

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**MERJENJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PO KONCEPTU EVA
V PODJETJU POSLOVNI SISTEM CIMOS TAM
AVTOMOBILSKA INDUSTRIJA**

Ljubljana, januar 2005

GORAN DIMC

IZJAVA

Študent Goran Dimc izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Turka, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 CILJ POSLOVANJA PODJETJA	4
1.1 Dividendno-diskontni model.....	7
1.2 Model diskontiranega prostega denarnega toka delničarjem	8
1.3 Model diskontiranega prostega denarnega toka vlagateljem.....	9
2 POSLOVODENJE ZA VEČANJE TRŽNE VREDNOSTI PODJETJA	10
3 MERJENJE USPEŠNOSTI PODJETJA	13
3.1 Nekatera merila uspešnosti podjetja.....	14
3.1.1 Donosnost naložbe in njegove izpeljanke	14
3.1.2 Dobiček na navadno delnico	15
3.2 Bariera med računovodskim merjenjem in denarnim tokom podjetja.....	16
4 OPREDELITEV EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	17
4.1 Povezava EVA z ekonomskim dobičkom oziroma preostankom dobička	18
4.2 Povezava EVA s tržno dodano vrednostjo	19
4.3 Povezava EVA z denarnim tokom	21
5 IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	25
5.1 Naloženi kapital	28
5.1.1 Naložbe podjetja.....	29
5.2 Donosnost poslovno naloženega kapitala po davkih.....	31
5.3 Stroški lastniškega in dolgovanega kapitala.....	35
5.3.1 Poslovno tveganje	35
5.3.2 Finančno tveganje	36
5.3.3 Izračun WACC.....	37
5.3.4 Stroški dolgovanega kapitala	38
5.3.5 Stroški prednostnega lastniškega kapitala.....	38
5.3.6 Stroški lastniškega kapitala	39
5.3.7 Ocena optimalne strukture vloženega kapitala.....	43
6 PRILAGAJANJE RAČUNOVODSKIH PODATKOV	44
6.1 Prilagoditev za stroške raziskav in razvoja	45
6.2 Prilagoditev za stroške trženja in izobraževanja	46
6.3 Prilagoditev za strateško pomembne naložbe.....	46
6.4 Prilagoditve stroškov za dolgoročne rezervacije	47
6.5 Prilagoditve za LIFO prihranek.....	48
6.6 Amortizacija osnovnih sredstev	49
6.7 Prilagoditev za poslovni najem	50
6.8 Stroški prestrukturiranja.....	51
6.9 Prilagoditev pri prevzemih	51
6.10 Drugačno obravnavanje davkov iz dobička	52
6.11 Bilančne prilagoditve	53
7 GONILA VREDNOSTI PODJETJA	54
8 PODROČJA IN NAMEN UPORABE EVA	57
8.1 Splošni model poslovanja podjetja na osnovi EVA	58
8.1.1 Odločitve o naložbah.....	59
8.1.2 Odločitve o poslovanju.....	61
8.1.3 Odločitve o financiranju.....	62
8.2 Povezava med strategijo in vrednostjo podjetja	62
8.3 EVA kot orodje za ocenjevanje vrednosti podjetij.....	66

9	PREDNOSTI IN POMANJKLJIVOSTI EVA	68
9.1	Prednosti EVA	68
9.2	Pomankljivosti EVA	68
10	MODEL MERJENJA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI ZA PODJETJE PS	
	CIMOS TAM Ai	69
10.1	Predstavitev podjetja	69
10.2	Organiziranost podjetja	70
10.3	Strategije podjetja	71
10.4	Uspešnost poslovanja PE	72
10.5	Uspešnost poslovanja podjetja	74
10.6	Postopek izračuna EVA	75
10.6.1	Prilagajanje računovodskih podatkov	75
10.6.2	Poslovno naloženi kapital.....	76
10.6.3	Veljavna stopnja obdavčitve	77
10.6.4	Stroški lastniškega kapitala	78
10.6.5	Stroški dolgotrajnega kapitala	79
10.6.6	WACC.....	80
10.6.7	Izračun EVA.....	80
10.6.8	Izračun poslovnega izida na drugih osnovah.....	82
10.6.9	Primerjava izračunov.....	82
	SKLEP	83
	LITERATURA	86
	VIRI	89

PRILOGA
SLOVAR

UVOD

Ekonomska teorija in praksa sta si že dolgo enotni, da je osnovni cilj, ki ga mora doseči poslovodstvo¹ 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 kazalci ter gibanjem tržne vrednosti delnic ni dovolj močna. Zaradi tega so se, poleg že ustaljenih tradicionalnih računovodskih modelov merjenja uspešnosti, ki so predvsem kratkoročno usmerjeni, razvili tudi novi modeli merjenja uspešnosti poslovanja: ekonomska dodana vrednost (ang. economic value added – EVA), tržna dodana vrednost (ang. market value added – MVA), vrednost za delničarje (ang. shareholder value – SV), denarni tok iz naložb (ang. cash flow return on investment – CFROI).

Nova merila uspešnosti poslovanja so posledica zamisli o povezavi cilja, povečanje vrednosti podjetja za lastnike, s strateškim, taktičnim in operativnim poslovanjem podjetja. Govorimo o poslovanju za večanje vrednosti podjetja (ang. value based management – VBM), ki ima namen izboljšati odločitve na vseh ravneh podjetja v smeri doseganja osnovnega cilja podjetja. Doseganju tega cilja je potrebno prilagoditi organizacijo, motivacijski sistem in miselnost poslovodstva in ostalih zaposlencev.

Model ekonomske dodane vrednosti (ang. economic value added² – EVA) skuša približati tradicionalno računovodsko merjenje poslovnega uspeha, ki med stroški financiranja upošteva samo ceno tujih virov financiranja, ekonomskemu poslovnemu uspehu, ki upošteva, da imajo tudi lastniški viri financiranja svojo ceno, ki je odvisna od alternativnih možnih naložb vlagateljev, pri enakem tveganju.

Svetovalna družba Stern Stewart & Co., ki je model EVA razvilo in ime zaščitilo, opredeljuje EVA kot znesek, ki predstavlja razliko med čistim dobičkom iz poslovanja in kalkulatивно zahtevanim donosom, za poslovanje podjetja, zagotovljenih lastniških in dolgovanih virov financiranja. Z EVA torej ugotavljamo povečanje ali zmanjšanje vrednosti lastniškega kapitala³. Pozitivni znesek EVA v določenem obdobju pomeni, da je poslovodstvo povečalo vrednost za lastnike⁴, negativen znesek EVA pa da je prišlo do zmanjšanja vrednosti za lastnike. To dejstvo bi se moralo odražati, če imamo opravka z delniško družbo, ki kotira na borzi, tudi v ceni delnic.

¹ V magistrski nalogi bomo s poslovodstvom (ang. management) razumeli osebe na različnih ravneh poslovanja: od ravnateljstva in ravnateljev na vrhu, ki se ukvarjajo s strateškimi odločitvami, prek ravnateljev enot, ki se ukvarjajo s taktičnimi odločitvami, do poslovodnikov na srednji ravni in poslovodij na nižji ravni ter s poslovanjem (ang. management process) določanje podrobnejših ciljev in nalog pri poslovanju na podlagi splošnih ciljev, postavljenih pri upravljanju (Turk, 2002, str. 495–496).

² Economic Value Added – EVA[®] je zaščitena blagovna znamka svetovalnega podjetja Stern Stewart & Co., ki je koncept ekonomske dodane vrednosti razvilo v strokovno izpolnjen model merjenja ekonomske uspešnosti.

³ Povečanje ali zmanjšanje vrednosti lastniškega kapitala, vrednosti enote lastniškega kapitala ali vrednosti podjetja je potrebno, v nadaljevanju magistrskega dela, razumeti kot spremembo notranje vrednosti le-teh in ne kot spremembo njihove knjigovodske vrednosti. Ne glede na to kakšna bo izračunana EVA se knjigovodska vrednost sredstev in obveznosti do virov sredstev ne spremeni. Lahko pa se spremeni, zaradi izračunane EVA, tržna vrednost lastniškega kapitala, tržna vrednost enote lastniškega kapitala in tržna vrednost podjetja, v kolikor tudi vlagatelji ocenijo da je prišlo do ustreznih sprememb v poslovanju podjetja.

⁴ S povečanjem vrednosti za lastnike je mišljeno povečanje notranje vrednosti lastniškega kapitala, notranje vrednosti enote lastniškega kapitala in notranje vrednosti podjetja. Lahko pa se spremeni tudi tržna vrednost lastniškega kapitala, tržna vrednost enote lastniškega kapitala in tržna vrednost podjetja, v kolikor tudi vlagatelji ocenijo da je prišlo do ustreznih sprememb v poslovanju podjetja. V kolikor bomo želeli posebej poudariti tržno vrednost za lastnike bomo to posebej navedli.

Model EVA je mogoče uporabiti kot :

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

Raba modela EVA se razlikuje glede na časovno usmerjenost (preteklost oziroma prihodnost), uporabnike (notranji oziroma zunanji) in raven posloводства (strateška, taktična, operativna) oziroma zaposlencev v podjetju, ki lahko direktno vplivajo na EVA. Spremenljivke, ki vplivajo na EVA, imenujemo tudi gonila vrednosti. Delimo jih na finančna in nefinančna gonila in se razlikujejo glede na organizacijsko raven v podjetju.

Namen magistrskega dela je prikazati, kakšen vpliv imajo odločitve posloводства, predvsem ravnateljev, glede poslovanja, naložbenja in financiranja, na vrednost podjetja tako s kratkoročnega kot z dolgoročnega vidika. Ker omenjene odločitve ravnatelji sprejemajo vsakodnevno, nekatere pa tudi v daljših časovnih obdobjih, jim mora biti znan vpliv posameznih odločitev na vrednost podjetja. Na osnovi teoretičnih spoznanj bomo oblikovali možen model merjenja EVA za podjetje Poslovni sistem CIMOS TAM Avtomobilska industrija, ki bo vključeval:

- način izračuna EVA,
- način prilagoditve računovodskih in finančnih podatkov za izračun EVA,
- finančna in nefinančna gonila vrednosti v posameznih organizacijskih enotah in
- informacije za podporo poslovodu pri odločanju za povečanje vrednosti podjetja.

Pri pisanju magistrske naloge bomo uporabili analizo kot osnovno metodo spoznavanja poslovanja podjetij. Pri tem se bomo oprli na do sedaj pridobljeno znanje in izkušnje ter strokovno literaturo uveljavljenih domačih in tujih avtorjev. Z deduktivno metodo bomo iz splošnih spoznanj o merjenju EVA razvili model merjenja EVA za konkretno podjetje. Tako bomo učinkovito kombinirali teoretična in praktična spoznanja. Na koncu bomo, s sintezo pridobljenega novega znanja in izkušenj, podali sklep in zaključke, v skladu z nameni in cilji magistrskega dela.

V magistrskem delu se, kljub zavedanju, da bo model EVA lahko uspešen samo ob ustreznem nagrajevanju tako posloводства kot ostalih zaposlencev, posebej ne ukvarjamo z modeli nagrajevanja, ki temeljijo na EVA, in to iz preprostega razloga, ker se pred delitvijo nečesa mora to (ekonomska dodana vrednost) najprej ustvariti. Druga omejitev magistrskega dela izhaja iz znanja avtorja in strokovne literature, ki jo je avtor preučil in uporabil v magistrskem delu. S področja ekonomske dodane vrednosti oziroma poslovoidenja za večanje vrednosti knjige in članki izhajajo dnevno, tako da se tudi spoznanja s tega področja dnevno dopolnjujejo.

Magistrsko delo je razdeljeno v deset poglavij, v katerih poskušamo prikazati posamezne vidike EVA.

Osnovni cilj podjetja je maksimiranje vrednosti enote lastniškega kapitala, ki jo običajno merimo na osnovi denarnega toka. Cilj podjetja je odvisen od interesnih skupin, ki imajo moč vplivati na podjetje in s tem na njegovo uspešnost. Ocenjevanje vrednosti⁵ lastniškega kapitala

⁵ Ocenjevanje vrednosti je potrebno, v nadaljevanju magistrskega dela, razumeti kot proces, ki vodi do ocenitve notranje vrednosti lastniškega kapitala, notranje vrednosti enote lastniškega kapitala in notranje vrednosti podjetja. Pri tem bodo uporabljene naslednje metode: dividendno-diskontni model, model diskontiranega prostega denarnega toka delničarjem, model diskontiranega prostega denarnega toka vlagateljem, model ekonomske dodane vrednosti in model tržne dodane vrednosti.

na osnovi denarnega toka je že običajna praksa, ker so finančni modeli že zgrajeni, poznane pa so tudi njihove prednosti in slabosti.

Zaveza ravnateljstva za večanje vrednosti enote lastniškega kapitala brez ustreznih sprememb na področju organizacije, motiviranja in miselnosti zaposlencev verjetno ne bo dala pričakovanih rezultatov. Govorimo o poslovođenju za večanje vrednosti, ki je integriran in kompleksen proces usmerjanja podjetja.

Dosedanja merila uspešnosti, ki so temeljila na računovodskih podatkih, so bila predvsem kratkoročno usmerjena in niso bila direktno povezana s ciljem povečevanja vrednosti lastniškega kapitala. Glede na namen računovodstva temu tudi nikoli niso bila prvenstveno namenjena. Med tako imenovanimi merili, ki temeljijo na računovodskih podatkih, in merili, ki temeljijo na denarnem toku, obstaja bariera, ki bi jo lahko EVA, izračunana za daljše časovno obdobje, odpravila.

Izračun ekonomske dodane vrednosti je računsko enostaven, bolj zapleteno pa je pridobiti ustrezne podatke. Tudi podatki za izračun ekonomske dodane vrednosti izhajajo iz računovodskih podatkov, ki jih poslovodstvo, glede na prakso podjetij in teoretična spoznanja s tega področja, ustrezno prilagodi, da dobi primerne podatke za njen (EVA) izračun. Omenjene prilagoditve so potrebne zaradi izračuna poslovno naloženega kapitala in čistega dobička iz poslovanja. Pri izračunu stroškov lastniškega in dolgovanega kapitala se srečamo z vsemi problemi WACC in CAPM modela, ki so v finančni literaturi dobro poznani in delno prikazani v magistrskem delu.

Samo ocenjevanje vrednosti podjetja brez vzvoda, preko katerega ravnateljji lahko vplivajo na vrednost podjetja, bi bilo to le še eno merilo v vrsti že obstoječih meril. Ravno gonila vrednosti, ki niso samo finančna, ampak tudi nefinančna, so tista, ki vplivajo na vrednost podjetja. S tem pa je tudi vzpostavljena direktna povezava med strategijo podjetja, gonili vrednosti in vrednostjo podjetja, merjeno skozi EVA.

Skozi vsa poglavja poskušamo prikazati uporabo EVA pri sprejemanju poslovnih odločitev, še posebej pa je dan poudarek uporabi EVA pri ocenjevanju vrednosti podjetij in strategij ter pri sprejemanju odločitev o poslovanju, naložbenju in financiranju. Kot vsaka metoda merjenja ima tudi EVA svoje prednosti in slabosti. Uporabniki (predvsem ravnateljji) se jih morajo zavedati, ko jo uporabijo pri svojih odločitvah.

Vpeljava modela ekonomske dodane vrednosti v podjetje pomeni velik napor za vse v podjetju, hkrati pa pomeni to dejanje dober signal lastnikom in ostalim interesnim skupinam, da bo poslovodstvo ravnalo na takšen način, da bo povečevalo vrednost podjetja. V nalogi prikazujemo na osnovi predhodnih teoretičnih spoznanj razvit model EVA za Poslovni sistem CIMOS TAM Avtomobilska industrija.

Magistrsko delo ne pomeni začetka pa tudi ne konca spoznanj na področju EVA. Napisano je bilo z namenom prikazati vpliv, odločitev poslovodstva, predvsem ravnateljjev, na vrednost podjetja. Vpliv teh odločitev se da s spoznanji na področju ekonomije že dovolj dobro teoretično in praktično pojasniti ter izmeriti. Avtor magistrskega dela želi dati prispevek k prikazu kompleksnosti poslovođenja za večanje vrednosti, saj mora poslovodstvo sprejemati takšne odločitve o poslovanju, naložbenju in financiranju podjetja, ki bodo povečevale tržno vrednost podjetja. Vsako od omenjenih področij je v nalogi obširno prikazano. Kot merilo ocenjevanja rezultatov svojih odločitev lahko poslovodstvo uporabi EVA. Pri tem sicer izhaja iz računovodskih podatkov, ki pa jih lahko/mora ustrezno prilagodi/ti. Tako sprejemanje odločitev

v okviru poslovanja za večanje vrednosti kot merjenje rezultatov svojih odločitev na osnovi EVA smo poskušali dovolj obširno opisati in tudi pokazati na povezavo med njima, in sicer tako s teoretičnega kot praktičnega vidika.

1 CILJ POSLOVANJA PODJETJA

Podjetje je s pravnega vidika pravna oseba, zato imajo ravnatelji⁶ kot fizične osebe pooblastilo, da delujejo v imenu podjetja. V začetku so bili ravnatelji kar lastniki sami (do konca 19. stoletja), vendar pa je gospodarski razvoj prisilil lastnike, da so ravnateljsko funkcijo prepustili profesionalnim ravnateljem. S tem se je ločil proces poslovanja, ki ga po pooblastilu lastnikov izvajajo ravnatelji, in proces upravljanja, ki ga izvajajo lastniki sami ali v njihovem imenu ustreznih organi (na primer nadzorni svet, skupščina). Ravnatelji sklepajo pogodbe z lastniki, sami pa sklepajo pogodbe (o dolžnostih in nagradah), v imenu lastnikov, z drugimi zaposleni v podjetju.

Delitev dela v podjetju pomeni razčlenitev celovite naloge podjetja na delne naloge, ki jih opravijo zaposleni ločeno. Značilna je tako za podjetja kot za družbo in ni iznajdba sedanjega časa, ampak so jo poznali že v prazgodovini. Delitev dela v podjetju je imela za posledico specializacijo in večjo proizvodnost, saj je posameznik, ki je opravljal le del celotne naloge podjetja, pridobil posebna znanja in izkušnje ter uporabljal posebne metode pri delu. Posamezniki v podjetju so med seboj povezani preko organizacije. O učinkoviti organizaciji govorimo takrat, kadar so transakcijski stroški⁷ minimalni.

Temeljni cilj podjetja in njemu podrejeni cilji so določeni z zainteresiranimi udeleženci podjetja (interesnimi skupinami). Ločimo primarne in sekundarne interesne skupine.

Primarne interesne skupine so prikazane v tabeli 1. Sekundarne interesne skupine pa so druge družbene skupine, ki so kakor koli zainteresirane za aktivnosti, ki jih izvaja podjetje. Med te interesne skupine prištevamo lokalno skupnost, družbene aktiviste, medije, tuje vlade, domačo vlado, širšo javnost in poslovno interesne skupine.

⁶ V magistrski nalogi bomo, če bomo želeli posebej poudariti posamezno raven poslovanja, uporabili namesto splošnega pojma poslovanje pojem, ki natančno opredeli osebo poslovanja (to je ravnatelj, ravnateljstvo, ravnatelj enote, poslovodnik in poslovodja).

