predelovalni industriji ni bilo najbolj naklonjeno. Na globalnem trgu so se cene surovin in energentov namreč močno dvignile, na drugi strani pa so potrošniki večino razlogov za dvig inflacije naprtili živilcem. Živilska industrija sicer posluje z nizko maržo, na trgu pa je preveč razpoložljivih kapacitet. Vse to povzroča zaostrene razmere na trgu.

SKLEP

Večino obstoječih modelov merjenja uspešnosti podjetja je mogoče razdeliti v dve veliki skupini. Prva skupina zajema modele, ki želijo oblikovati enotno mero uspešnosti, ta pa izhaja predvsem iz finančnih modelov. V drugo skupino lahko uvrstimo modele, ki poleg finančnih rezultatov vključujejo še druge nefinančne kazalnike poslovanja podjetij. Vsi modeli izhajajo iz kritike računovodskih podatkov.

Koncept ekonomske dodane vrednosti, ki je predmet magistrskega dela, sodi v prvo skupino modelov merjenja uspešnosti poslovanja podjetja. Osnovna predpostavka koncepta je, da je temeljni cilj poslovanja podjetja maksimiranje vrednosti enote lastniškega kapitala. Model EVA omogoča managementu, da vidi podjetje, kot ga vidijo lastniki in sprejema odločitve tako, da izpolnjuje pričakovanja lastnikov.

Ekonomski dobiček se izračuna tako, da se od čistega dobička po prilagojenih davkih odštejejo stroški investiranega operativnega kapitala. Pozitivna vrednost EVA pomeni, da je podjetje poslovalo uspešno in za svoje lastnike ustvarilo novo vrednost.

Četudi je izračun ekonomske dodane vrednosti na prvi pogled videti enostaven, se v praksi pojavlja cela vrsta težav. Najprej se postavi vprašanje o smotnosti izvedbe vsebinskih prilagoditev izvirnih računovodskih podatkov, ki naj bi zagotavljale sorazmerno neodvisnost od računovodskih predpisov. Poleg tega, da vsebinske prilagoditve vnašajo element subjektivnosti, empirične študije kažejo minimalni vrednostni vpliv prilagoditev, managerji pa odstopanjem od računovodskih standardov niso naklonjeni.

Pred izračunom ekonomskega dobička je potrebno namreč prilagoditi računovodske podatke. Prilagoditve zagotavljajo, da je izkazani ekonomski dobiček sorazmerno neodvisen od računovodskih predpisov, usmeritev in standardov. Treba se je zavedati, da večje število prilagoditev sicer pomeni večjo natančnost izračuna, a tudi njegovo večjo kompleksnost ter manjšo razumljivost s strani uporabnikov.

Glavna prednost EVA je, da za razliko od računovodsko izkazanega dobička v izračunu upošteva tudi stroške lastniškega kapitala in tako spodbuja zavedanje managerjev, da ima kapital v celoti svojo ceno. Za izračun stroškov lastniškega kapitala se večinoma uporablja model CAPM, ki pa ima vrsto predpostavk, ki jih izpolnjujejo samo zelo razviti trgi kapitala. Kljub temu med ekonomisti velja za model, ki relativno dobro opisuje stvarnost. Naslednja prednost EVA je, da lahko obsega vse štiri vrste primerjanja: med oddelki podjetja, med konkurenti, z najuspešnejšimi podjetji ter primerjanje znotraj dejavnosti in z njo.

Koncept ekonomske dodane vrednosti je v pogojih razvitega trga kapitala že pogosto uporabljeno merilo uspešnosti poslovanja, z razvojem slovenskega kapitalskega trga pa tudi pri nas že pridobiva na pomembnosti. Tudi slovenski managerji namreč spoznavajo, da ni dovolj samo doseči pozitiven poslovni rezultat, ampak je pomembno, s kakšnimi vložki je ta dosežen in ali je donosnost sploh zadostna glede na tveganje, ki so ga z naložbo vlagatelji prevzeli nase. Lastniki, ki bodo imeli možnost alternativne naložbe v boljša podjetja, bodo zato izbrali tista podjetja, ki dosegajo višjo ekonomsko dodano vrednost. S tem bodo podjetja prisiljena povečati svojo učinkovitost.