⁷ Transakcijski stroški (ang. transaction cost) so stroški informacij, na primer: iskanje ustreznih cen, stroški sporazumevanja, pogodb in odločitev in stroški sprejemanja določenih politik in njihovih uveljavljanj. Domneva, na kateri temelji teorija racionalne organizacije podjetja, je, da je možno transakcijske stroške znižati s tem, da transakcije med podjetji, ki nastanejo na trgu in tečejo preko tržnih odnosov, nadomestimo s transakcijami znotraj podjetja (Tajnikar, 2001, str. 292).

Tabela 1: Primarne interesne skupine.

Primarna interesna skupina	Narava interesa – interesna skupina si želi:	Narava moči – interesna skupina vpliva na podjetje z (s):
Lastniki/delničarji	<ul style="list-style-type: none"> ▪ primerne dividende ▪ rast vrednosti delnice oziroma podjetja 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ volilno pravico ▪ nadzorom nad poslovanjem ▪ nakupom in prodajo delnic
Zaposlenci	<ul style="list-style-type: none"> ▪ stabilno zaposlenost ▪ primerno plačilo ▪ varno in stimulatívno delovno okolje 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ pogajalsko močjo sindikata ▪ stavkami in drugimi dejavnostmi ▪ javnimi mnenji
Kupci	<ul style="list-style-type: none"> ▪ zadovoljliv nakup (kakovost, cena) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ nakup pri konkurentih ▪ bojkotiranjem
Dobavitelji	<ul style="list-style-type: none"> ▪ kontinuirana naročila ▪ pravočasna plačila ▪ možnost razvoja 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ nedobavljanjem naročenega ▪ dobavljanjem konkurentom
Konkurenti	<ul style="list-style-type: none"> ▪ donosnost ▪ pridobivanje tržnega deleža ▪ rast celotne panoge 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ tehnološkimi inovacijami (konkurenti morajo slediti) ▪ nižjimi cenami
Prodajalci (na drobno in debelo)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ kakovostne izdelke s primerno ceno in ob pravem času 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ nakup pri drugih dobaviteljih ▪ bojkotiranjem podjetij
Posojilodajalci	<ul style="list-style-type: none"> ▪ servisiranje posojil 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ odpoklicem posojil ▪ pravno potjo (prevzem lastnine)

Vir: Hočevar, 2003, str. 94.

Zaradi tega, ker je s poslovanjem podjetja⁸ povezanih veliko število primarnih in sekundarnih interesnih skupin, se postavlja vprašanje, kakšen je cilj poslovanja podjetja. V praksi se je največkrat sledilo naslednjim ciljem (Mramor, 1994, str. 3):

- maksimiranje neto dobička,
- maksimiranje neto dobička na delnico,
- maksimiranje prodaje,
- maksimiranje tržnega deleža,
- preživetje ter
- doseganje zadovoljlive višine dobička.

V tržnem gospodarstvu, kjer so lastniki temeljna interesna skupina, je temeljni cilj poslovanja podjetja maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala. Teoretično je mogoče dokazati, da se premoženje lastnikov maksimira takrat, ko se maksimira tržna vrednost enote lastniškega kapitala podjetja, na primer delnice (Mramor, 1994, str. 4).

Cilj lastnikov je maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala. Ta cilj je neodvisen od pravne oblike podjetja, če gre za delniško družbo, govorimo o maksimiranju vrednosti delnic, če pa gre za družbo z omejeno odgovornostjo ali drugo pravno obliko, pa analogno velja maksimiranje vrednosti poslovnega deleža ali druge oblike lastniškega kapitala (Hartman, 1999, str. 4–5).

V zvezi z vrednostjo lastniškega kapitala v delniških družbah⁹, katerih delnice kotirajo na borzi, je potrebno ločiti tri vrednosti:

- **Knjigovodska vrednost delnice** (ang. book value of share) je tista vrednost delnice, ki jo je mogoče izračunati iz knjigovodskih podatkov, tako da kapital delniške družbe¹⁰ delimo s številom delnic (predpostavka je, da so vse delnice iste vrste).

⁸ Poslovanje podjetja pomeni uresničevanje temeljnih poslovnih funkcij skladno s postavljenim predmetom, namenom in cilji poslovanja (Turk, 2002, str. 486).

⁹ Ustrežno prilagojeno velja tudi za tržno vrednost družbe z omejeno odgovornostjo ali družbo druge pravne oblike.

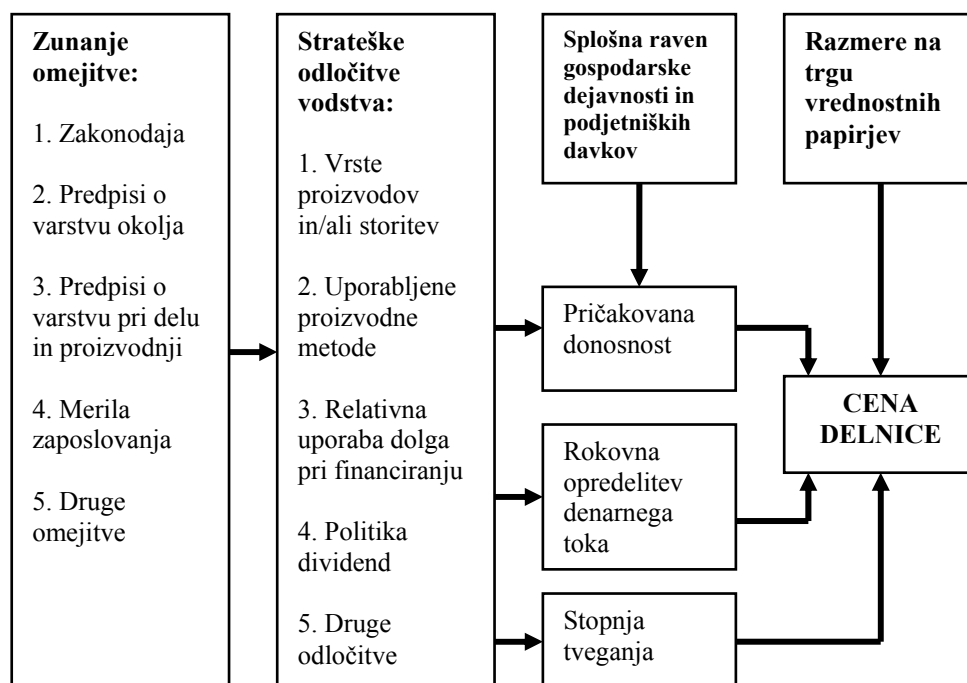
¹⁰ Kapital delniške družbe obsega poleg osnovnega kapitala še kapitalske rezerve, rezerve iz dobička, zadržan čisti dobiček in prevrednotovalni popravek kapitala.

- **Notranja (temeljna) vrednost** (ang. intrinsic (fundamental) value) je vrednost delnice, ki je ocenjena na podlagi finančnih in drugih značilnosti izdajatelja in njegovega poslovnega okolja. Notranja vrednost lahko odstopa od veljavne tržne vrednosti oziroma knjigovodske vrednosti.
- **Tržna vrednost** (ang. market value of share) je vrednost, ki jo je mogoče dobiti pri prodaji delnice na borzi. Notranja vrednost delnice postane tržna vrednost, če borzni trg sprejme predpostavke, na osnovi katerih je bila ocenjena notranja vrednost delnice.

Na maksimiranje tržne vrednosti lastniškega kapitala vplivajo različni dejavniki:

- zunanji dejavniki (zakonodaja, predpisi o varovanju okolja, predpisi o varstvu pri delu in proizvodih, merila kadrovanja in tako dalje),
- strateške odločitve ravnateljev (vrste proizvodov in/ali storitev, uporabljene proizvodne metode, delež uporabe dolga pri financiranju, politika dividend in tako dalje),
- splošna raven gospodarske aktivnosti in podjetniških davkov in
- razmere na trgu vrednostnih papirjev.

Slika 1: Dejavniki, ki vplivajo na ceno delnice.



Vir: Brigham, 1995, str. 24.

Maksimiranje tržne vrednosti delnic oziroma lastniškega kapitala vključuje učinke vseh odločitev ravnateljev v podjetju, torej odločitev o poslovanju, naložbenju in financiranju. Uspešna podjetja so zato organizirana tako, da je povečevanje vrednosti podjetja (merjeno skozi denarni tok ali kako drugače) sestavni del ravnateljstva. Govorimo o poslovanju za večanje (tržne) vrednosti (ang. value based management – VBM). V ta namen je bilo razvitih mnogo meril merjenja uspešnosti podjetja, v nadaljevanju magistrske naloge pa se bomo osredotočili predvsem na EVA.

Donosnostna metoda¹¹, kot ena izmed metod¹² merjenja uspešnosti podjetja, ima med metodami ocenjevanja vrednosti podjetja še vedno osrednje mesto. Podatki o poslovnoizidnih tokovih in

¹¹ Donosnostna metoda oziroma metoda diskontiranega denarnega toka (ang. discounted cash flow – DCF) je metoda ocenjevanja vrednosti sredstev ali podjetja, po kateri se vrednost ugotavlja na podlagi pričakovanega donosa, ki ga

denarnih tokovih se prav tako uporabljajo za bonitetno oceno, predvidevanje solventnosti in likvidnosti, oceno možnosti stečaja, določitev dividendne politike ter za ocenitev vrednosti podjetja in delnic.

Kadar vlagatelj¹³ kupuje delnice, pričakujejo, da bodo dobili denarni tok v obliki dividend in denarni znesek v višini vrednosti navadne delnice ob njeni prodaji. Za ugotavljanje vrednosti delnic obstajata dva osnovna modela, ki oba temeljita na diskontiranem denarnem toku.

1.1 Dividendno-diskontni model

Dividendno-diskontni model (ang. dividend discount model) temelji na izhodišču, da so dividende edini denarni tok delničarjem (kar drži le, če delničarji svoje delnice nikoli ne prodajo).

Splošni model:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t}$$

- P₀** - vrednost navadne delnice
DPS - pričakovane dividende na delnico
r - zahtevana stopnja donosa na delnico

Model temelji na dveh neznankah, prva je donos (zaslužek) na delnico (ang. earnings per share – EPS) skupaj s politiko izplačevanja dividend, kar nam da dividendo na delnico (ang. dividend per share – DPS), in druga zahtevana stopnja donosa na delnico s strani vlagateljev, ki je odvisna od tveganja delnice, merjeno s koeficientom β ¹⁴.

Če pomnožimo vrednost navadne delnice s številom vseh izdanih navadnih delnic, dobimo vrednost lastniškega kapitala podjetja.

Vrednost lastniškega kapitala podjetja je odvisna od pričakovanega denarnega toka dividend, diskontiranih z diskontno stopnjo, ki ima stopnjo donosa **r**, ki jo pričakujejo delničarji.

Poleg osnovnega modela obstajajo tudi izvedenke, ki vključujejo tudi podatke o rasti dividend v življenjski dobi podjetja (Damodaran, 1996, str. 192–211):

- Gordonov model stabilne rasti dividend, v katerem je osnovna predpostavka, da bodo dividende rasle ves čas v prihodnosti, in sicer po neki stabilni stopnji rasti.
- Dvofazni model, ki predvideva obdobje z naraščajočo stopnjo rasti dividend in nato obdobje s stabilno stopnjo rasti dividend.

je treba uglavičiti (kapitalizirati) na podlagi ustrezne uglavničevalne mere (kapitalizacijske stopnje); izmeriti ga je mogoče v obliki čistega dobička, dividend, finančnega izida in tako dalje (Turk, 2002, str. 102). Če je donos merjen v obliko čistega dobička, imamo opravka z ekonomskim razmišljanjem, če pa je donos izmerjen kot finančni izid (to je razlike med prejemi in izdatki), pa imamo opravka s finančnim razmišljanjem.

¹² Pred letom 1980 je bil popularen predvsem kazalnik dobičkovnost prodaje (ang. profit margin), v 80. letih predvsem kazalec dobiček iz poslovanja (ang. operating profit) in kazalnik rasti dobička (ang. profit growth), v 90. letih kazalnik donodnosti sredstev (ang. return on assets – ROA) ter v sedanjem času predvsem kazalci in kazalniki, ki kažejo, kako se spreminja vrednost lastniškega kapitala (EVA, CFROI, FCF) (povzeto po Helfert, 2000, slika 11–4, str. 401).

¹³ Z vlagatelji (financerji) bomo v magistrskem delu razumeli pravne ali fizične osebe, ki koga financirajo.

¹⁴ Koeficient β je mera tveganja posamezne naložbe, ki pove, kako je gibanje donosnosti posamezne naložbe povezano z gibanjem tržne donosnosti, to je donosnosti povprečno tvegane naložbe (Mramor, 1994, str. 97–98).

- H model, ki predvideva začetno višjo stopnjo rasti dividend, ki linearno pada proti stabilni stopnji rasti dividend, ko jo doseže, se stopnja rasti ohranja na tem nivoju.
- Trofazni model, ki predvideva v začetnem obdobju stabilno, vendar visoko stopnjo rasti dividend, sledi obdobje, ko stopnja rasti dividend linearno pada, in na koncu obdobje stabilne, vendar nizke stopnje rasti dividend.

1.2 Model diskontiranega prostega denarnega toka delničarjem

Dividendo-diskontni model temelji na predpostavki, da so dividende edini denarni tok, ki ga dobijo lastniki. Dejansko pa lastnikom delnic oziroma deležev pripada denarni tok, ki vključuje tudi druge postavke. Govorimo o prostem denarnem toku delničarjem (ang. free cashflow to equity – FCFE).

Splošni model:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1+k_c)^t}$$

P₀ - vrednost navadne delnice

FCFE - pričakovan prosti denarni tok delničarjem

k_c - stroški kapitala

Model temelji na dveh neznankah, prva neznanka je pričakovani prosti denarni tok delničarjem in druga stroški lastniškega kapitala, ki so odvisni od zahtevane stopnje donosa na delnico s strani vlagateljev.

Če pomnožimo vrednost navadne delnice s številom vseh izdanih navadnih delnic, dobimo vrednost lastniškega kapitala podjetja.

Tabela 2: Izračun prostega denarnega toka.

	Čisti dobiček
+	Amortizacija
-	Potrebne naložbe
-	Δ Sprememba dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev
-	Prednostne dividende
-	Odplačilo glavnice od posojil
+	Najetje novih posojil
=	Prosti denarni tok¹⁵, ki pripada delničarjem

Vir: Damodaran, 1996, str. 101.

Poleg osnovnega modela obstajajo tudi izvedenke, ki vključujejo tudi podatke o rasti prostega denarnega toka, ki pripada delničarjem, v življenjski dobi podjetja. Poznamo:

- Model stabilne rasti prostega denarnega toka.
- Dvofazni model, ki predvideva v začetku višjo stopnjo rasti prostega denarnega toka, ki nato, po določenem času, pade na stabilno rast prostega denarnega toka.

¹⁵ Ne glede na prevod, ki je splošno uporabljen v slovenski literaturi s finančnega področja, se avtor magistrskega dela zaveda, da način izračuna denarnega toka, ki pripada lastnikom, dejansko predstavlja pritoke in odtoke, ki se šele približujejo prejemkom in izdatkom in s tem denarnemu toku, ki pripada lastnikom, in da ne gre za denarni tok v smislu razlike med prejemki in izdatki.

- Trofazni model, ki predvideva obdobje višje rasti prostega denarnega toka v začetni fazi, obdobje, ko stopnja rasti prostega denarnega toka linearno pada, in obdobje, v katerem je stopnja rasti prostega denarnega toka stabilna.

Model diskontiranega prostega denarnega toka in dividendno-diskontni model se razlikujeta v tem, da model diskontiranega prostega denarnega toka prikaže tisto, kar bi podjetje lahko izplačalo skozi dividende delničarjem, dividendno-diskontni model pa pokaže tisto, kar podjetje dejansko izplača delničarjem. Nekatera podjetja izplačajo več in nekatera manj, kot jim to dopušča prosti denarni tok.

1.3 Model diskontiranega prostega denarnega toka vlagateljem

Poleg dveh modelov, na osnovi katerih vrednotimo kapital podjetja, lahko na osnovi denarnega toka vrednotimo tudi celotno podjetje, in sicer na osnovi denarnega toka, ki pripada vsem vlagateljem.

Splošni model:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

- V₀** - vrednost podjetja
FCFF - pričakovan prosti denarni tok, ki pripada vlagateljem
WACC - stroški lastniškega in dolgotrajnega kapitala

Model temelji na dveh neznankah, prva neznanka je pričakovan prosti denarni tok vlagateljem (ang. free cashflows to firm – FCFF) in druga stroški lastniškega in dolgotrajnega kapitala, ki so odvisni od strukture kapitala in zahtevane stopnje donosa na delnico s strani lastnikov oziroma obrestne mere s strani posojilodajalcev.

Tabela 3: Izračun prostega denarnega toka, ki pripada vlagateljem.

	Dobiček poslovanja
-	Davek iz dobička
=	Čisti dobiček poslovanja
+	Amortizacija
-	Potrebne naložbe
-	Δ Sprememba dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev
=	Prosti denarni tok¹⁶, ki pripada vlagateljem¹⁷

Vir: Damodaran, 1996, str. 107.

Glavna razlika med modelom diskontiranega prostega denarnega toka delničarjem in modelom diskontiranega prostega denarnega toka vlagateljem je v obravnavanju dolgotrajnega kapitala, plačila obresti, odplačila glavnice in najetja novega dolga.

¹⁶ Ne glede na prevod, ki je splošno uporabljen v slovenski literaturi s finančnega področja, se avtor magistrskega dela zaveda, da način izračuna denarnega toka, ki pripada investitorjem, dejansko predstavlja pritoke in odtok, ki se šele približujejo prejemkom in izdatkom in s tem denarnemu toku, ki pripada investitorjem, in da ne gre za denarni tok v smislu razlike med prejemki in izdatki.

¹⁷ Mišljeni so lastniki in ostali vlagatelji.

Ocenjevanje vrednosti kapitala oziroma celotnega podjetja, na osnovi predstavljenih modelov, zahteva veliko znanja, informacij in s tem povezanih stroškov, zato le-ti niso primerni pokazatelji spremembe vrednosti podjetja kot posledice sprejemanja vsakodnevnih odločitev glede poslovanja, naložbenja in financiranja s strani ravnateljev.

2 POSLOVODENJE ZA VEČANJE TRŽNE VREDNOSTI PODJETJA

Nekatere raziskave v razvitih tržnih gospodarstvih so pokazale¹⁸, da korelacija med računovodsko izkazanim čistim dobičkom in iz njega izvedenimi kazalci ter gibanjem tržne vrednosti delnic ni dovolj močna. Zaradi tega so se poleg že ustaljenih tradicionalnih računovodskih sistemov merjenja, ki so kratkoročno usmerjeni, razvili novi modeli merjenja uspešnosti poslovanja: ekonomska dodana vrednost (ang. economic value added – EVA), tržna dodana vrednost (ang. market value added – MVA), vrednost za delničarje (ang. shareholder value – SV), denarni tok iz naložb (ang. cash flow return on investment – CFROI). Nova merila uspešnosti poslovanja so predvsem posledica zamisli o povezavi cilja večanja vrednosti podjetja za lastnike s strateškim, taktičnim in operativnim poslovanjem podjetij (Copeland 1996, Ehrbar 1998, Doyle 2000, Manganeli 2003).

Poslovanje za večanje vrednosti (ang. value based management – VBM)¹⁹ je integriran proces s ciljem, da izboljša odločitve na strateški in operativni ravni podjetja, z osredinjanjem na ključna gonila vrednosti²⁰ (Copeland, 1996, str. 97). Ključ pristopa za večanja vrednosti je v tem, da ima podjetje merljiv cilj in učinkovito merilo za spremljanje dolgoročne in kratkoročne uspešnosti poslovanja. Temu cilju je potrebno prilagoditi organizacijo, motivacijski sistem in miselnost posloводства in ostalih zaposlenecv.

Poslovanje za večanje vrednosti za lastnike ni v nasprotju z ostalimi zainteresiranimi udeleženci. Povečevati vrednost za lastnike ne pomeni, da poslovanje to dela v škodo zaposlenecv, kupcev, dobaviteljev ... ravno nasprotno; s tem ko poslovanje povečuje vrednost za lastnike, povečuje vrednost tudi za ostale udeležence (stabilnost zaposlitve in primerno plačilo za zaposlenecv, naročila in pravočasna plačila za dobavitelje, pravočasna plačila glavnice in obresti posojilodajalcem ...).

¹⁸ Mäkeläinen (Mäkeläinen, 1998, str. 15–16) je predstavil nekatere izsledke raziskav o povezanosti med EVA in ceno delnic:

- Raziskava Uyemura, Kantor and Pettit (1996) iz Stern Stewart & Co. je pokazala veliko povezanost med EVA in MVA za 100 bančnih holdingov. Omenjeni avtorji so izračunali naslednjo korelacijo med EVA, ROA, ROE, Net income, EPS ter MVA: EVA 40 %, ROA 13 %, ROE 10 %, Net income 8 % in EPS 6 %. Podatki so bili za obdobja od 1986 do 1995.
- Raziskava, ki sta jo izvedla Dodd in Chen (1996), pa je pokazala, da je korelacija med ROA, EVA, rezidual income, EPS, ROE ter donosi delnice: ROA 24,5 %, EVA 20,2 %, residual income 19,4 %, EPS in ROE cca. 5–7 %. Analiza temelji na podatkih 566 ameriških podjetij za obdobje od 1983 do 1992.

Nasprotno pa Martin (Martin, 2000, str. 195) navaja študijo, ki je bila izvedena za ugotavljanje korelacije med merili uspešnosti poslovanja in donosi delnic, ki pa ne daje večje prednosti EVA:

- Avtorji Biddle, Bowen in Wallace (1997) so uporabili vzorec podatkov 6.174 podjetij (nekatera od njih so že uporabljala metodo EVA) v obdobju od 1984 do 1993 in ugotovili, da je računovodski dobiček (ang. accounting earnings) mnogo bolj povezan s tržno prilagojenim letnim donosom delnic ($R^2 = 12,8\%$) kot residual income ($R^2 = 7,3\%$) ali EVA ($R^2 = 6,5\%$). Denarni tok iz poslovanja je pokazal najmanjšo povezanost s spremembo donosa delnice ($R^2 = 2,8\%$).

¹⁹ Poslovanje za večanje vrednosti je potrebno razumeti kot poslovanje za večanje tržne vrednosti lastniškega kapitala, tržne vrednosti enote lastniškega kapitala in tržne vrednosti podjetja.

²⁰ Gonila vrednosti so opredeljena v poglavju 7 Gonila vrednosti.

Poslovođenje za večanje vrednosti lahko najbolje razumemo kot "poroko" med (enako)mislečimi glede ustvarjanja vrednosti (ang. value creation mindset) in poslovodnimi procesi in sistemi, ki morajo to miselnost pretvoriti v dejanja (Copeland, 1996, str. 100–101):

- "Value creation mindset" zagotavlja, da ravnatelji na vrhu svoj finančni cilj maksimiranja tržne vrednosti podjetja popolno razumejo in imajo jasna pravila, kadar je potrebno sprejemati odločitve, ki bi zniževale tržno vrednost podjetja, ker doseganje drugih ciljev odtehta maksimiranje tržne vrednosti podjetja. Ustrezna analitična orodja, kot sta na primer diskontirani denarni tok in analiza gonil vrednosti, preskrbi podjetje z orodji, potrebnimi za sprejemanje ustreznih odločitev.
- Poslovodni procesi in sistemi usmerjajo zaposlenca, da se obnašajo na način, ki povečuje tržno vrednost podjetja. To vključuje določanje ciljev, sistem planiranja, merjenje rezultatov ter sistem motiviranja. Ti procesi delujejo dobro, kadar je komunikacija znotraj podjetja pri planiranju, predračunavanju in drugih odločitvah tesno povezana s povečevanjem tržne vrednosti podjetja.

Prvi korak pri uvajanju poslovođenja za večanje vrednosti je sprejeti povečanje tržne vrednosti kot osnovni cilj podjetja. Podjetje mora imeti v osnovi dve vrsti ciljev:

1. **Cilje katere lahko izrazi z denarno mersko enoto.** Takšne cilje lahko razdeli na tiste cilje, katerih uresničevanje meri skozi diskontirani denarni tok, ki je najbolj direktna mera notranje vrednosti podjetja na dolgi rok, in na izvedene kratkoročne cilje, kot je na primer ekonomski dobiček, EVA, prihodki od prodaje, naložbe, stroški financiranja in tako dalje.
2. **Cilje katere ne more izraziti z denarno mersko enoto.** Takšni cilji morajo motivirati in usmerjati obnašanje zaposlenca, ki običajno nimajo mnogo znanja o poslovođenju za večanje vrednosti. Cilji se lahko nanašajo na zadovoljstvo kupcev, inovacije, zadovoljstvo zaposlenca in tako dalje.

Cilji morajo biti med seboj usklajeni, prav tako pa morajo biti prilagojeni organizacijskemu nivoju v podjetju:

- za ravnatelje na strateški in taktični ravni podjetja so cilji predvsem finančni,
- za poslovodnike na srednji ravni podjetja so cilji lahko izraženi kot tržni delež, kvaliteta proizvodov ali proizvodnost in
- za poslovodje na nižji ravni so cilji lahko izraženi kot stroški na enoto, proizvodni cikel oziroma količina izmeta.

Temeljna paradigma poslovođenja za večanje vrednosti poudarja, da samo podjetja, katerih donosnost lastniškega kapitala presega stroške lastniškega kapitala, povečujejo vrednost za lastnike (vrednost njihovega premoženja), medtem ko podjetja, katerih stroški lastniškega kapitala so višji od donosnosti lastniškega kapitala, to vrednost znižujejo. Da bi poslovodstvo povečalo vrednost premoženja za lastnike, morajo v podjetje uvesti vseobsežen program poslovođenja za večanje vrednosti, ki mora vključevati (Young, 2000, str.18):

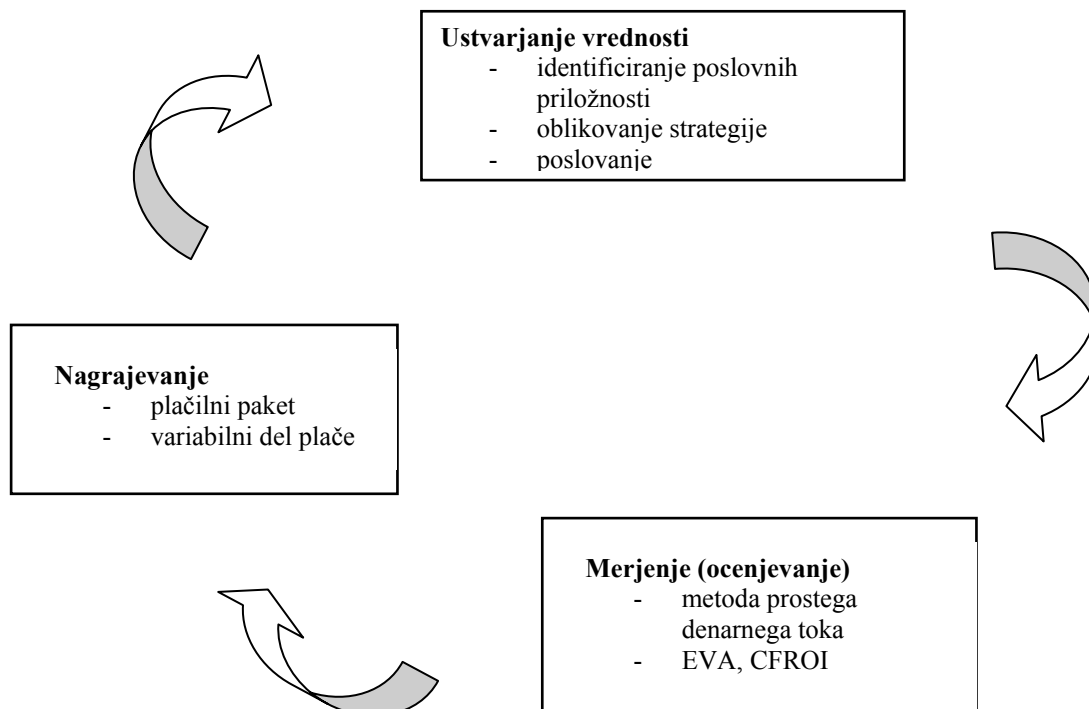
- strateško planiranje,
- alokacijo kapitala,
- predračun poslovanja,
- merjenje uspešnosti,
- nagrajevanje poslovodstva,
- interno komuniciranje,
- eksterno komuniciranje (tudi s kapitalskim trgom).

Vendar pa navedene postavke vseobsežnega programa niso dovolj, ampak je potrebno takšen program vzdrževati tako na kratki kot na dolgi rok. Martin (Martin, 2000, str. 6) predlaga

oblikovanje časovno nepretrganega (vzdrževanega) kroga večanja vrednosti (ang. constructing a sustainable cycle of value creation).

Poslovodstvo mora vzpostaviti in nato vzdrževati krogotok ustvarjanja vrednosti, katerega glavni elementi so predstavljeni na sliki 2. Poseben poudarek je na vzdrževanju, saj se vrednost ustvarja skozi čas (daljše časovno obdobje) skozi proces strateških odločitev ravnateljstva.

Slika 2: Krogotok ustvarjanja vrednosti.



Vir: Martin, 2000, str. 6.

Osnova, na kateri temelji poslovodenje za večanje vrednosti je, da je delovanje posloводства merjeno in nagrajevano²¹ skozi merila, ki so neposredno povezana z ustvarjanjem vrednosti za lastnike (Martin, 2000, str. 6). Če želimo, da bodo zaposleni razmišljali in delovali kot lastniki, morajo lastniki njihovo delo ocenjevati in nagrajevati z merili, ki so vzporedna nagradam, ki jih zaslužijo lastniki. S tem ko so podjetja postajala vse večja in večja, je prišlo (tudi) do ločitve upravljanja in poslovodenja podjetij. Zaradi tega je nastalo tako imenovano agencijsko razmerje²² med delničarji (lastniki) in poslovodstvom na najvišji ravni²³. Ravnatelji, ki imajo o podjetju notranje informacije, utegnejo te informacije izkoriščati v svojo korist in s svojimi dejanji delovati v nasprotju s težnjo delničarjev po maksimiranju vrednosti lastniškega kapitala. Zato agencijska teorija poudarja, da učinkovita pogodba med delničarji in poslovodstvom na najvišji ravni, ki upošteva delitev tveganja in ustrezen sistem spodbud za poslovodstvo na najvišji ravni, odpravlja problem njihovega oportunističnega obnašanja (to je da ne želijo prevzeti tveganja). To ne velja v tolikšni meri za poslovodnike na srednji ravni in poslovodje na

²¹ O sistemih nagrajevanja, temelječimi na ekonomski dodani vrednosti v magistrskem delu ne bomo obširneje pisali. Literatura s tega področja je na primer: Young, 2000; Martin, 2000; Morin, 2000.

²² Agencijsko razmerje obstoji, ko je blaginja ene stranke odvisna od dejanja druge stranke. Agent je stranka, ki deluje, principal pa je stranka, ki jo njegova dejanja prizadenejo. Običajno jemiemo, da je principal do tveganja nevtralen (risk-neutral), agent pa ni naklonjen tveganju (risk-averse) (Prašnikar, 1998, str. 301).

²³ Mišljeni so ravnatelji na vrhu in ravnateljstvi enot.

nižji ravni, saj poslovna uspešnost ni v tolikšni meri odvisna od njihovega delovanja (Prašnikar, 1998, str. 302–303).

3 MERJENJE USPEŠNOSTI PODJETJA

Ravnatelji dosegajo postavljene cilje z oblikovanjem in izvajanjem strategij. Pri tem imajo na voljo različne možne načine povezovanja razpoložljivih dejavnikov (ang. source), s katerimi razpolaga podjetje, in ki vsi skupaj določajo uspešnost podjetja na trgu. Ti dejavniki so (Kline, 2004, str. 62):

- finančni viri (denar, vrednostni papirji),
- fizični viri (surovine, obrati in oprema),
- usposobljenost zaposlencev (prodajne sposobnosti zaposlencev, širina prodajnega osebja, vizija in sposobnost ravnateljev in tako dalje),
- razpoložljiva tehnologija (edinstvenost proizvodnih procesov, informacijski sistem in tako dalje),
- organizacija podjetja (organizacijska kultura in klima, procesi in sistem merjenja kakovosti in tako dalje) in
- ugled podjetja (ugled korporacijske in drugih tržnih znamk podjetja).

Uspešnost je razmerje med doseženimi cilji, izraženimi z izločki iz poslovanja, in postavljenimi cilji, izraženimi z izločki iz poslovanja (Turk, 2002, str. 791). Uspešnost poslovanja podjetja je merjena s stopnjo uresničitve ciljev in nalog, ki jih postavijo lastniki podjetja.

Pri merjenju poslovnega uspeha Pučko (Pučko, 1998, str. 142) loči med računovodsko izkazanim uspehom in ekonomsko izkazanim uspehom. Računovodsko izkazan uspeh je del slike o dosežkih podjetja, vendar ne pove vsega o stvarnem ekonomskem uspehu poslovanja podjetja. Računovodsko izkazan poslovni uspeh se nanaša praviloma na krajše časovno obdobje. Samo v poslovnem obdobju, ki se pokriva s celo življenjsko dobo podjetja, je načeloma možno povsem pravilno ugotoviti ekonomski uspeh poslovanja. Razlika med končno vrednostjo lastniškega kapitala in začetno vloženo vrednostjo tega kapitala natančno določa ta uspeh.

Ne glede na način merjenja uspešnosti poslovanja podjetja je cilj in s tem tudi sodilo uspešnosti podjetja z vidika lastnikov jasen in nedvoumen, dolgoročna rast vrednosti enote lastniškega kapitala. Pri tem pa se že lahko pojavi problem ugotavljanja oziroma merjenja izločka, saj bi ga morali vsakokrat pridobiti na borzi oziroma ga izračunati, če podjetje ne kotira na borzi oziroma je kapitalski trg slabo razvit. Takšno vsakokratno izračunavanje je strokovno zelo zahtevno in časovno zamudno (običajno vrednost podjetij ocenijo za to usposobljeni cenilci podjetij).

Da bi resnično lahko ugotovili uspešnost podjetja in s tem povečanje njegove vrednosti za delničarje, bi morali imeti na voljo tako merilo²⁴, ki bi omogočalo (Bergant, 1998, str. 90–91):

1. neposredno in pregledno vzročno-posledično povezavo z vrednostjo podjetja,
2. vrednostno izrazljivost,
3. stalno spremljanje preteklega dogajanja in načrtovanih rezultatov,
4. primerjavo z drugimi podjetji,
5. razmeroma preprost postopek izračunavanja v praksi,
6. podrobnejšo analizo vzrokov sprememb,
7. uporabo na nižjih ravneh organizacije podjetja.

²⁴ Bergant (Bergant, 1998, str. 97) uvršča na lestvici od ena do šest model EVA kot ekonomsko merilo uspešnosti na četrto mesto oziroma predlaga, da se model EVA uporabi v kombinaciji z metodo uravnoteženega sistema kazalnikov, kar bi dalo merilo uspešnosti, ki bi ga razvrstil na šesto mesto.

3.1 Nekatera merila uspešnosti podjetja

Temeljna obveznost ravnateljev je, da sprejemajo odločitve glede poslovanja, naložb in financiranja podjetja v cilju povečevanja tržne vrednosti podjetja. Svoje rezultate lahko merijo na različne načine.

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

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

Bergant (Bergant, 1998, str. 5) govori o dveh vrstah modelov merjenja uspešnosti podjetja:

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

Merila na osnovi denarnega toka in merila vrednosti izhajajo iz kritike računovodskih informacij, ki jim je možno, za namen ocenjevanja vrednosti (enote) lastniškega kapitala, očitati²⁵ predvsem (Martin, 2000, str. 36):

1. Računovodski rezultati niso enaki denarnemu toku.
2. Računovodski podatki ne odsevajo tveganja.
3. Računovodski podatki ne vključujejo oportunitetne stroške lastniškega kapitala.
4. Računovodska praksa se razlikuje od podjetja do podjetja.
5. Računovodski podatki ne vključujejo časovno vrednost denarja.

3.1.1 Donosnost naložbe in njegove izpeljanke

Donosnost naložbe (ang. return on investment – ROI) je opredeljena kot zmnožek dobičkovnosti prihodkov in obračanja sredstev, vloženih v naložbo.

$$\text{ROI} = \frac{\text{dobiček}}{\text{sredstva}} = \frac{\text{dobiček}}{\text{prihodki iz prodaje}} \times \frac{\text{prihodki iz prodaje}}{\text{sredstva}}$$

Informacijska vrednost tega kazalnika je v tem, da pokaže poslovodstvu, kako uspešni so bili pri gospodarjenju s sredstvi in koliko dobička so ustvarili z uporabljenimi sredstvi.

Glede na to, kako so opredeljene naložbe, ločimo tri variante tega kazalnika:

1. Donosnost sredstev (ang. return on assets – ROA), ki kaže dobiček glede na vsa sredstva.

²⁵ V zvezi s kritiko računovodskih izkazov je potrebno dodati, da mora poslovodstvo družbe sestaviti letna poročila in računovodske izkaze za naslednje namene (Odar, 1998, str. 9):

- **poslovne namene** – računovodske izkaze predložijo gospodarske družbe v predpisanih rokih Agenciji za plačilni promet zaradi javnosti podatkov iz letnih poročil, kakor to urejajo Zakon o gospodarskih družbah in slovenski računovodski standardi;
- **statistične namene** – gospodarske družbe so dolžne za potrebe statističnih raziskav računovodske izkaze za preteklo leto na posebnih obrazcih predložiti Agenciji za plačilni promet do zadnjega februarja tekočega leta; prav tako morajo predložiti letno poročilo – potrdi ga skupščina – in revizorjevo mnenje, tako da je javnost ustrezno obveščena;
- **davčne namene** – po 199. členu Zakona o davčnem postopku morajo gospodarske družbe Davčni upravi Republike Slovenije dostaviti računovodske izkaze z davčnim izkazom najpozneje do zadnjega marca tekočega leta.