Skozi celotno magistrsko delo sem analizirala in ocenjevala uspešnost poslovanja podjetja Mlinotest v letih 2007 in 2008. Po prvem, teoretičnem delu, ki mi je služil kot osnova za nadaljnje delo, sem najprej na kratko predstavila obravnavano podjetje. Da sem lahko izračunala ekonomsko dodano vrednost podjetja, sem morala najprej zbrati vse potrebne podatke in narediti vsebinske prilagoditve nekaterih računovodskih podatkov. Kljub končnemu pozitivnemu izidu v računovodskih izkazih, je izračunana EVA za obe leti negativna. Razloga za to sta dva. Prvi je v zelo visokem deležu lastniških virov v poslovno investiranem kapitalu. Drugi razlog pa je seveda v tem, da so posamezne naložbe premalo donosne glede na njihovo tveganje. V obeh proučevanih letih je bila situacija podobna, saj je podjetje imelo pozitiven čisti poslovni izid, razkrita EVA pa je bila negativna. Za podjetje z negativnim zneskom EVA se lahko sklepa, da pričakovanja lastnikov glede vrednosti njihovih vlaganj niso bila izpolnjena, četudi gre lahko za podjetje, ki je izkazalo v tekočem obdobju čisti dobiček in ga delno celo razdelilo lastnikom. Oba izračunana kazalnika, tako EVA kot računovodski dobiček, sta bila bolj ugodna za leto 2008, kar pomeni, da je podjetje Mlinotest v letu 2008 boljše poslovalo v primerjavi z letom 2007.

Izračunana ekonomska dodana vrednost je lahko podlaga za sistem nagrajevanja managerjev po modernem EVA-modelu nagrajevanja. V magistrskem delu sem izračunala, kako bi lahko bili managerji nagrajeni glede na dosežen EVA-izid. Če sta nagrada plus stanje na banki nižje od 0, manager seveda ni upravičen do izplačila nagrade. To velja za proučevano podjetje Mlinotest.

Ker sem sicer zaposlena v obravnavanem podjetju, sem se odločila, da se pozanimam o poznavanju metode EVA znotraj podjetja. Zanimalo me je, ali je podjetje že kdaj izmerilo uspešnost podjetja po metodi EVA, kaj menijo o njej ter kje vidijo prednosti in njene slabosti. V pogovoru z direktorico poslovne informatike podjetja Mlinotest, sem izvedela še mnogo koristnih informacij, ki so mi pomagale pri pripravi tega magistrskega dela.

Nadejam se, da sem dosegla svoj v uvodu opredeljen namen in da bo poslovodstvo proučevanega podjetja Mlinotest videlo dodano vrednost magistrskega dela predvsem v smislu nekaterih izračunov. Pomagali jim bodo pri sprejemanju poslovnih odločitev.