2. Donosnost lastniškega kapitala (ang. return on equity – ROE), ki kaže dobiček glede na lastniški kapital.
3. Donosnost naloženega kapitala (ang. return on invested capital – ROIC), ki kaže dobiček glede na stalna in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva.

Če se kazalnik uporabi na nivoju dobičkovnega mesta odgovornosti²⁶ za oceno uspešnosti posloводства, se v števcu dobičku dodajo tudi obresti zaradi izločitve vpliva načina financiranja sredstev, na katerega posloводство dobičkovnega mesta odgovornosti običajno nima vpliva:

$$\text{ROI} = \frac{\text{dobiček} + \text{obresti}}{\text{sredstva}} = \frac{\text{dobiček} + \text{obresti}}{\text{prihodki iz prodaje}} \times \frac{\text{prihodki iz prodaje}}{\text{sredstva}}$$

Največji problem tega kazalnika pri ocenjevanje uspešnosti poslovanja je, da motivira posloводство h kratkoročni in ne k dolgoročni uspešnosti. Takšno obnašanje je predvsem možno v naslednjih treh primerih (Hočevar, 2002b, str. 15):

- Posloводство poskuša doseči čim večji dobiček na način, da zmanjšuje razvoj proizvodov, stroške trženja, stroške izobraževanja in usposabljanja zaposlencev, stroške vzdrževanja in podobno. Takšni ukrepi res vodijo na kratek rok k večjemu dobičku, na dolgi rok pa zmanjšujejo vrednost podjetja in možnost ustvarjanja dobička.
- Posloводство lahko zavrača naložbe, katerih donosnost je sicer višja od cene lastniškega kapitala, vendar nižja od obstoječe donosnosti podjetja oziroma mesta odgovornosti.
- Podobne težave se pojavijo tudi v primeru raznaložbenja sredstev, ko posloводство raznaložbi sredstva, ki imajo višji donos od cene lastniškega kapitala, vendar pa v povprečju nižjega od ostalih naložb. Posloводство s tem želi povečati povprečno donosnost sredstev.

3.1.2 Dobiček na navadno delnico

Dobiček na navadno delnico (ang. earnings per share – EPS) je opredeljen kot razmerje med dobičkom podjetja in številom izdanih navadnih delnic (prednostne delnice so izvzete, saj imajo običajno vnaprej določen fiksni donos od nominalne vrednosti prednostne delnice ali v odstotkih od doseženega rezultata podjetja). Običajno ga imenujemo osnovni dobiček na delnico in ga zapišemo kot:

$$\text{EPS} = \frac{\text{čisti dobiček} - \text{dividende prednostnim delničarjem}}{\text{povprečno število izdanih navadnih delnic}}$$

Kadar podjetje izda nakupne bone (ang. warrants) in/ali zamenljive vrednostnice²⁷ (ang. convertibles), običajno so to zamenljive obveznice, je potrebno ta kazalnik izračunati drugače (Brigham, 2004, str. 687–688). Poleg osnovnega načina izračuna, ki se imenuje osnovni dobiček na delnico (ang. basic EPS), ločimo še primarni dobiček na delnico (ang. primary EPS), ki v imenovalcu vključuje tudi tiste nakupne bone in zamenljive vrednostnice, za katere se pričakuje, da bodo v bližnji prihodnosti svojo pravico (ne pa obveznost) izkoristile, in oslabljeni dobiček

²⁶ O vrstah mest odgovornosti podrobneje pišemo v poglavju 5 Izračun ekonomske dodane vrednosti.

²⁷ Vrednostnica, vrednostni papir, vrednostna listina (ang. security, negotiable instruments) je listina, s katero se izdajatelj zaveže izpolniti zapisano obveznost do njenega zakonitega imetnika; pravica se lahko prenese; obstajajo imenske, prinosniške, odredbene, izvirne, izpeljane vrednostnice (Turk, 2002, str. 816).

na delnico (ang. diluted EPS), ki v imenovalcu vključuje vse izdane nakupne bone in zamenljive vrednostnice.

Informacijska vrednost tega kazalnika je v tem, da nam pove, koliko dobička je bilo ustvarjeno na vsako delnico. Kazalnik se bo povečal, če se poveča števec, to je čisti dobiček, ki je na razpolago navadnim delničarjem, in/ali kadar se bo vrednost imenovalca zmanjšala (to se zgodi, kadar se število izdanih navadnih delnic zmanjša, na primer umik delnic).

Prednost tega kazalnika je v preprostem načinu prikaza učinkovitosti podjetja pri uporabi sredstev, ki so jih lastniki vplačali z nakupom delnic. Slabosti kazalnika pa so predvsem:

- v števcu uporabljen dobiček je lahko predmet različnih računovodskih metod²⁸,
- v števcu uporabljen dobiček je lahko predmet različnih računovodskih manipulacij²⁹ in
- računovodski dobiček kaže preteklo poslovanje podjetja, kar ne pomeni, da se bo takšno poslovanje ponovilo tudi v prihodnosti.

3.2 Bariera med računovodskim merjenjem in denarnim tokom podjetja

Ravnatelji so se oziroma se še vedno zanašajo pri svojih odločitvah predvsem na računovodske kazalnike poslovne uspešnosti podjetja, pri tem pa se uspešnost njihovih odločitev meri skozi tržno vrednost enote lastniškega kapitala. Da bi ravnatelji lahko sprejemali ustrezne odločitve, morajo podjetja prilagoditi merjenje svoje uspešnosti (ang. performance measurement techniques) tako, da bo konceptualno povezano z denarnim tokom, na osnovi katerega običajno vrednoti odločitve ravnateljev finančni trg.

Računovodski vidik poslovanja nam pokaže glavna gonila vrednosti v podjetju, na katere morajo ravnatelji s svojimi odločitvami na področju poslovanja, naložbenja in financiranja, vplivati, da povečajo donosnost lastniškega kapitala. Ne glede na to, da so računovodski kazalniki običajno uporabljeni kot pokazatelji uspešnosti poslovanja, pa je vrednost podjetja odvisna od pričakovanega denarnega toka. To ne pomeni, da računovodski kazalniki niso potrebni pri analizi poslovanja in pri sprejemanju poslovnih odločitev, ampak da se končni rezultat poslovnih odločitev mora videti v denarnem toku. Tako računovodski kazalniki kot denarni tok merijo posledice istih odločitev, razlika med njima izhaja iz vzročno-posledične povezave z vrednostjo podjetja, ki je pri denarnem toku direktna in pri računovodskih kazalnikih indirektna.

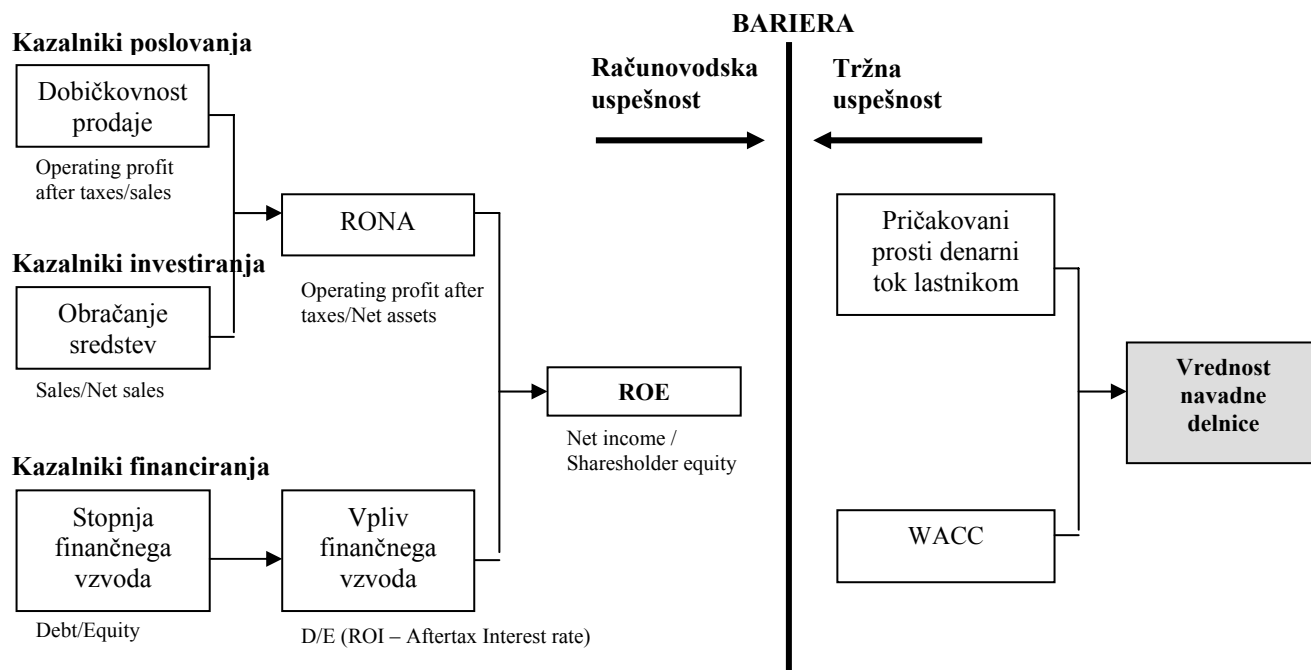
Če bo ravnateljstvo sprejemalo odločitve na osnovi denarnega toka, potem bodo tudi računovodski podatki sledili vzorcu denarnega toka (obratno ni vedno tako). Podjetja, ki želijo povečevati svojo vrednost, morajo iti preko konceptualne bariere, prikazane na sliki 3., in povezati finančna gonila vrednosti s kratkoročnimi in dolgoročnimi poslovnimi odločitvami, ki bodo povečala vrednost podjetja (Helfert, 2000, str. 413).

²⁸ Različne, vendar pa dovoljene, računovodske metode vodijo k različnim dobičkom podjetja. Tukaj lahko omenimo predvsem različne metode vrednotenja zaloga (LIFO, FIFO), različne metode amortiziranja (časovno enakomerno, padajoče, rastoče) oziroma uporabnostno in različne metode prikazovanja združitvev in pripojitev podjetij (kapitalska oziroma investicijska metoda) (Doyle, 2000, str. 27).

²⁹ Najpogostejši načini "friziranja" bilanc so (Javornik, 1998, str. 6):

1. predčasno izkazovanje prihodkov,
2. prikazovanje lažnih prihodkov,
3. povečevanje prihodkov iz enkratnih virov,
4. odlaganje trenutnih odhodkov na kasnejši čas,
5. neizkazovanje obveznosti,
6. odlaganje trenutnih prihodkov na kasnejši čas in
7. prelaganje bodočih odhodkov na tekoče obdobje.

Slika 3: Konceptualna bariera.



Vir: Prirejeno po Helfert, 2000, str. 414.

Zanimivo je tudi razmišljanje Duhovnikove (Duhovnik, 2003, str. 283–293), ki predlaga izračun kazalnikov denarnih tokov, s čimer bi lahko presegli bariero, s katero so danes soočeni ravnatelji. Kazalniki denarnih tokov bi podjetju omogočili hitrejši odziv na spremenjene pogoje poslovanja od obračunskih tokov (ki izhajajo iz računovodskih podatkov), prav tako pa izračun denarne donosnosti enote navadnega lastniškega kapitala.

Ker sprejemanje odločitev na osnovi računovodskih podatkov in iz njih izpeljanih kazalcev in kazalnikov (merila donosnosti) ne zagotavlja, da bodo te odločitve povečale tržno vrednost lastniškega kapitala, in ker je ocenjevanje notranje vrednosti lastniškega kapitala, da bi videli posledice svojih odločitev, na osnovi denarnega toka (merila denarnega toka) za vsakodnevno uporabo strokovno zahtevno in časovno zamudno, so finančni analitiki razvili dva nova kazalca, ki merita notranjo vrednost lastniškega kapitala (merila vrednosti), tržno dodano vrednost (ang. market value added – MVA) in ekonomsko dodano vrednost (ang. economic value added – EVA).

Brigham (Brigham, 2004, str. 209) pravi, da EVA meri znesek, s katerim je podjetje povečalo svojo (opomba avtorja: notranjo) vrednost lastniškega kapitala za delničarje. Če se ravnatelji pri svojih odločitvah osredotočijo na ekonomsko dodano vrednost, jim to omogoča, da delujejo na način, ki je v skladu s povečanjem (opomba avtorja: tržne) vrednosti lastniškega kapitala za delničarje.

4 OPREDELITEV EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Prvi zametki koncepta ekonomske dodane vrednosti (ang. Economic Value Added – EVA) so stari že več kot 200 let, saj je že leta 1890 o podobnem konceptu pisal Alfred Marshall. Omenjeni avtor je opredelil tako imenovano ekonomsko dodano vrednost kot vsoto vseh čistih dobičkov, od katerih se odštejejo stroški vseh virov financiranja, tudi lastniškega kapitala. Merjenje podobne kategorije je moč zaslediti tudi v praksi General Motorsa že v 20. letih in

General Electrica v 50. letih. Peter Drucker pa je v Harvard Business Revue zapisal: EVA bazira na spoznanjih, ki jih že dolgo poznamo. Denar, ki ostane ob koncu poslovnega leta za delničarje in ga imenujemo dobiček, ni nikakršen dobiček. Podjetje ustvarja izgubo vse dotlej, dokler je dobiček manjši od stroškov financiranja. V tem primeru ustvarja manj, kot pričakujejo lastniki od njega. Preveč ravnateljsev se opira zgolj na knjigovodski dobiček, kjer so sicer odšteti stroški dolgov, niso pa upoštevani stroški kapitala, ki navsezadnje ni zastonj. Zato se pravi dobički začnejo šele takrat, ko so pokriti vsi stroški virov financiranja.

Koncept ekonomske dodane vrednosti (Korošec, 2001, str. 104) skuša približati tradicionalno računovodsko merjenje poslovnega uspeha, ki med žrtvami upošteva le ceno tujih virov financiranja, ekonomskemu poslovnemu izidu, ki upošteva, da imajo tudi lastniški viri financiranja svojo ceno, povezano z oportunitetnimi stroški. Po Ehrbarju (Ehrbar, 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 da pravilen odgovor v smislu, da je večja EVA tudi vedno nedvoumno boljša za lastnike; v nasprotju z aktivnostmi, ki sicer zvišajo marže, dobičke na delnico ali stopnjo donosa, vendar pa s tem včasih celo uničujejo premoženje lastnikov.
- Okvir obsežnega novega sistema poslovanja, ki usmerja vsako odločitev, od letnega predračuna poslovanja do predračunavanja naložb v dolgoročna sredstva, strateško planiranje, prevzemov podjetja in raznaložbenja.
- Preprosta, vendar učinkovita metoda za učenje poslovanja vseh zaposlenecv.
- Ključna spremenljivka v motivacijskem sistemu, ki povzroči, da se interesi lastnikov in posloводства poenotijo in da posloводство začne razmišljati kot lastniki.
- Okvir, ki ga lahko ravnateljji uporabijo za komunikacijo z vlagatelji, da predstavijo svoje cilje in dosežke.
- Notranji sistem upravljanja podjetjem (ang. corporate governance), ki motivira posloводство in zaposlenecv, da delujejo usklajeno in učinkovito za doseg najboljšega rezultata.

4.1 Povezava EVA z ekonomskim dobičkom oziroma preostankom dobička

EVA je kratica Economic Value Added, ki jo nekateri slovenski avtorji imenujejo ekonomska dodana vrednost, ekonomski dobiček ali preostanek dobička.

Ekonomski dobiček (ang. economic profit) in preostanek dobička (ang. residual income) sta sinonima, ki ju uporabljajo predvsem ekonomisti in upravljalni računovodje³⁰, vsak na svojem področju (Martin, 2000, str. 80). Ekonomski dobiček je izračunan kot razlika med čistim dobičkom iz poslovanja in stroški financiranja lastniškega in dolgovanega kapitala:

Ekonomski dobiček = čisti dobiček iz poslovanja³¹ - strošek kapitala³²

Oblikovale so se štiri glavne razlage ekonomskega dobička (Prašnikar, 1998, str. 21–22):

³⁰ V nadaljevanju bomo zaradi navedenega uporabljali samo pojem ekonomski dobiček.

³¹ Čisti dobiček iz poslovanja je izračunan kot razlika med dobičkom iz poslovanja in obračunanim davkom iz dobička v tej zvezi. Omenjen izračun ne vključuje stroškov financiranja.

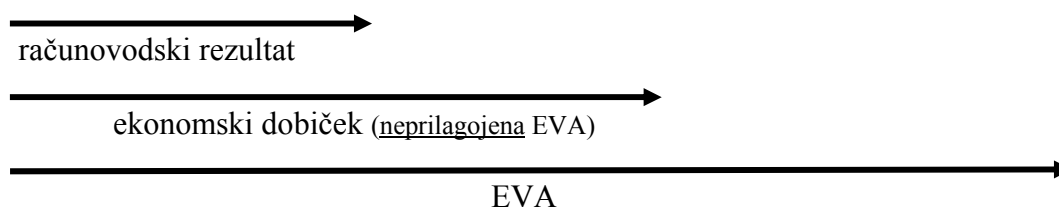
³² Strošek kapitala je izračunan kot vsota čistega dobička, ki ga zahtevajo lastniki podjetja, in stroškov obresti, ki jih zahtevajo ostali vlagatelji v podjetje. O stroških financiranja obširneje pišemo v poglavju 5.3 Stroški lastniškega in dolgovanega kapitala.

1. Ekonomski dobiček je nagrada (kompenzacija) za prevzem tveganja in negotovosti. Podjetja, ki delujejo z večjim tveganjem in so učinkovitejša, so upravičena, da pridobijo več kot zgolj normalni dobiček. Brez te nagrade podjetja ne bi želela tvegati in bi bila zaradi tega ogrožena bodoča gospodarska aktivnost.
2. Ekonomski dobiček je lahko rezultat občasnega neravnotežja na trgu. V gospodarstvu se pojavljajo šoki na strani povpraševanja in ponudbe, ki peljejo do pozitivnih in negativnih ekonomskih dobičkov za posamezna podjetja.
3. Nekatera podjetja pridobijo monopolni dobiček zaradi visokih vhodnih ovir.
4. Ekonomski dobiček je rezultat inovacijskih procesov in modernizacije, ki jo izvajajo nekatera podjetja.

Vsaka od omenjenih razlag pojasnjuje nastanek ekonomskega dobička na svoj način, čeprav je v stvarnem ekonomskem življenju tako, da lahko ekonomski dobiček nastane zaradi kombinacije vseh omenjenih vzrokov.

Da bi lahko nazorno prikazali razliko med EVA ter ekonomskim dobičkom, si bomo pomagali z naslednjo enačbo:

EVA = čisti dobiček iz poslovanja - strošek kapitala ± računovodske prilagoditve



Tako ekonomski dobiček kot EVA se razlikujeta od računovodskega rezultata v upoštevanju stroškov financiranja zaradi uporabe lastniškega in dolgovanega kapitala. Razlika med ekonomskim dobičkom in EVA je v računovodskih prilagoditvah³³, ki jih posamezno podjetje izvede na svojih računovodskih podatkih.

4.2 Povezava EVA s tržno dodano vrednostjo

Kot smo že omenili, je tudi tržna dodana vrednost (ang. market value added – MVA) kazalec vrednosti, ki pa za razliko od EVA, ki je spremenljivka ekonomskega toka, predstavlja razliko med tržno vrednostjo lastniškega kapitala in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala in je spremenljivka ekonomskega stanja:

MVA = tržna vrednost lastniškega kapitala – knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

oziroma po Brighamu (Brigham, 2004, str. 208):

MVA = število uveljavljajočih delnice³⁴ x tržna cena – celotni navadni lastniški kapital

MVA je po vsebini enaka kazalniku cena na knjigovodsko vrednost delnice³⁵ (ang. market to book ratio of share). Razlika je samo v tem, da je MVA merilo absolutne vrednosti, medtem ko

³³ O računovodskih prilagoditvah obširneje pišemo v poglavju 6 Prilagajanje računovodskih podatkov.

³⁴ Uveljavljajoče delnice (ang. outstanding shares) so vpisane in vplačane delnice, ki so v lasti delničarjev, brez tistih, ki jih je gospodarska družba odkupila in jih hrani kot trezorske delnice (Turk, 2002, str. 795).

³⁵ Cena na knjigovodsko vrednost (ang. market to book ratio of share) kaže pogled investitorjev na podjetje, in sicer z vidika njenega poslovanja, dobička, likvidnosti, stabilnosti in prihodnjega razvoja (Walsh, 1993, str. 148).

je cena na knjigovodsko vrednost merilo relativne vrednosti. Če je MVA pozitivna, pomeni, da je koeficient cena na knjigovodsko vrednost večji kot ena in obratno.

Podobno kot smo pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala uporabili pričakovani prosti denarni tok delničarjem in ustrezno diskontno stopnjo, lahko tudi pri MVA uporabimo ekonomski tok EVA in ustrezno diskontno stopnjo, da izračunamo MVA. Stewart (Stewart, 1991, str. 154) je opredelil povezavo med MVA in EVA na naslednji način:

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

MVA - tržna dodana vrednost

EVA - ekonomska dodana vrednost

k_c - stroški lastniškega in dolgovanega kapitala

Formula matematično prikazuje povezavo med MVA in EVA. Dodatno so to povezavo podkrepile tudi nekatere študije³⁶. Vendar pa ta povezava ni vedno direktna, v smislu, če je imelo podjetje v preteklosti negativno EVA, potem bo imelo tudi negativno MVA, ker je tržna cena delnic, od katere je odvisna tržna vrednost lastniškega kapitala (= število uveljavljajočih delnice x tržna cena), odvisna tudi od pričakovanih prihodnjih rezultatov, in ne samo od preteklih (zgodovinskih) rezultatov podjetja. Zaradi tega ima lahko podjetje, kljub negativni EVA v preteklosti, pozitivno MVA kot posledico pričakovanih vlagateljev, da bo prišlo v prihodnosti do preobrata v poslovanju podjetja.

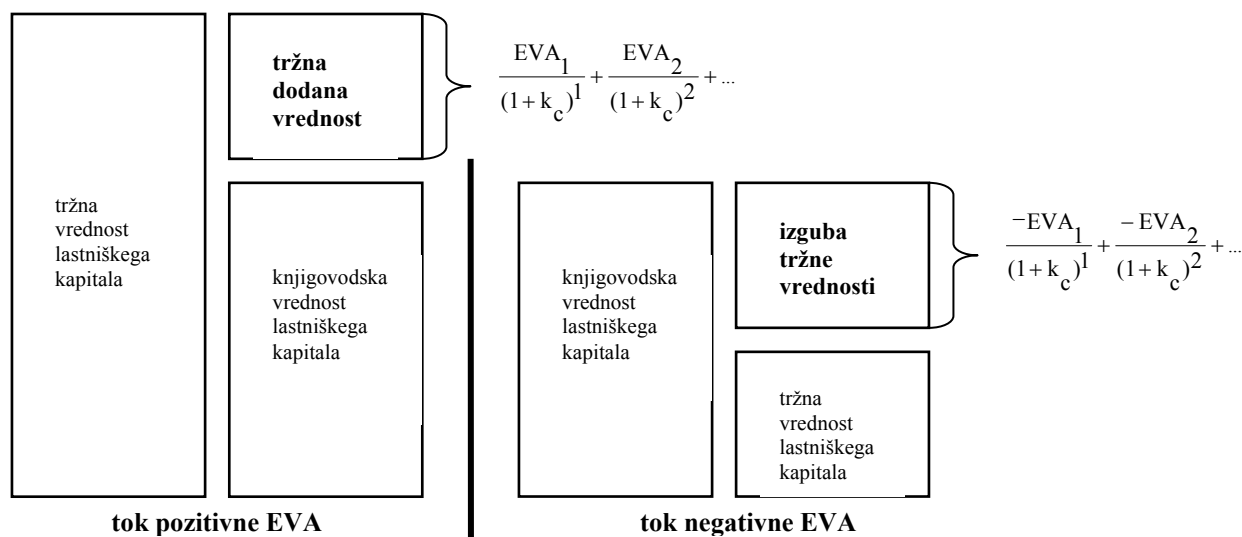
Če je MVA pozitivna, potem je poslovodstvo s svojimi odločitvami v preteklosti povečalo sedanjo tržno vrednost enote lastniškega kapitala, saj tržna vrednost lastniškega kapitala presega znesek knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala. Če je MVA negativna, potem je poslovodstvo s svojimi odločitvami znižalo tržno vrednost enote lastniškega kapitala, saj je tržna vrednost lastniškega kapitala nižja od knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala. Vprašanje, ki se postavlja, pa je, kaj mora poslovodstvo napraviti, da bo povečalo MVA.

Zato da bi poslovodstvo maksimiralo MVA in ustvarilo tržno vrednost za lastnike, mora maksimirati ekonomski tok prihodnje EVA, katerega ustvarjajo naložbe podjetja (Hawawini, 2002, str. 509). Povezava med MVA in tokom EVA je prikazana na sliki 4.

³⁶ Martin (Martin, 2000, str. 195) navaja študijo, ki je bila izvedena za ugotavljanje korelacije med MVA in EVA:

- Stern, Stewart and Chew (1995) so ugotovili, da je povezanost med EVA in MVA znotraj posameznih skupin podjetij 60 % in da petletne spremembe v EVA 50 % pojasnjujejo petletne spremembe v MVA.

Slika 4: Povezava med MVA in EVA.



Vir: Prirejeno po Mäkeläinen, 1998, str. 8.

Tržna vrednost lastniškega kapitala (ang. market value of capital) je pridobljena iz finančnih trgov za tista podjetja, ki kotirajo na borzi. Če podjetje ne kotira na borzi, potem ne moremo določiti tržne vrednosti lastniškega kapitala, razen ob prodaji podjetja. Tržna cena delnice, pomnožena s številom izdanih delnic, nam da tržno vrednosti lastniškega kapitala. V tem je tudi slabost tega kazalca, saj ga ne moremo izračunati za poslovne enote znotraj podjetja, ki ne kotirajo na borzi.

4.3 Povezava EVA z denarnim tokom

EVA lahko uporabimo za ocenjevanje vrednosti podjetij, za ocenjevanje prevzemov ali prodaj podjetij ter ocenjevanje upravičenosti naložb podjetja. Običajno se je v ta namen uporabljala donosnostna metoda, imenovana tudi metoda diskontiranega denarnega toka (ang. discounted cash flow method – DCF), v različnih variantah, odvisno od namena. Metodo najpogosteje uporabljamo za ocenjevanje učinkovitosti naložb podjetja v projekte³⁷ (ang. capital budgeting), ocenjevanje vrednosti vrednostnih papirjev (ang. security valuation) in ocenjevanje vrednosti podjetij (ang. firm valuation). Za namen ocenjevanja posameznih naložb v projekte poznamo:

- Metodo čiste sedanje vrednosti naložbe³⁸ (ang. net present value method – NPV).

Za namen ocenjevanja vrednosti podjetij ločimo³⁹ (Damodaran, 1996, povzeto po sliki iz tabele 24.1, str. 502):

- Dividendno-diskontni model (ang. dividend discount model).
- Model diskontiranega prostega denarnega toka delničarjem (ang. free cashflows to equity discount model – FCFE).

³⁷ Vrste projektov, ki jih podjetja običajno izpeljejo, so obširneje opisane v poglavju 8.1.1 Odločitve o naložbah.

³⁸ Metoda čiste sedanje vrednosti naložbe (ang. net present value method – NPV) presoja možne naložbe v dolgoročna sredstva, po kateri se iz razlike med prejemki in izdatki, ki se nanašajo nanjo, to je iz finančnega izida, ločenega po letih, izločajo donosi na podlagi vnaprej določene sprejemljive mere; če je ugotovljena sedanja vrednost teh denarnih tokov večja od zneska naložbe, je naložbo mogoče sprejeti, v nasprotnem primeru pa odkloniti; preračunavanje zneskov se imenuje razdonosevanje (diskontiranje), razdonosevalni množitelji (faktor sedanje vrednosti) pa so opredeljeni z razdonosevalno mero (diskontno stopnjo) (Turk, 2002, str. 263).

³⁹ Vse tri metode so bile že podrobneje opisane v poglavju 1 Cilj poslovanja podjetja.

- Model diskontiranega prostega denarnega toka vlagateljem (ang. free cashflows to firm discount model – FCFF)

Navedeni modeli se med seboj razlikujejo glede na uporabljen donos v števcu in diskontno stopnjo v imenovalcu enačbe. Prva dva modela (dividend discount model in FCFE) se uporabljata za ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala in zadnji model (FCFF) za ocenjevanje vrednosti podjetja. Glede na to, da se lahko meri vrednost podjetja (tudi) na osnovi EVA oziroma MVA, se postavlja vprašanje, v kakšnem odnosu so diskontirani denarni tok (variante DCF) in EVA oziroma MVA.

Tako z FCFF kot z EVA lahko izračunamo ocenjeno vrednost podjetja oziroma ocenjeno vrednost enote lastniškega kapitala. Mnogi avtorji trdijo, da je ta vrednost ne glede na uporabljeno metodo enaka (Grant, 2001, str. 45–56; Shrieves, 2000, str. 1–16; De Wet, 2004, str. 86–94). Čeprav je vrednost enaka⁴⁰, pa izračun poteka različno in je enak samo do izračuna NOPAT⁴¹, potem pa se računski enakost konča, kar je razvidno iz tabele 4. Mäkeläinen (Mäkeläinen, 1998, str. 13) citira avtorja Storrie & Sinclair (1997), ki pravita, da enakost izvira iz matematične ekvivalence, saj je EVA formula modificirana verzija standardne DCF formule, kjer vse prilagoditve v EVA formuli, glede na DCF formulo, rezultirajo v nič. Rezultat teh prilagoditev je, da ne glede na to, kako velik začetni naložen kapital IC je uporabljen v modelu EVA, bosta rezultata vedno identična.

⁴⁰ Ne glede na to, da dasta obe metodi ocenjevanja vrednosti enak rezultat, pa prihodnja EVA ni denarni tok in ne more biti uporabljena za načrtovanje denarnih tokov podjetja (Young, 2000, str. 44).

⁴¹ Če podjetje izvede določene računovodske prilagoditve pri izračunu EVA, jih mora tudi pri izračunu DCF, da bi bila rezultata enaka (Damodaran, 2001, str. 871).

Tabela 4: Izračun FCFF, NPV in EVA.

FCFF podjetja		NPV naložbe podjetja v projekt		EVA/MVA podjetja	
	Dobiček iz poslovanja	Δ^{42}	Dobiček iz poslovanja		Dobiček iz poslovanja
-	Davek iz dobička	-	Δ Davek iz dobička	-	Davek iz dobička
=	Čisti dobiček iz poslovanja (NOPAT)	=	Δ Čisti dobiček iz poslovanja (NOPAT)	=	Čisti dobiček iz poslovanja (NOPAT)
+	Amortizacija ⁴³	+	Δ Amortizacija		
				-	Stroški financiranja naloženega kapitala na začetku obdobja - IC_{t-1} ⁴⁴
-	Potrebne naložbe v OS	-	Δ Potrebne naložbe v OS		
-	Δ Sprememba v dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstvih	-	Δ Sprememba v dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstvih		
=	Prosti denarni tok v obdobju t	=	Δ Denarni tok v obdobju t	=	Ekonomska dodana vrednost v obdobju t
	Diskontna stopnja: WACC		Diskontna stopnja⁴⁵: WACC		Diskontna stopnja: WACC
	Izračun vrednosti podjetja: $V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$		Izračun dodatne vrednosti podjetja: $NPV_{\text{projekta}} = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$		Izračun vrednosti podjetja: $V_0 = CE_0 + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$ ⁴⁶ oziroma: $V_0 = CE_0 + MVA$ Izračun dodatne vrednosti podjetja: $NPV_{\text{projekta}} = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$
-	Vrednost dolgovanega kapitala			-	Vrednost dolgovanega kapitala
=	Notranja vrednost lastniškega kapitala			=	Notranja vrednost lastniškega kapitala
/	Število izdanih delnic			/	Število izdanih delnic
=	Notranja vrednost enote lastniškega kapitala			=	Notranja vrednost enote lastniškega kapitala

Vir: Lastna izdelava.

Razlika med denarnim tokom pri FCFF oziroma NPV ter ekonomskim tokom pri EVA izhaja iz drugačnega obravnavanja naložb v osnovna sredstva in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva⁴⁷:

- Pri FCFF oziroma NPV pristopu so naložbe v osnovna sredstva in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva obravnavane v celotnem znesku kot izdatek oziroma prejemek obdobja (sprememba dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev je lahko neto prejemek ali izdatek).

⁴² Δ – s to grško črko so označene dodatne spremembe, ki jih naložba povzroči v denarnem toku podjetja.

⁴³ Za izračun EVA amortizacija predstavlja strošek, medtem ko pri FCFF in NPV amortizacija predstavlja dodatni denarni tok.

⁴⁴ IC_{t-1} – naloženi kapital; vključuje osnovna sredstva in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva na začetku vsakega časovnega obdobja. Stroške financiranja naloženega kapitala izračunamo z naslednjo formulo:
 $IC_{t-1} \times WACC$.

⁴⁵ Ocenjuje se, da je dodatno tveganje naložbe enako obstoječemu tveganju podjetja. Če je tveganje višje oziroma nižje, se mora strošek vloženega kapitala v naložbo prilagoditi z ustreznim β koeficientom.

⁴⁶ CE_0 – vložen kapital; v poslovno finančnem pomenu vsota lastniškega in dolgovanega kapitala.

⁴⁷ Obširnejši dokaz enakosti med FCF, EVA in NPV je prikazan v članku Shrievesa in Wachowicza z naslovom Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA™) and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation.

- Pri EVA pristopu pa so upoštevani samo stroški naložb in sprememb dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev, ki se ločijo (stroški) na dve komponenti, prva je strošek amortizacije, ki je povezan samo z naložbami v osnovna sredstva, druga pa so stroški financiranja⁴⁸ naložb v osnovna sredstva in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva:

- Sedanje vrednost (ω_t - diskontna stopnja) vseh naložb (ΔI_t) v osnovna sredstva v sedanjosti in prihodnosti lahko izrazimo kot vsoto sedanje vrednosti (ω_t) vseh prihodnjih amortizacij (P_t) in stroškov financiranja naložbe ($k_t U_{t-1}$), in sicer na začetku posameznega obračunskega obdobja.

$$\sum_{t=0}^T \omega_t \Delta I_t = \sum_{t=1}^T \omega_t [P_t + k_t U_{t-1}]$$

- Podobno velja tudi za dolgoročno financirana kratkoročna sredstva, pri čemer izhajamo iz predpostavke, da bodo naložbe v dolgoročno financirana kratkoročna sredstva v nekem časovnem obdobju povrnjene. Začetna sprememba naložbe v dolgoročno financirana kratkoročna sredstva (ΔWC_s) bo povrnjena (amortizirana) skozi diskontirani tok (ω_s – diskontna stopnja) prihodnjih sprememb v dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstvih in obrestih, obračunanih na saldo dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstvih v prejšnjem obračunskem obdobju ($k_s WC_{s-1}$).

$$\sum_{s=0}^T \omega_s \Delta WC_s = \sum_{s=1}^T \omega_s k_s WC_{s-1}$$

Iz navedenega je razvidno, da FCFF oziroma NPV pristop upošteva denarni vidik naložbe, medtem ko EVA pristop upošteva stroške, povezane z naložbo (amortizacijo in stroške financiranja), in na ta način porazdeli "denarni vidik naložbe, to je izdatek naložbe" na daljše časovno obdobje. Diskontiranje omenjenih stroškov pri EVA pristopu pa nam da vedno začetno denarno naložbo, s čimer, kot sta ugotovila Storrie & Sinclair, vse prilagoditve v EVA formuli, glede na DCF formulo, rezultirajo v nič.

Za podjetje je pomembno, če hoče povečati vrednost za lastnike, da sprejme naložbe s pozitivno vrednostjo NPV. Naložbe podjetja v projekte s pozitivno NPV bodo povečevale vrednost podjetja, medtem ko bodo naložbe v projekte z negativno NPV to vrednost zniževale. Sedanja vrednost denarnega toka projekta je enaka sedanji vrednosti EVA tega projekta v njegovi življenjski dobi n let (Damodaran, 2001, str. 865–866).

V tabeli 5. prikazujemo primer povezave med NPV, EVA in MVA, povzet po De Wet (De Wet, 2004, str. 88–89).

Tabela 5: Primer povezanosti NPV, MVA in EVA.

	mio \$			
Obdobje	0	1	2	3
DENARNI TOK IZ NALOŽBENJA				
Izdatki za osnovna sredstva (OS)	-12,00			
Izdatki za dolgoročno financirana kratkoročna sredstva	-1,20	-0,40	-0,40	
Prejemki od dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev				2,00
Denarni tok iz naložb (A)	-13,20	-0,40	-0,40	2,00

⁴⁸ O stroških financiranja obširneje pišemo v poglavju 5.3 Stroški lastniškega in dolgovanega kapitala.