LITERATURA IN VIRI

1. Adler, R. W. (1999). *Management Accounting*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
2. Antunović, P. (1999). *Finance podjetja: teorija in praksa*. Ljubljana: Center Brdo (Sklad za razvoj managementa, d. o. o.).
3. Aswath Damodaran Online. Najdeno 6. junija 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
4. Bergant, Ž. (1998). Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Korporacijsko prestrukturiranje. *Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije* (str. 87–101). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
5. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2006). *Vodnik po predmetu Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. Biddle, G. C., Bowen, R. M. & Wallace, J. S. (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*, 24, str. 301–336.
7. Bilanca stanja podjetja Mlinotest na dan 31. 12. 2008. (2009). Ajdovščina: Mlinotest, d. d.
8. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (1999). *Investments*. (4th ed.) Boston: McGraw-Hill.
9. Bolčič, T. & Cerjak, R. (1999). Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. *Gospodarski vestnik*, 24, str. 51–52.
10. Dimc, G. (2005). *Merjenje uspešnosti poslovanja po konceptu EVA v podjetju Poslovni sistem Cimos Tam avtomobilska industrija*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. Dodd, J. L. & Chen, S. (1996). EVA – A New Panacea? *Business and Economic Review*, 42 (4), str. 26–28.
12. Dodd, J. L. & Johns, J. (1999). EVA – Reconsidered. *Business and Economic Review*, 45 (3), str. 13–18.
13. Dubrovski, D. (2004). *Krizni management in prenova podjetja*. Koper: Fakulteta za management.
14. Ehrbar, A. (1998). *EVA – The Real Key to creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons.
15. Grant, J. L. (2003). *Foundations of Economic value Added*. (2nd ed.) Hoboken: John Wiley & Sons.
16. Helfert, A. E. (2000). *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*. (10th ed.) Singapore: McGraw-Hill.
17. Hočevar, M. (2002). Kritični pogled na nekatere sodobne računovodske metode. *Iks*, 11, str. 85–96.
18. Hočevar, M., Jaklič, M. & Zagoršek, H. (2003). *Ustvarjanje uspešnega podjetja*. Ljubljana: GV Založba.
19. Hočevar, M., Zaman, M. & Petrovič, J. K. (2009). *Osnove računovodstva gospodarskega in javnega sektorja*. Ljubljana: Fakulteta za upravo.
20. Horvat, T. (2000). Za izračun EVA je potrebno prilagoditi nekatere računovodske podatke. *Finance*, 44, str. 18.

21. Izkaz poslovnega izida podjetja Mlinotest za obdobje 1. 1. do 31. 12. 2008. (2009). Ajdovščina: Mlinotest, d. d.
22. Javornik, S. (2003). Vse o EVI in še več. *Gospodarski vestnik*, 52 (44), str. 50–51.
23. 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 ekonomistov Slovenije.
24. Kosi, U. (2004). *Ustvarjanje vrednosti in ekonomska dodana vrednost*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Lahovnik, M. (2003). Ponuja EVA kislo jabolko? *Gospodarski vestnik*, 52 (41), str. 46–47.
26. Letno poročilo podjetja Mlinotest za leto 2008. (2009). Ajdovščina: Mlinotest, d. d.
27. Lukežič, B. (2000). Ekonomski dobiček kot merilo uspešnosti podjetja. *Zbornik referatov* (105–111). Ljubljana: Društvo za vrednotenje dela.
28. *Mlinotestovi izdelki [podjetja Mlinotest, d. d.]*. Najdeno 6. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.mlinotest.si/izdelki.php>.
29. Možina, S. et al. (2002). *Management: nova znanja za uspeh*. Radovljica: Didakta.
30. Mramor, D. (1994). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
31. *Predstavitev obveznice RS63 [Ministrstvo za finance]*. Najdeno 6. junija 2009 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/slov/obvezn/obveznica_63.htm.
32. Pučko, D. (2001). *Analiza in načrtovanje poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Rijavec, P. (2000). Zamenjava na tronu: delničar je kralj. *Manager*, 3, str. 30–33.
34. Rozman, R. (2000). *Analiza in oblikovanje organizacije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Slovenski računovodski standardi. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 118/2005, 27. december 2005).
36. *Stern Stewart & Co.* Najdeno 25. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.sternstewart.com/?content=main&lang=eng>.
37. Stern, J. M., Shiely, J. S. & Ross, I. (2003). *EVA kot izziv*. Ljubljana: GV Založba.
38. Stewart, B. G. III. (1991). *The Quest For Value: The EVA management Guide*. New York: Harper Business.
39. Tekavčič, M. (2002). Merjenje in presojanje uspešnosti poslovanja. V Možina et al., *Management: nova znanja za uspeh* (str. 664–692). Radovljica: Didakta.
40. Turk, I. (2002). *Pojmovnik računovodstva, financ in revizije*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
41. Young, D. S. (1999). Some reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4 (2), str. 7–15.
42. Young, D. S. & O'Byrne, F. S. (2000). *EVA and Value-Based management: A practical Guide to Implementation*. Singapore: McGraw-Hill.