Nadaljevanje Tabele 5

IZRAČUN NOPAT in DENARNEGA TOKA IZ POSLOVANJA				
Prodaja		12,00	16,00	20,00
Stroški poslovanja (50%)		-6,00	-8,00	-10,00
Amortizacija		-4,00	-4,00	-4,00
Dobiček pred davki		2,00	4,00	6,00
Davek (40%)		-0,80	-1,60	-2,40
NOPAT		1,20	2,40	3,60
Amortizacija		4,00	4,00	4,00
Denarni tok iz poslovanja (B)		5,20	6,40	7,60
Denarni tok A+B	-13,20	4,80	6,00	9,60
Diskontna stopnja WACC=20%				
NPV = 0,52				

IZRAČUN EVA in MVA				
Osnovna sredstva – na začetku obdobja		12,00	8,00	4,00
Dolgoročno financirana kratkoročna sredstva – na začetku obdobja		1,20	1,60	2,00
Naložbe skupaj		13,20	9,60	6,00
NOPAT		1,20	2,40	3,60
Stroški financiranja naloženega kapitala (WACC = 20%)		-2,64	-1,92	-1,20
EVA =		-1,44	0,48	2,40
MVA = 0,52				

IZRAČUN PV NALOŽB V OSNOVNA SREDSTVA				
Amortizacija		4,00	4,00	4,00
Stroški financiranja naloženega kapitala		2,40	1,60	0,80
Skupaj		6,40	5,600	4,80
Diskontna stopnja WACC=20%				
PV = 12				
Začetni izdatek za OS = -12				
Razlika = 0				

Vir: De Wet, 2004, str. 88–89.

IZRAČUN PV NALOŽBE V DOLGOROČNO FINANCIRANA KRATKOROČNA SREDSTVA				
Izdatki za dolgoročno financirana kratkoročna sredstva		-0,40	-0,40	2,00
Stroški financiranja dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev		0,24	0,32	0,40
Vsota		-0,16	-0,08	2,40
Diskontna stopnja WACC=20%				
PV vsote = 1,2				
Začetni izdatek za dolgoročno financirana kratkoročna sredstva = -1,2				
Razlika = 0				

Vir: Lastna izdelava.

5 IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Najpogosteje EVA izračunamo kot razliko med čistim dobičkom iz poslovanja ter stroški financiranja naloženega kapitala, ki je potreben za doseg tega dobička (Stewart, 1991, str. 137), tako imenovani poslovni pristop:

$$\text{Ekonomska dodana vrednost} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{IC})$$

Iz enačbe je takoj možno ugotoviti, za kakšen znesek čisti dobiček poslovanja presega ali zaostaja za stroški financiranja poslovno naloženega kapitala, ki je ta dobiček "proizvedel".

NOPAT	- čisti dobiček podjetja, ki bi ga le-to ustvarilo, če ne bi uporabljalo dolgovanega kapitala za financiranje poslovanja in če ne bi imelo finančnih naložb (ang. net operating profit after tax).
WACC	- stroški vložnega kapitala, ki so izračunani kot tehtano povprečje stroškov lastniškega in dolgovanega kapitala; zahtevana donosnost za vloženi kapital (ang. weighted average cost of capital).
IC	- naloženi kapital; vsota osnovnih sredstev in dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev financiranih z vložnim kapitalom (ang. invested capital).

EVA lahko izračunamo tudi kot razliko med doseženo in zahtevano donosnostjo, pomnoženo s poslovno naloženim kapitalom (Young, 2000, str. 46), tako imenovani finančni pristop:

$$\text{Ekonomska dodana vrednost} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC}$$

ROIC - dosežena donosnost naloženega kapitala po davkih, uporabljenega v poslovnem procesu, in predstavlja razmerje med NOPAT in IC (ang. return on invested capital).

Razliko med ROIC in WACC imenujemo (Hawawini, 2002, str. 497) razpon donosnosti (ang. return spread). Informacijska pomembnost razpona donosnosti je v tem, da nam neposredno pokaže razmerje med ROIC in WACC. Višja ROIC od WACC dejansko pomeni dodatno vrednost za lastnike, saj je podjetje ustvarilo višji donos, kot so ga oni (lastniki) pričakovali (zahtevali). Zato je potrebno maksimirati razpon donosnosti in ne samo ROIC.

EVA je vedno izražena v absolutnem znesku in lahko zavzame tri razpone vrednosti (Ehrbar, 1998, str. 132):

- **ekonomska dodana vrednost > 0** – podjetje je poslovalo uspešno, saj je preseglo pričakovanje vlagateljev. Ker je donos vseh vlagateljev, razen vlagateljev navadnega lastniškega kapitala, praviloma določen vnaprej, pomeni pozitivna vrednost ekonomske dodane vrednosti povečanje vrednosti za lastnike.
- **ekonomska dodana vrednost = 0** – donos poslovno naloženega kapitala je enak stroškom financiranja vložnega kapitala. Lahko rečemo, da je podjetje poslovalo uspešno, saj je lastnikom zagotovilo ravno tak donos, kakršnega so pričakovali.
- **ekonomska dodana vrednost < 0** – negativna vrednost⁴⁹ pomeni neuspešno poslovanje podjetja, saj le-to ni uspelo pokriti vseh stroškov. Vsi vlagatelji, razen lastnikov, so realizirali svoje donose, medtem ko lastniki niso dosegli pričakovanega donosa. Realizirani donos je nižji od zahtevanega zato je podjetje znižalo vrednost premoženja lastnikov.

Poslovodstvo lahko poveča ekonomsko dodano vrednost na več načinov (Stewart, 1991, str. 137–138; Hartman, 1999, str. 79–80 in 134–135; Young, 2000, str. 68–72; Martin, 2000, str. 89; Hawawini, 2002, str. 487–516):

1. **Povečanje donosnosti obstoječega naloženega kapitala.** Če povečamo ROIC, medtem ko ostaneta WACC in IC nespremenjena, potem se bo EVA povečala. Da bi povečali ROIC, moramo povečati proizvodnost in gospodarnost poslovanja.
2. **Donosna rast.** Podjetje doseže donosno rast z naložbenjem v nove naložbe, pri katerih donosnost naložbe (ΔROIC) presega dodatne stroške vložnega kapitala (ΔWACC). Prednost EVA pred računovodskimi merili je ta, da podjetje sprejme naložbo, četudi strategija rasti znižuje celotno ROIC podjetja, saj se vrednost podjetja povečuje tako

⁴⁹ Podjetje ima lahko v posameznih letih svojega razvoja negativno EVA in pozitivno MVA (na primer dolgotrajni in zahtevni razvojni projekti).

dolgo, dokler donosnost dodatne naložbe (Δ ROIC) presega dodatne stroške vloženega kapitala (Δ WACC) zaradi dodatno naloženega kapitala (Δ IC).

3. **Raznaložbenje kapitala** v tistih naložbah podjetja, kjer posamezna donosnost naloženega kapitala (Δ ROIC) ne presega WACC. Če se zmanjšanje naloženega kapitala ($-\Delta$ IC) kompenzira s povečanjem razlike med ROIC in WACC, potem se EVA podjetja poveča. Velike učinke na tem področju je mogoče doseči tudi z znižanjem zalog ter s hitrejšo izterjavo terjatev do kupcev, saj oboje predstavlja IC podjetja. Za podjetje je smiselno raznaložbenje tudi tistih naložb, pri katerih je posamezna donosnost naloženega kapitala (Δ ROIC) sicer višja kot je WACC, kadar lahko takšno naložbo proda za ceno, ki je višja od vsote vloženega kapitala in sedanjih vrednosti bodočih ekonomskih dodanih vrednosti te naložbe (Δ EVA).
4. **Podaljšanje časa**, v katerem lahko podjetje pričakuje, da bo doseglo višjo ROIC, kot je WACC. Da podjetje lahko podaljša čas trajanja tistih naložb, pri katerih obstaja pozitivna razlika med ROIC in WACC, mora vzdrževati svoje konkurenčne prednosti na trgu.
5. **Zmanjšanje stroškov lastniškega in dolgovanega kapitala**. Podjetje doseže zmanjšanje WACC z optimiranjem strukture dolgovanega in lastniškega kapitala. Različni viri vloženega kapitala lahko dajo različne stroške tega kapitala. Vsako podjetje mora poiskati takšno strukturo virov financiranja, da bo minimiziralo stroške financiranja, kar bo povečalo razpon ROIC in WACC in s tem EVA. Na zmanjšanje WACC ima največji vpliv finančna funkcija v podjetju.

EVA lahko izračunamo za katero koli mesto odgovornosti⁵⁰, za katero imamo razpoložljive podatke o ROIC, WACC in obsegu IC, pri čemer ni potrebno, da organizacijska enota kotira na borzi. Običajno takšno organizacijsko enoto imenujemo EVA enota (Young, 2000, str. 90). EVA enota je naložbeno mesto, kjer je izbrani kazalnik ocenjevanja uspešnosti poslovanja ekonomska dodana vrednost.

Da organizacijska enota postane EVA enota, morajo ravnatelji verjeti, da bodo s tem, ko prenesejo odločitve o dobičku in naložbah na EVA enoto, dosegli povečanje vrednosti podjetja. Če ravnatelji enot tega niso sposobni, bo edina EVA enota celotno podjetje. Če ima podjetje več EVA enot, je potrebno oceniti tudi vpliv transfernih cen in pa delitev skupnih stroškov med EVA enotami.

⁵⁰ V literaturi običajno zasledimo naslednja mesta odgovornosti:

1. Stroškovna mesta, nekateri jih imenujejo tudi servisna mesta. Poslovodstvo stroškovnega mesta mora skrbeti, da je storitev oziroma izdelek najučinkoviteje proizveden (to je z najnižjimi stroški).
2. Prihodkovna mesta so podenote, katerim so dodeljene pravice za trženje, prodajo in distribucijo. Poglavitna naloga poslovodstva je, da sprejema odločitve o prodaji in o tistih stroških, ki neposredno vplivajo na velikost prodaje ali prihodkov od prodaje (na primer stroški reklame, sejmi).
3. Dobičkovna mesta so relativno samostojne enote v podjetju. Med take enote spadajo običajno dislocirani obrati in trgovine. Dobičkovnim mestom so dodeljene pravice odločati o stroških, odhodkih in prihodkih. Med stroške ni mogoče všteti obresti in drugih stroškov in prihodkov od kapitala, saj poslovodstvo običajno ni odgovorno za naložbe. Razlika med obvladljivimi prihodki in obvladljivimi stroški je dobiček, ki ga je mogoče nadzirati. Slaba stran dobičkovnih mest je, da maksimiranje dobička dobičkovnega mesta še ne pomeni maksimizacijo dobička celotnega podjetja.
4. Naložbena mesta so dobičkovna mesta, ki imajo pravico do naložbenih izdatkov. Njihov uspeh se meri tudi skozi učinkovito naložbenje sredstev v proizvodnem procesu. Položaj naložbenega mesta imajo večje enote v podjetju ali kar celotna podjetja v sestavljenem podjetju.

5.1 Naloženi kapital

Vsako podjetje lahko vidimo kot portfelj poslovnih enot, trgov, proizvodov in storitev, kupcev, R&D projektov, objektov, opreme, poslovnih procesov, funkcij, dolgoročnih naložb, IT projektov in ljudi (Manganelli, 2003, str. 67).

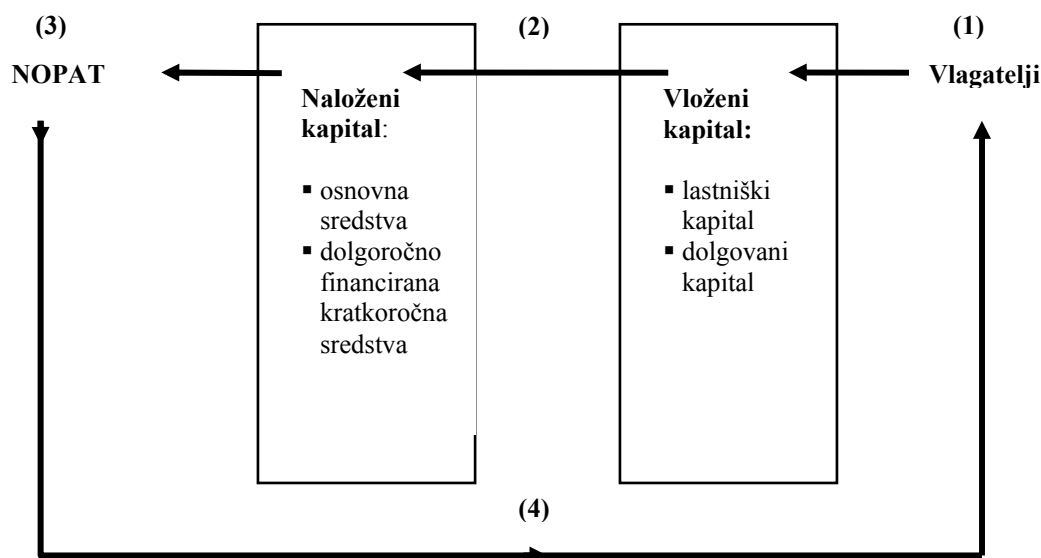
Podjetja se med seboj razlikujejo tudi po okolju, v katerem delujejo⁵¹. Zaradi navedenega imajo različna podjetja različno strukturo virov financiranja in različno strukturo sredstev v svoji bilanci stanja.

Povezavo med poslovno naloženimi sredstvi podjetja in njihovimi viri financiranja lahko prikažemo z naslednjim zaporedjem aktivnosti in sliko 5. (povzeto po Stewart, 1991, str. 94):

1. Finančna vloga lastnikov in posojilodajalcev v podjetje.
2. Naložbe ravnateljev v sredstva podjetja.
3. Sredstva omogočajo prihodke in povzročajo stroške, njuna razlika je NOPAT.
4. NOPAT se uporabi za poplačilo posojilodajalcev in lastnikov, preostanek pa se uporabi za ponovne naložbe v sredstva podjetja.

Praktični vidik ekvivalence je ta, da je finančna vloga lahko opredeljena tako z osnovnimi sredstvi in dolgoročno financiranimi kratkoročnimi sredstvi (poslovni vidik) kot z lastniškim in dolgovanim kapitalom (finančni vidik) (povzeto po De Wet, 2004, str. 147).⁵²

Slika 5: Povezava med vloženim in naloženim kapitalom.



Vir: Stewart, 1991, str. 94.

⁵¹ Porterjev diamant opredeljuje štiri determinante poslovnega okolja (Hočevar, 2003, str. 20–21):

- stanje na strani produkcijskih faktorjev,
- stanje na strani domačega povpraševanja,
- sorodne in podporne panoge,
- strategije podjetij, struktura in tržna konkurenca na domačem trgu in dve spremenljivki:
 - naključja in
 - vlade.

⁵² V magistrskem delu uporabljamo za poslovni vidik finančne vloge vlagateljev pojem naloženi kapital in za finančni vidik finančne vloge vlagateljev pojem vloženi kapital.

Vloženi kapital – v poslovnofinančnem pomenu: vsota lastniškega in dolgovanega kapitala (to je dolgoročni dolgovi skupaj z dolgoročnimi rezervacijami)(ang. capital employed - CE).

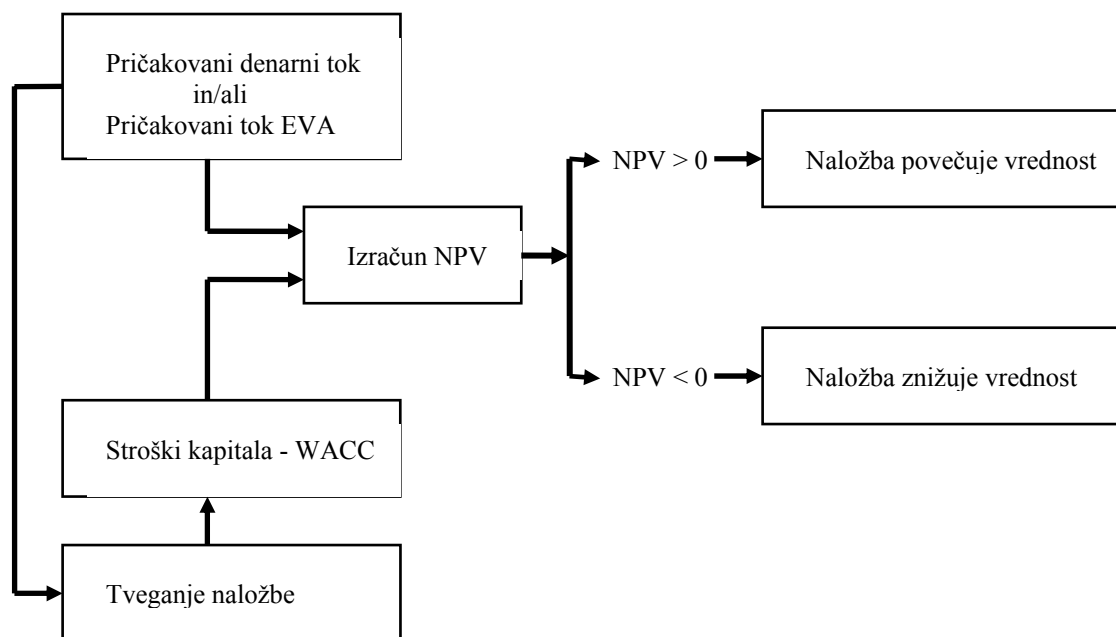
Osnovna sredstva – sredstva, od katerih je odvisna stvarna poslovna zmogljivost organizacije, ki imajo dobo koristnosti, daljšo od leta dni, in katerih delovanje skupaj z obratnimi sredstvi se izraža v poslovnih prihodkih; sestavljajo jih opredmetena osnovna sredstva in večji del neopredmetenih dolgoročnih sredstev (ang. fixed assets).

Dolgoročno financirana kratkoročna sredstva – kratkoročna sredstva, ki jih financirata lastniški in dolgovani kapital; razlika med celoto kapitala v poslovnofinančnem pomenu in dolgoročnimi sredstvi ali razlika med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi (ang. working capital).

5.1.1 Naložbe podjetja

Ena od najpomembnejših odločitev ravnateljev je odločitev o naložbah. Posledica naložbenja so stvarne naložbe in/ali finančne naložbe (v nadaljevanju govorimo samo o stvarnih naložbah⁵³). Sprejemljive so samo tiste naložbe, ki povečujejo tržno vrednost podjetja za lastnike. Običajno se za ocenjevanje naložb uporabi metoda čiste sedanje vrednosti⁵⁴ (ang. net present value – NPV). Naložba ustvarja vrednost za lastnike, kadar ima pozitivno NPV, kadar ima negativno NPV, vrednost znižuje (Hawawini, 2002, str. 198). Postopek izbire naložb je razviden iz slike 6.

Slika 6: Postopek pri izbiri naložb na osnovi NPV.



Vir: Prirejeno po Hawawini, 2002, str. 213.

⁵³ Razlogi zakaj smo se omejili samo na stvarne naložbe so natančneje navedeni v poglavju 6.11 Bilančne prilagoditve.

⁵⁴ Finančni analitiki kot naložbeni kriterij sprejemljivosti oziroma nesprejemljivosti naložbe, poleg NPV, uporabljajo tudi: metodo dobe vračila (ang. payback method), metodo dobe razobrestnega vračanja (ang. discounted payback method), računovodsko stopnjo donosa (ang. accounting rate of return), notranjo stopnjo donosa (ang. internal rate of return), popravljeno notranjo stopnjo donosa (ang. modified internal rate of return) in indeks donosnosti (ang. profitability index).

Ravnateljji morajo izbrati med naložbami tiste, ki bodo povečale tržno vrednost za lastnike. Najprimernejši način izbire med več naložbami je predračun naložb v dolgoročna sredstva (ang. optimal capital budget).