PRILOGE

PRILOGA 1

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Accounting anomalies – računovodske anomalije

Basic EVA – bazična ekonomska dodana vrednost

Capital asset pricing model (CAPM) – model določanja cen dolgoročnih naložb

Disclosed EVA – razkrita ekonomska dodana vrednost

Economic profit – ekonomski dobiček

Economic value added (EVA) – ekonomska dodana vrednost

LIFO reserve – LIFO prihranek

Market value added (MVA) – tržna dodana vrednost

Residual income – preostali dobiček

Return on assets (ROA) – dobičkonosnost sredstev

Return on equity (ROE) – dobičkonosnost (navadnega) lastniškega kapitala

Return on investment (ROI) – kazalnik dobičkonosnosti naložb

Return On Invested Capital (ROIC) – model dobičkonosnosti investiranega kapitala

Shareholder value added (SVA) – dodana vrednost za delničarje

Value-based management – management za večanje vrednosti

Weighted average cost of capital (WACC) – tehtano povprečje stroškov kapitala

PRILOGA 2

Bilanca stanja MLINOTEST d.d. na dan 31. decembra

SREDSTVA v EUR	Pojasnilo	31.12.2008	31.12.2007
A. DOLGOROČNA SREDSTVA		25.147.129	24.721.132
I. NEOPREDMETENA SREDSTVA IN DOLGOROČNE AČR	(1)	151.785	53.382
1. Dolgoročne premoženjske pravice		134.185	30.182
2. Druge dolgoročne aktivne časovne razmejitve		17.600	23.200
II. OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	(1)	16.328.043	16.399.135
1. Zemljišča in zgradbe		9.405.484	8.824.348
a. Zemljišča		2.012.564	2.012.564
b. Zgradbe		7.392.920	6.811.784
2. Proizvajalne naprave in stroji		6.712.730	7.328.326
3. Druge naprave in oprema		178.519	173.451
4. Opredmetena osnovna sredstva, ki se pridobivajo		31.310	73.009
a. Predujmi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev		5.104	7.084
b. Opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi		26.206	65.925
III. NALOŽBENE NEPREMIČNINE	(2)	2.334	432.439
IV. DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	(3)	8.498.067	7.690.373
1. Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil		8.488.961	7.677.756
a. Deleži v družbah v skupini		7.881.017	6.794.717
b. Druge delnice in deleže		606.069	879.814
c. Druge dolgoročne finančne naložbe		1.875	3.225
2. Dolgoročna posojila		9.106	12.617
a. Dolgoročna posojila drugim		9.106	12.617
V. DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE	(4)	3.388	3.388
1. Dolgoročne poslovne terjatve do kupcev		0	0
2. Dolgoročne poslovne terjatve do drugih		3.388	3.388
VI. ODLOŽENE TERJATVE ZA DAVEK	(5)	163.512	142.415
B. KRATKOROČNA SREDSTVA		13.296.334	11.328.642
I. SREDSTVA (SKUPINE ZA ODTUJITEV) ZA PRODAJO		0	0
II. ZALOGE	(6)	6.058.907	5.567.080
1. Material		4.799.700	4.861.548
2. Nedokončana proizvodnja		50.009	89.878
3. Proizvodi		486.116	470.791
4. Trgovsko blago		636.886	139.463
5. Predujmi za zaloge		86.196	5.400
III. KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	(7)	10.482	407.415
1. Kratkoročna posojila		10.482	407.415
a. Kratkoročna posojila družbam v skupini		5.234	0
b. Kratkoročna posojila drugim		5.248	407.415
IV. KRATKOROČNE POSLOVNE TERJATVE	(8)	6.937.448	5.133.775
1. Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev		5.169.895	3.866.471
2. Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev v tujini		440.175	430.949
3. Kratkoročne poslovne terjatve do družb v skupini		351.332	281.916
4. Kratkoročne poslovne terjatve do povezanih družb v tujini		514.196	316.209
5. Kratkoročne poslovne terjatve do drugih		461.850	238.230
V. DENARNA SREDSTVA	(9)	289.497	220.372
1. Gotovina v blagajni in prejeti čeki		5.266	2.947
2. Denarna sredstva v banki		284.231	217.425
C. KRATKOROČNE AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	(10)	39.769	27.076
1. Kratkoročno odloženi stroški in odhodki		20.832	4.509
2. Nezaračunani prihodki		18.937	22.567
Č. SKUPAJ SREDSTVA (A+B+C)		38.483.232	36.076.850
D. IZVENBILANČNA SREDSTVA	(18)	26.648.755	19.658.992

VIRI SREDSTEV v EUR	Pojasnilo	31.12.2008	31.12.2007
A. KAPITAL	(11)	20.543.672	20.349.149
I. VPOKLICANI KAPITAL		9.969.859	9.969.859
1. OSNOVNI KAPITAL		9.969.859	9.969.859
2. NEVPOKLICANI KAPITAL		0	0
II. KAPITALSKE REZERVE		6.453.879	6.453.879
1. Vplačani presežek kapitala		113.890	113.890
2. Splošni prevrednotovalni popravek kapitala		6.339.989	6.339.989
III. REZERVE IZ DOBIČKA		3.813.748	3.499.432
1. Zakonske rezerve		1.737.219	1.737.219
2. Rezerve za lastne delnice		33.386	33.386
3. Lastne delnice		-33.386	-33.386
4. Statutarne rezerve		880.389	797.413
5. Druge rezerve iz dobička		1.196.140	964.800
IV. PRESEŽEK IZ PREVREDNOTENJA		-170.368	99.317
1. Presežek iz prevrednotenja dolgoročnih finančnih naložb		-170.368	99.317
V. PRENESENI ČISTI POSLOVNI IZID		6.361	3.021
VI. ČISTI POSLOVNI IZID POSLOVNEGA LETA		470.193	323.641
VIII. KAPITAL MANJŠINSKIH LASTNIKOV		0	0
B. REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	(12)	789.173	691.377
1. Rezervacije za pokojnine in podobne obveznosti		594.457	460.461
2. Druge rezervacije		194.716	230.916
C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI		3.719.275	4.744.912
I. DOLGOROČNE FINANČNE OBVEZNOSTI	(13)	3.645.072	4.663.336
1. Dolgoročne finančne obveznosti do bank		3.463.593	4.536.686
2. Dolgoročne finančne obveznosti do drugih		181.479	126.650
II. DOLGOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI	(14)	74.203	81.576
1. Dolgoročne poslovne obveznosti do drugih		74.203	81.576
III. ODLOŽENE OBVEZNOSTI ZA DAVEK		0	0
Č. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI		13.061.118	10.038.765
I. OBVEZNOSTI VKLJUČENE V SKUPINE ZA ODTUJITEV		0	0
II. KRATKOROČNE FINANČNE OBVEZNOSTI	(15)	6.637.538	5.973.306
1. Kratkoročne finančne obveznosti do družb v skupini		1.034.346	1.071.719
2. Kratkoročne finančne obveznosti do bank		5.473.094	4.801.389
3. Kratkoročne finančne obveznosti do drugih		130.098	100.198
III. KRATKOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI	(16)	6.423.580	4.065.459
1. Kratkoročne poslovne obveznosti do družb v skupini		29.093	13.069
2. Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev		5.664.348	3.338.349
3. Kratkoročne poslovne obveznosti na podlagi predujmov		8.062	11.200
4. Kratkoročne poslovne obveznosti do drugih		722.077	702.841
D. KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	(17)	369.995	252.647
1. Kratkoročno odloženi prihodki		0	0
2. Kratkoročno vnaprej vračunani stroški in odhodki		369.995	252.647
E. OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV		38.483.232	36.076.850
F. IZVENBILANČNA SREDSTVA	(18)	26.648.755	19.658.992