Kadar podjetje izbira med več naložbami mora v skladu z ekonomsko teorijo sprejeti tiste naložbe, pri katerih je pričakovana donosnost dodatne naložbe ($\Delta ROIC$) višja ali enaka mejnim stroškom vloženega kapitala⁵⁵ (ang. marginal cost of capital – MCC), ki jih bo ta naložba povzročila. Pri tem pa gre za sočasen proces, saj obsega dodatnih naložb (ΔIC) ne moremo določiti tako dolgo, dokler ne določimo višine stroškov novopridobljenega kapitala ($\Delta WACC$), in obratno. Naložbe se med seboj razlikujejo tudi glede na tveganje, merjeno skozi koeficient β ⁵⁶. Za povprečno tvegane naložbe je $\beta = 1$. Za bolj ali manj tvegane naložbe pa je koeficient β višji oziroma nižji, kar pa vse ponovno vpliva na dodatne stroške vloženega kapitala ($\Delta WACC$), saj podjetje običajno ne more zagotavljati novi (dodatni) lastniški in dolgovani kapital po enaki ceni (stroških) v nedolged.

Pri posamezni naložbi podjetja v projekt razlikujemo tri vrste tveganja⁵⁷ (Berk, 2002, str. 136):

1. Samostojno tveganje projekta (ang. project's own stand-alone total risk), kjer gledamo na projekt ločeno od ostalih projektov v podjetju, kot če bi bil edini projekt v podjetju. Merimo ga z variabilnostjo pričakovanih donosov projekta.
2. Tveganje projekta znotraj podjetja (ang. within-firm total risk), kjer gledamo na projekt v povezavi z ostalimi projekti v podjetju oziroma upoštevamo, da je projekt eden izmed mnogih v podjetju (razpršitev tveganja znotraj podjetja). Merimo ga glede na vpliv, ki ga ima projekt na variabilnost donosov celotnega podjetja.
3. Tržno tveganje projekta (ang. market, beta risk), kjer gledamo na projekt z vidika naložbenika, ki ima svoje premoženje zelo dobro razpršeno. Zanj je relevanten samo tisti del tveganja projekta, ki ga z razpršitvijo ne more odpraviti. Merimo ga glede na vpliv, ki ga ima projekt na razpršeno premoženje naložbenikov, pri čemer je mera tveganja koeficient β projekta.

Pri izboru med različnimi naložbami si ravnateljji pomagajo s krivuljo naložbenih možnosti (ang. investment opportunity schedule – IOS), ki prikazuje naložbene priložnosti podjetja, razvrščene po padajoči notranji stopnji donosnosti⁵⁸ (ang. internal rate of return – IRR) posamezne naložbe. Če v isti shemi prikažemo tudi krivuljo dodatnih stroškov vloženega kapitala ($\Delta WACC$), lahko ravnateljji odčitajo, katere naložbe podjetje lahko uresniči in katere ne sme, če želi povečati tržno vrednost podjetja za lastnike.

Sestavljeno podjetje⁵⁹ (prilagojeno po Brigham, 1995, str. 409–410) mora pri izboru dolgoročnih naložb upoštevati:

1. Izdelati plan vseh dolgoročnih naložb in izračunati dodatne stroške vloženega kapitala ($\Delta WACC$) obvladujočega podjetja za dodatne naložbe (ΔIC).

⁵⁵ Mejni stroški kapitala (marginal cost of capital – MCC) so stroški zadnje pridobljene denarne enote za financiranje dodatne dolgoročne naložbe. Izračunani so kot tehtano povprečje stroškov novopridobljenega kapitala ($\Delta WACC$).

⁵⁶ O izračunu koeficienta β obširneje pišemo v nadaljevanju tega poglavja.

⁵⁷ O poslovnem in finančnem tveganju bolj obširno pišemo v poglavju 5.3.1 Poslovno tveganje in 5.3.2 Finančno tveganje.

⁵⁸ Notranja stopnja donosnosti (ang. internal rate of return – IRR) je diskontna stopnja ali stopnja donosa, ki izenači sedanjo vrednost denarnih prejemkov od naložbe s sedanjo vrednostjo izdatkov, povezanih s to naložbo.

⁵⁹ S sestavljenim podjetjem je mišljeno obvladujoče (matično) podjetje, ki odloča o odvisnem/odvisnih podjetju/podjetjih.

2. Dodatni stroški vloženega kapitala ($\Delta WACC$) morajo biti prilagojeni navzgor ali navzdol za vsako odvisno podjetje (za vsako EVA enoto), da odražajo njeno strukturo kapitala in tveganje (prilagojeni so z β koeficientom odvisnega podjetja):

$$\beta \text{ odvisnega podjetja} \times \Delta WACC \text{ obvladujočega podjetja} = \Delta WACC \text{ odvisnega podjetja}$$

3. Naložbe znotraj odvisnega podjetja (EVA enot) morajo biti razdeljene v tri skupine – visoko tvegane, povprečno tvegane in nizko tvegane naložbe. Tem opredelitvam se prilagodijo β koeficienti posamezne naložbe, tako da dajo zmnožek:

$$\beta \text{ naložbe} \times \Delta WACC \text{ odvisnega podjetja} = \Delta WACC \text{ naložbe}$$

4. Na ta način dobi podjetje optimalni nabor medsebojno neodvisnih naložb s pozitivno NPV, izračunano na osnovi tveganju prilagojenih stroškov kapitala vloženega v naložbo, in nabor tistih medsebojno izključujočih naložb z višjo NPV, izračunano prav tako na osnovi tveganju prilagojenih stroškov kapitala vloženega v naložbo.

Navedeni postopek prisili ravnatelje, da razmišljajo previdno o tveganju posamezne EVA enote, o tveganju vsake naložbe⁶⁰ znotraj EVA enote posebej in s tem o višini vloženega kapitala ter njegovih stroških WACC. Postopek dejansko prisili podjetja, da prilagodijo svoje naložbe razmeram na trgu kapitala, kadar stroški posojil in kapitala rastejo, se to odraža tudi v WACC, ki se uporablja kot diskontna stopnja pri ocenjevanju sprejemljivosti oziroma nesprejemljivosti naložb.

5.2 Donosnost poslovno naloženega kapitala po davkih

Donosnost poslovno naloženega kapitala (ang. return on invested capital – ROIC) je dosežena donosnost kapitala, uporabljena v poslovnem procesu, in predstavlja razmerje med NOPAT in IC.

ROIC je kot merilo pomembna zato, ker potencialni vlagatelji lahko sami presodijo, kakšne rezultate dosegajo ravnatelji pri uporabi sredstev podjetja, ne glede na način financiranja teh sredstev. Vendar pa ta kazalnik ne smemo uporabljati samostojno, saj se pokažejo vse slabosti meril donosnosti⁶¹. Samo kadar je ROIC višja od WACC, potem podjetje ustvarja EVA.

Osnovna enačba za izračun ROIC je:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{poslovni prihodki}} \times \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{IC}}$$

pri čemer je: $\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1 - \text{davčna stopnja})$

⁶⁰ Finančna teorija pravi, da mora podjetje sprejeti (izvesti) vse naložbe s pozitivno NPV in da najprimernejši predračun naložb v dolgoročna sredstva sestoji iz naložb s pozitivno NPV. Pri tem pa se pojavita dva problema:

1. Naraščajoči stroški WACC, če mora podjetje pridobiti dodatne vire financiranja zunaj podjetja, kar lahko ima za posledico, da nekatere prej sprejemljive naložbe postanejo nesprejemljive (imajo negativno NPV).
2. Omejenost razpoložljivega kapitala za investicije (ang. capital rationing), ki je lahko posledica zavestnega omejevanja razpoložljivega kapitala s strani ravnateljstva ali pa s strani zunanjih finančnih institucij.

⁶¹ Slabosti meril donosnosti smo prikazali v poglavju 3 Merjenje uspešnosti podjetja.

Če vključimo v izračun še veljavno stopnjo obdavčitve, lahko zapišemo (Hawawini, 2002, str. 500):

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{poslovni prihodki}} \times \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{IC}} \times (1 - \text{veljavna stopnja obdavčitve})$$

$$= \text{dobičkovnost prihodkov} \times \text{koeficient obračanja} \times (1 - \text{veljavna stopnja obdavčitve})$$

- EBIT** – razlika med prihodki in odhodki brez vključenih obresti, ki pripadajo posojilodajalcem in kreditodajalcem (ang. earnings before interest and taxes).
- Poslovni prihodki** – prihodki od prodaje ter podobni prihodki, če se nanašajo na prodane količine in njih stroške (ang. operating revenues).
- Dobičkovnost prihodkov** – dobičkovnost prihodkov od prodaje (ang. operating profit margin).
- Koeficient obračanja** – koeficient obračanja poslovno vložnega kapitala (ang. capital turnover).
- Veljavna stopnja obdavčitve** – odstotno razmerje med končnim zneskom davka in osnovo za njegov obračun pred upoštevanjem davčnih olajšav; razlikuje se od zakonske stopnje obdavčitve (ang. effective rate of tax).

Dekompozicija ROIC pomaga razumeti, zakaj imajo nekatera podjetja visoko in druga nizko donosnost IC. Za podjetja je prav tako pomembno, da pri oblikovanju svoje strategije upoštevajo, kako povečujejo ROIC, ali z nizko dobičkovnostjo prihodkov in visokim koeficientom obračanja ali pa z visoko dobičkovnostjo prihodkov in nizkim koeficientom obračanja. Poslovodstvo lahko poveča ROIC s kombinacijo naslednjih dejavnosti:

1. Izboljša dobičkovnost prihodkov od prodaje⁶² s povečanjem dobička iz poslovanja na enoto prodaje.

⁶² Dobičkovnost prihodkov od prodaje je odvisna od proizvodjalnosti in gospodarnosti poslovanja.

Proizvajalnost je razmerje med poslovnimi učinki (izraz proizvodjalnosti) in količino oziroma vrednostjo oziroma številom proizvodnega dejavnika (merilo proizvodjalnosti), ki sodeluje pri proizvodnji poslovnih učinkov. Lahko jo imenujemo tudi tehnična (tehnološka) učinkovitost podjetja.

$$P_{PD} = \frac{Q}{PD}$$

P_{PD} - proizvodjalnost proizvodnega dejavnika

Q - poslovni učinki

PD - proizvodni dejavnik

Enačba prikazuje tako imenovano parcialno proizvodjalnost, ko primerjamo poslovne učinke s porabo enega proizvodnega dejavnika. Poznamo tudi tako imenovano totalno proizvodjalnost, ko primerjamo poslovne učinke s porabo vseh proizvodnih dejavnikov. Dejavnike, ki vplivajo na proizvodjalnost, lahko razdelimo v pet skupin:

- tehnično-tehnološki,
- organizacijski,
- človeški,
- naravni in
- družbeni.

Gospodarnost je razmerje med poslovnimi učinki (izraz gospodarnosti) in stroški uporabljenih proizvodnih dejavnikov (merilo gospodarnosti), ki sodelujejo pri proizvodnji poslovnih učinkov. Če imamo v imenovalcu vrednostno izražene vse tvorce (proizvodne dejavnike), ki nam omogočajo proizvesti poslovne učinke, kazalec kaže celotno (totalno) gospodarnost podjetja, v nasprotnem primeru pa govorimo o parcialni gospodarnosti proizvodnega dejavnika. Recipročen kazalec gospodarnosti pokaže, kakšni so povprečni stroški na enoto proizvoda.

2. Poveča koeficient obračanja poslovno vložnega kapitala (ang. capital turnover) s povečevanjem prodaje na enoto vložnega kapitala.
3. Zmanjša veljavno stopnjo obdavčenja z uveljavljanjem davčnih olajšav⁶³.

Dejavniki, ki vplivajo na ROIC, so bili ugotovljeni tudi z (raziskovalnim) programom Profit Impact of Market Strategy (PIMS), ki je vključeval več kot 3.000 strateških poslovnih enot (ang. strategic business units) v 500 kapitalskih družbah (Neuberg, 1991, str. 108–136; Johnson, 1993, str. 263–264 in str. 267–269; Hawawini, 2002, str. 169–172). Statistična analiza je identificirala 30 dejavnikov, ki lahko skupaj pojasnijo 80 % variabilnosti ROIC, vendar pa trije dejavniki med njimi posebej izstopajo:

- tržni delež, ki ga ima strateška poslovna enota na nekem trgu,
- kvaliteta izdelkov in storitev, ki jih strateška poslovna enota zagotavlja svojim kupcem in
- struktura sredstev in njeni stroški.

$$E = \frac{Q}{C} \text{ in } \frac{1}{E} = \frac{C}{Q}$$

E - gospodarnost

Q - poslovni učinki

C - stroški proizvodnih dejavnikov

Običajno za potrebe podjetja, ki ima heterogeno proizvodnjo, uporabimo obrazec:

$$E = \frac{\text{prihodki}}{\text{odhodki}} \text{ ali } \frac{\text{vrednost proizvodnje}}{\text{stroški}}$$

Dejavniki gospodarnosti so:

- dejavniki, ki vplivajo na proizvodjalnost,
- proizvodni program podjetja (količine, struktura in prodajne cene),
- razmerje med proizvodnimi dejavniki (tehnologija),
- nabavne cene proizvodnih dejavnikov,
- potroški proizvodnih dejavnikov (količine).

Proizvodjalnost in gospodarnost se običajno gibljeta v isti smeri (ni pa nujno). Povezava med proizvodjalnostjo in gospodarnostjo:

$$E = \frac{Q}{C} = \frac{Q \times PD}{PD \times C} = \frac{(Q / PD)}{(C / PD)} = P_{PD} / (C / PD)$$

Iz enačbe je razvidno, da se bo gospodarnost povečala, če se bo ob danih stroških na proizvodni dejavnik povečala proizvodjalnost proizvodnega dejavnika, ali če se bodo ob dani proizvodjalnosti proizvodnega dejavnika zmanjšali stroški na proizvodni dejavnik.

Povezava med dobičkovnostjo prihodkov in gospodarnostjo poslovanja:

$$\frac{D_o}{P} = \frac{P - O}{P} = 1 - \frac{O}{P} = 1 - \frac{1}{E}$$

D_o - dobiček

P - prihodki

O - odhodki

Iz enačbe je razvidno, da je delež dobička v prihodkih tem večji, čim večja je gospodarnost poslovanja. Dobičkovnost prihodkov je posredno odvisna tudi od proizvodjalnosti proizvodnih dejavnikov. Dejavniki dobičkovnosti prihodkov so:

- dejavniki, ki vplivajo na proizvodjalnost
- dejavniki, ki vplivajo na gospodarnost

⁶³ O davčnih olajšavah obširneje pišemo v poglavju 6 Prilaganje računovodskih podatkov.

Prva dva dejavnika lahko prištevamo h "konkurenčnemu položaju" in tretjega k "tržni strukturi" (Neuberg, 1991, str. 108). Višji tržni delež in visoka kvaliteta proizvodov in storitev v povprečju dvigujeta, medtem ko visoke naložbe in stalni stroški v povprečju znižujejo ROIC.

Podjetja, ki imajo visok **tržni delež**, izkoriščajo vpliv ekonomije obsega izdelkov⁶⁴ in krivulje učenja⁶⁵, kar vse znižuje stalne in spremenljive stroške. Prav tako je za mnoge kupce garancija in varnost za opravljen nakup, saj bodo kupci raje kupovali izdelke od vodilnega proizvajalca na tržišču. Velika podjetja lahko sama diktirajo prodajne cene (in ni nujno, da so te najvišje), prav tako pa lahko svojo nakupno moč (nabavna količina) izkoristijo pri svojih dobaviteljih (nabavna cena in ostali nabavni pogoji).

Kvaliteto proizvodov je potrebno gledati tako z vidika kupca kot z vidika proizvodnega procesa:

- Podjetja, ki proizvajajo proizvode in storitve visoke kvalitete, kar jim priznavajo tudi kupci, v povprečju dosežejo višjo ROIC. Ta je predvsem posledica višjih cen, ki jih lahko zaračunajo svojim kupcem, saj jim dosežena kvaliteta omogoča diferenciacijo, glede na tekmece. S tem se podjetja tudi izognejo cenovnim vojnám in dosežejo večji tržni delež, ki jim omogoča doseči ekonomijo obsega in vpliv krivulje učenja.
- Kvaliteta z vidika proizvodnega procesa pomeni skladnost proizvoda in storitve s proizvodnimi specifikacijami in s tem znižanje internih in eksternih stroškov za kvaliteto ter nižje stroške za garancijo. Ker pa zagotavljanje visoke kvalitete zahteva natančno opredelitev tehnološkega postopka ter njegovo spoštovanje v vseh fazah, so podjetja običajno zaradi tega tudi bolj produktivna, kar dodatno znižuje stroške podjetja.

Podjetja, ki imajo nizek koeficient obračanja svojih sredstev, imajo v povprečju tudi nižjo ROIC, saj je ROIC enaka zmnožku dobičkovnosti prihodkov in koeficienta obračanja. Običajno so to podjetja, ki zahtevajo visoke **naložbe v sredstva**, niso pa sposobna doseči dovolj visoke dobičkovnosti prihodkov od prodaje, ki bi nadomestila njihov nizek koeficient obračanja in tako ustvarila dovolj visoko ROIC. Vzrok za nizko dobičkovnost prihodkov je po eni izmed razlag potrebno iskati v tem, da so podjetja, ki imajo visoke naložbe v sredstva, manj prilagodljiva in s tem bolj izpostavljena cenovnim vojnám, ki znižujejo dobiček. Podjetja, zato da bi ohranila visoko izkoriščenost kapacitet, zaradi visokih stalnih stroškov znižujejo svoje prodajne cene. Takšno obnašanje je značilno za podjetja v bazni kemiji, ladjedelništvu, rafinerijah, letalstvu in podobno.

⁶⁴ Ekonomija obsega, ki se kaže v padanju dolgoročnih povprečnih stroškov, lahko nastopi zaradi različnih razlogov:

- Zaradi večanja proizvodnje pride do večje specializacije v proizvodnji, saj lahko procese razdelimo in dodelimo v izvajanje specialistom, ki so bolj usposobljeni in bolj produktivni, kar ima za posledico nižje stroške dela.
- Stalni stroški na enoto zmogljivosti so običajno pri obratih z večjimi proizvodnimi zmogljivostmi nižji kot pri obratih z manjšimi zmogljivostmi.
- Podjetja lahko zaradi večanja proizvodnje in nabave proizvodnih dejavnikov dosežejo zmanjšanje nabavne cene le-teh pri dobaviteljih.

Ekonomija obsega ima tudi svojo mejo, po kateri začno povprečni stroški ponovno naraščati zaradi vse kompleksnejše organizacijske strukture in številnih ravni poslovanja, ki so nastale v procesu večanja podjetja.

⁶⁵ Do učinka učenja prihaja zato, ker se s povečevanjem obsega proizvodnje povečuje proizvajalnost in učinkovitost proizvodnih dejavnikov. Zaposlenci se postopoma bolje seznanijo z novo tehnologijo ter naučijo specifičnih opravil in tako povečujejo svojo proizvajalnost. Poleg tega se sčasoma pojavijo inovacije in spremembe delovnih procesov, ki še bolj povečajo proizvajalnost dela in stroškovno učinkovitost (Prašnikar, 1998, str. 211–212).