PRILOGA 3

Izkaz poslovnega izida MLINOTEST d.d. za obdobje od 1. januarja do 31. decembra

v EUR	Pojasnilo	31.12.2008	31.12.2007
1. ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	(19)	36.765.807	25.054.763
2. SPREMEMBA VREDNOSTI ZALOG PROIZV. IN NED. PROIZV.		-24.544	121.194
3. USREDSTVENI LASTNI PROIZV. IN STORITVE		0	0
4. DRUGI POSLOVNI PRIHODKI (s prevrednotovalnimi)		386.503	923.377
5. STROŠKI BLAGA, MATERIALA IN STORITEV	(20)	26.700.114	17.643.843
a) Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala		4.292.202	927.921
- Stroški porabljenega materiala		17.691.280	12.871.208
b) Stroški storitev		4.716.632	3.844.714
6. STROŠKI DELA		7.639.758	6.121.144
a) Stroški plač		5.588.303	4.395.282
b) Stroški socialnih zavarovanj		495.066	388.983
- stroški pokojninskega zavarovanja		405.563	324.555
c) Drugi stroški dela		1.150.826	1.012.324
7. ODPISI VREDNOSTI		2.194.299	2.279.873
a) Amortizacija		2.037.055	2.053.600
- prevrednotovalni poslovni odhodki		37.202	56.994
b) Prevrednotovalni poslovni odhodki obratnih sredstev		120.042	169.279
8. DRUGI ODHODKI POSLOVANJA		325.350	130.291
9. FINANČNI PRIHODKI IZ DELEŽEV	(21)	571.571	991.914
a) Finančni prihodki iz deležev v družbah v skupini		455.184	575.164
b) Finančni prihodki iz deležev v pridruženih družbah		0	0
c) Finančni prihodki iz deležev v drugih družbah		116.387	416.750
d) Finančni prihodki iz drugih naložb		0	0
10. FINANČNI PRIHODKI IZ DANIH POSOJIL	(21)	65.111	24.985
a) Finančni prihodki iz posojil, danih družbam v skupini		17.396	0
b) Finančni prihodki iz posojil, danih drugim		47.715	24.985
11. FINANČNI PRIHODKI IZ POSLOVNIH TERJATEV	(21)	49.000	77.103
a) Finančni prihodki iz poslovnih terjatev do drugih		49.000	77.103
12. FIN. ODHODKI IZ OSLABITVE IN ODPISOV FINANČNIH NALOŽB	(21)	0	0
a) Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov drugih finančnih naložb		0	0
13. FIN. ODHODKI IZ FINANČNIH OBVEZNOSTI	(21)	538.671	485.658
a) Fin. odhodki iz posojil, prejetih od družb v skupini		44.625	51.040
b) Fin. odhodki iz posojil, prejetih od bank		455.481	431.171
c) Fin. odhodki iz drugih finančnih obveznosti		38.565	3.447
14. FIN. ODHODKI IZ POSLOVNIH OBVEZNOSTI	(21)	24.239	12.357
a) Fin. odhodki iz obveznosti do dobaviteljev in meničnih obveznosti		8.596	6.729
b) Fin. odhodki iz drugih poslovnih obveznosti		15.643	5.628
15. DRUGI PRIHODKI	(22)	165.181	112.702
16. DRUGI ODHODKI	(23)	24.127	244.724
17. DAVEK IZ DOBIČKA		0	0
18. ODLOŽENI DAVKI		-21.096	7.394
21. ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA		553.168	380.754
(1+2+3+4-5-6-7-8+9+10+11-12-13-14+15-16-17-+18)			