5.3 Stroški lastniškega in dolgovanega kapitala

Dolgoročne naložbe, ki jih izvedemo danes, določajo tržno vrednost podjetja jutri. Zato da bi ravnatelj izvedli naložbe v nove proizvodne linije, novo opremo in druga sredstva, morajo poznati (poleg ostalih spremenljivk) tudi stroške, povezane s pridobitvijo lastniškega in dolgovanega kapitala. Stroški lastniškega in dolgovanega kapitala predstavljajo ceno, ki jo mora podjetje plačati za vsak vir financiranja – posojilo, prednostne delnice, navadne delnice in zadržane dobičke. Če ravnatelj želi ohraniti oziroma povečati vrednost podjetja, morajo sprejeti samo takšne naložbe, katerih donosnost je enaka oziroma višja od stroškov lastniškega in dolgovanega kapitala. Samo na tak način ohranjajo oziroma povečujejo vrednost podjetja za lastnike. Zaradi tega postanejo stroški lastniškega in dolgovanega kapitala pomembni dejavnik v oblikovanju vrednosti podjetja. Finančni direktorji morajo voditi ustrezno politiko glede vrste in obsega financiranja. Cilj finančne politike je optimalna struktura kapitala, ki je ustrezna takšni kombinaciji lastniškega in dolgovanega kapitala, da minimizira stroške vloženega kapitala (WACC). Ker vpliva na odločitev o strukturi kapitala veliko dejavnikov in ker se razmere poslovanja v času nenehno spreminjajo, prihaja do odstopanja ciljne strukture kapitala od optimalne strukture kapitala podjetja⁶⁶.

5.3.1 Poslovno tveganje

Poslovno tveganje je verjetnost neuspeha ali izgube v zvezi s posamezno smerjo delovanja (Turk, 2002, str. 494). Z vidika strukture kapitala lahko rečemo, da je poslovno tveganje tisto tveganje, s katerim so soočeni ravnatelj, kadar podjetje uporablja kot vir financiranja svojih naložb samo lastniški kapital.

Ravnatelj so pri ocenjevanju pričakovanih ROIC soočeni z negotovostjo glede višine NOPAT in glede višine IC.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC} = \frac{EBIT(1-T)}{IC}$$

Poslovno tveganje je opredeljeno z negotovostjo prihodnjih ROIC in je odvisno od številnih dejavnikov⁶⁷. Merimo ga s standardnim odklonom δ_{ROIC} :

$$\delta_{ROIC} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (ROIC_i - \overline{ROIC})^2 P(ROIC_i)}$$

⁶⁶ Optimalna struktura kapitala je predvsem pojem, ki ga pri določenem naboru bolj ali manj verjetnih domnev opredeljuje poslovnofinančna teorija. Zaradi tega v praksi navadno običajno ni mogoče, da bi podjetja določila in zasledovala svojo optimalno kapitalno strukturo, temveč je bolj smiselno, da preučijo in določijo značilnosti tiste, ki bo uspešno podpirala oziroma omogočila doseganje zastavljenih ciljev poslovanja. Tako kapitalno strukturo imenujemo "primerna" (Debeljak, 2001, str. 12–13).

⁶⁷ Poslovno tveganje je odvisno od (Duhovnik, 1995, str. 136):

1. Spremenljivosti povpraševanja.
2. Spremenljivosti prodajne cene.
3. Spremenljivosti vhodnih stroškov.
4. Sposobnosti prilagoditi izhodne cene za spremembe vhodnih stroškov.
5. Sposobnosti razviti nove proizvode pravočasno in na stroškovno učinkovit način.
6. Izpostavljenosti tveganju poslovanja s tujino.
7. Obsega stalnih stroškov, poslovni vzvod.

Vsak od teh dejavnikov je določen z gospodarsko panogo, v kateri podjetje deluje, in je vsaj delno, če ne v celoti, obvladljiv s strani posloводства.

n	- število možnih stopenj donosa
ROIC _i	- i-ta možna stopnja donosa
\overline{ROIC}	- pričakovana stopnja donosa
P(ROIC _i)	- verjetnost i-te stopnje donosa

Ravnatelji morajo v čim večji meri obvladovati dejavnike, ki vplivajo na negotovost bodočih ROIC, saj edino tako lahko vplivajo na znižanje poslovnega tveganja in povečanje vrednosti podjetja.

V povezavi s poslovnim tveganjem lahko opredelimo stopnjo poslovnega vzvoda (ang. operating leverage). Stroške podjetja lahko opazujemo z vidika njihove odzivnosti glede na obseg proizvodnje. Govorimo o vplivu stalnih in spremenljivih stroškov na rezultat podjetja v odvisnosti od izkoriščenih kapacitet podjetja. Zaradi sprememb v prodaji, ki so posledica cikličnega nihanja oziroma zaradi drugih razlogov znotraj in zunaj podjetja, se spreminja obseg prodaje in z njo EBIT. V poslovni terminologiji visoka stopnja poslovnega vzvoda pomeni, ob predpostavki, da so ostali dejavniki konstantni, da relativno majhna sprememba v prodaji povzroči veliko spremembo v EBIT. Vzrok za takšno spremembo je višina stalnih stroškov podjetja (če podjetje nima stalnih stroškov, nima poslovnega vzvoda). Koeficient poslovnega vzvoda meri občutljivost EBIT v odvisnosti od sprememb v prodaji:

$$\text{Stopnja poslovnega vzvoda} = \frac{\% \text{ sprememba EBIT}}{\% \text{ sprememba prodaje}} = \frac{\frac{\Delta \text{ EBIT}}{\text{EBIT}}}{\frac{\Delta \text{ prodaja}}{\text{prodaja}}}$$

Višji kot je poslovni vzvod, večje je poslovno tveganje podjetja.

Podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo energije, s prenosom telekomunikacij, letalske družbe, bazična kemijska industrija, proizvodnja jekla zahtevajo visoke naložbe v stalna sredstva. Visoke stalne stroške imajo tudi podjetja, ki zaposlujejo visoko usposobljeno delovno silo, in podjetja z visokimi naložbami v razvoj, in sicer zaradi stroškov amortizacije teh naložb.

Ravnatelji morajo oceniti, če lahko povečajo vrednost podjetja s tem, da znižajo svoje stalne stroške in s tem poslovno tveganje, skozi outsourcing, partnerstvo in s pogodbenim delom, ki premakne del stalnih stroškov iz podjetja (s tem postanejo ti stroški za podjetje spremenljivi).

5.3.2 Finančno tveganje

Finančno tveganje nastane zaradi uporabe instrumentov financiranja vložnega kapitala podjetja, ki nosijo stalno pogodbeno obveznost plačila donosa (obresti), torej v prvi vrsti zaradi uporabe dolga (Berk, 2002, str. 156). Finančno tveganje je dodatno tveganje navadnih delničarjev zaradi načina financiranja podjetja.

Obresti in druge stalne pogodbene finančne obveznosti predstavljajo obveznost podjetja, ki jo le-ta mora pokriti, ne glede na doseženo poslovno uspešnost, zato finančne obveznosti dodatno povečujejo tveganje poslovanja podjetja.

Običajno sta ROA in ROE različna (razen kadar podjetje ne uporablja dolgovanega kapitala). To je posledica uporabe dolga za financiranje sredstev. Pravimo, da večji kot je delež financiranja z dolgom, višji je finančni vzvod.

Finančni vzvod (ang. financial leverage) predstavlja možnost podjetja, da z dodatnim zadolževanjem poveča čisti dobiček, kadar so obresti za dolgove manjše od donosa naložb v sredstva. Izraža se s koeficientom finančnega vzvoda (Turk, 2002, str. 126).

$$\text{Stopnja finančnega vzvoda} = \frac{\% \text{ sprememba EPS}}{\% \text{ sprememba EBIT}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - I}$$

Uporaba finančnega vzvoda sicer poveča donosnost lastniškega kapitala, ko gre podjetju dobro, vendar pa na račun povečanja tveganja lastniškega kapitala. Postavlja se vprašanje, ali povečana donosnost lastniškega kapitala odtehta njegovo povečano tveganje in seveda kolikšen je optimalen obseg uporabe dolga pri financiranju poslovanja. Če uporaba dolga povečuje vrednost podjetja, potem je smiselno uporabiti dolg vse do meje, kjer prične vrednost podjetja z naraščanjem deleža dolga v kapitalski strukturi podjetja padati.

5.3.3 Izračun WACC

V financah s pojmom kapital označujemo vse dolgoročne vire financiranja: navadni lastniški kapital, prednostni lastniški kapital, dolgoročne rezervacije, dolgoročni dolg in finančni zakup.

Kadar podjetje uporablja različne oblike virov financiranja, ki imajo različne cene, se strošek vloženega kapitala podjetja izračuna kot tehtano povprečje stroškov virov financiranja (ang. weighted average cost of capital – WACC). Enačba za izračun tehtanega povprečnega stroška virov financiranja je (Brigham, 2004, str. 310):

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

- w_d - delež dolga v celotnem kapitalu
- r_d - strošek dolga
- T - veljavna stopnja obdavčitve
- w_{ps} - delež prednostnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu
- r_{ps} - strošek prednostnega lastniškega kapitala
- w_{ce} - delež navadnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu
- r_s - strošek navadnega lastniškega kapitala

Pri izračunu povprečnega stroška virov financiranja je potrebno upoštevati vse tiste vire financiranja, ki so za podjetje strošek (na primer tudi finančni najem). Ponderji (w_d , w_{ps} in w_{ce}) se izračunavajo na osnovi tržnih vrednosti posameznih virov, in ne na osnovi njihovih knjigovodskih vrednosti⁶⁸. Ker podjetje strukturo virov v času spreminja, je potrebno pri izračunu tehtanega povprečnega stroška virov financiranja upoštevati dolgoročno ciljno strukturo (in s tem ponderje) kapitala (Hawawini, 2002, str. 330; Brigham, 2004, str. 311). Kakšni bodo povprečni stroški virov financiranja, je odvisno tudi od višine obrestnih mer v gospodarstvu, saj vplivajo na stroške dolga, od davčnih stopenj v gospodarstvu, saj vplivajo na izračun dejanskih stroškov dolga, in od tržne premije za tveganje (ang. market risk premium), od katere je odvisna cena uporabljenega lastniškega kapitala. Na omenjene dejavnike podjetje običajno nima vpliva, samo pa lahko vpliva na povprečne stroške kapitala s svojo politiko strukture kapitala, s politiko dividend in s politiko naložb.

⁶⁸ Tam, kjer tržnih vrednosti posameznih virov financiranja ni možno pridobiti, se lahko uporabijo tudi knjigovodske vrednosti, saj drugih ustrežnejših podatkov ni na razpolago.

5.3.4 Stroški dolgovanega kapitala

Pri stroških dolgovanega kapitala je potrebno ločiti stroške dolgoročnega in stroške kratkoročnega dolgovanega kapitala. Podjetja pridejo do dolgovanega kapitala z najetjem posojila (običajno pri banki, lahko pa tudi kje drugje) ali pa z izdajo obveznic oziroma drugih dolžniških vrednostnih papirjev.

S pojmom stroški dolga označujemo predvsem obresti, ki jih mora podjetje plačati, lahko pa strošek dolga vključuje tudi druge stroške, ki nastanejo na primer ob izdaji dolžniških vrednostnih papirjev ali ob zavarovanju dolga. Na višino obrestne mere vpliva tveganje posojilodajalca, da ne bo dobil vrnjene glavnice in plačanih obresti, ter čas zadolžitve. Dolgoročni zadolžitev je praviloma dražja kot kratkoročni, kar je posledica večje negotovosti v zvezi z daljšim rokom vračila. Poleg dejavnikov, ki so povezani s podjetjem in časom zadolžitve, pa na stroške dolga vplivajo tudi zunanji dejavniki, ki se večinoma odražajo v povpraševanju in ponudbi prihrankov na trgu kapitala. Pri izračunu obresti, ki jih podjetje plačuje za dolgove, je potrebno upoštevati, da so le-ti odbitna postavka od davčne osnove, zato jih je potrebno prilagoditi⁶⁹:

Obrestna mera po davkih = obrestna mera pred davki x (1 - veljavna stopnja obdavčitve)

Rezultat takšne prilagoditve so relativno nizki stroški dolga v primerjavi s stroški lastniškega kapitala, kar bi nas lahko zavedlo v razmišljanje, da bi bilo za podjetje ustrežnejše financirati čim večji del svojega poslovanja z dolgom. Vendar pa je potrebno upoštevati tudi, da bi višja zadolžitev pomenila znižanje zadolžitvene sposobnosti podjetja, kar dejansko pomeni višjo zahtevano obrestno mero za dodatna posojila ali celo nezmožnost najemanja novih posojil.

5.3.5 Stroški prednostnega lastniškega kapitala

Številna podjetja uporabljajo prednostne delnice kot vir financiranja. Z vidika tveganja so prednostne delnice bolj tvegane kot posojila in obveznice podjetja. Dividende od prednostnih delnic niso odbitna postavka od davčne osnove davka od dobička, zato podjetje nosi njihove polne stroške.

Prednostne delnice so lahko izdane z različnimi pravicami in omejitvami ter najpogosteje prinašajo dividende, ki so določene v znesku ali odstotku od nominalne vrednosti. Prednostne delnice s fiksno in kumulativno dividendo prinašajo imetnikom vsako leto enako dividendo. Če poslovni rezultat podjetja ne dovoljuje izplačila dividend, se neizplačane dividende kumulirajo in se v celoti izplačajo, ko to poslovni rezultat ponovno omogoča. Čeprav izplačevanje prednostnih dividend ni obvezno, jih podjetja običajno izplačajo zaradi naslednjih razlogov :

1. dokler podjetje ne izplača prednostnih dividend, ne more izplačati navadnih dividend,
2. podjetje bi težje pridobilo dodatne vire financiranja na kapitalskih trgih in
3. v določenih primerih lahko prednostni delničarji prevzamejo nadzor nad podjetjem.

⁶⁹ Razlog za uporabo obrestne mere po davkih, pri oceni stroškov dolgovanega kapitala, je v davčnih prihrankih (davčni ščit), ki so posledica tega, da so obresti strošek, ki znižuje davčno osnovo in s tem znesek davka od dobička, povečuje pa se skupni denarni tok investitorjem po davkih in s tem vrednost podjetja. Za podjetja z izgubo je davčna stopnja enaka nič. Stroški dolgovanega kapitala se v podjetju, ki ne plačuje davkov, ne znižajo.

Strošek prednostnega lastniškega kapitala, ki ga uporabimo v izračunu WACC, izračunamo, če ima podjetje že izdane prednostne delnice, za katere pozna tržno ceno in dividendo, ob upoštevanju stroškov izdaje, po formuli:

$$r_{ps} = \frac{\text{dividenda prednostne delnica}}{\text{tržna cena prednostne delnice - stroški izdaje nove prednostne delnice}}$$

5.3.6 Stroški lastniškega kapitala

Podjetje lahko poveča kapital na dva načina, direktno z izdajo novih delnic in indirektno z zadržanim dobičkom (Brigham, 2004, str. 300).

Izračun stroškov kapitala je bolj zapleten od izračuna stroškov dolga, saj so ti odvisni od pričakovanj lastnikov. Osnovno vodilo pri izračunu teh stroškov je, da naj bodo stroški kapitala enaki zahtevani stopnji donosa, ki jo delničarji pričakujejo od drugih možnih naložb⁷⁰, s primerljivim tveganjem (Mramor, 1993, str. 329).

Najpogosteje uporabljene metode, ki se uporabljajo pri oceni zahtevane stopnje donosa, so:

- Model določanja cen dolgoročnih naložb (ang. capital asset pricing model – CAPM)⁷¹.
- Metoda tržne zahtevane stopnje donosa.
- Metoda premije za tveganje.

Model CAPM

Model CAPM je bil razvit v 60. letih⁷². Njegovo osnovno sporočilo je, da naj bi bil naložbenik na učinkovitem trgu kapitala nagraden le za prevzemanje sistematičnega tveganja. Zahtevana donosnost delnic naj bi bila pozitivno odvisna od višine sistematičnega tveganja delnice, to je od višine njene bete. Enačba za izračun stroškov lastniškega kapitala s pomočjo modela CAPM:

$$r_s = r_{RF} + (r_M - r_{RF})\beta$$

- r_s - strošek navadnega lastniškega kapitala
- r_{RF} - pričakovana donosnost netvegane naložbe (ang. risk-free rate)
- r_M - zahtevana donosnost povprečno tvegane naložbe na trgu (ang. market rate of

⁷⁰ Če se podjetje odloči, da bo dobiček zadržalo, je v tem dejanju vsebovan oportunitetni strošek, saj bi lahko delničarji prejeti dobiček v obliki dividend vložili v druge naložbe (na primer delnice/obveznice drugih podjetij).

⁷¹ V nadaljevanju bomo podrobneje obravnavali le CAPM model kot najpogosteje uporabljen model pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala, drugi modeli so podrobneje obrazloženi v finančni literaturi (na primer Mramor, 1994; Duhovnik, 1995; Damodaran, 1996; Hawawini, 2002; Brigham, 2004).

⁷² Predpostavke modela CAPM so (Mramor, 1994, str. 100):

- Trg kapitala mora biti visoko konkurenčen, udeleženci pa morajo biti visoko usposobljeni in imeti dostop do vseh pomembnih informacij. Z drugimi besedami, trg kapitala mora biti učinkovit, kar pomeni, da so vse informacije dostopne in se v celoti odražajo v cenah naložb.
- Na trgu kapitala prevladujejo investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni in ki se obnašajo razumno, tako da vedno poskušajo maksimirati odnos na svoje naložbe ob danem tveganju.
- Trg kapitala deluje brez trenja, kar pomeni, da so dovoljene vse transakcije in da ni davkov in transakcijskih stroškov.
- Porazdelitev možnih donosov od naložb je normalna in standardni odklon predstavlja investitorjem mero za tveganje.
- Vsi investitorji imajo enako mnenje o verjetnosti porazdelitve bodočih pričakovanih donosnosti posameznih naložb.

- return)
- $(r_M - r_{RF})$ - tržna premija za tveganje (ang. market risk premium – RP_M)
- β - koeficient tveganosti posamezne naložbe oziroma delnice v primerjavi s povprečno (tržno) tvegano naložbo

Ocena donosnosti netvegane naložbe

V ekonomiji dejansko ne obstajajo naložbe brez tveganja. Rešitev tega problema, ki se je uveljavil v teoriji in praksi, je uporaba državnih vrednostnih papirjev, saj za njihovo izplačilo jamči država⁷³. Običajno se v ta namen uporabi donosnost dolgoročnih državnih obveznic, pri čemer je njihova izbira utemeljena z naslednjim (Brigham, 2004, str. 302):

- Navadne delnice so dolgoročni vrednostni papirji in tudi večina vlagateljev se običajno odloča za njihovo dolgoročno lastništvo. Logično je sklepati, da donosnost delnic vključuje dolgoročna inflacijska pričakovanja, podobna tistim, ki so zajeta v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic, in ne tista, ki so zajeta v kratkoročnih državnih vrednostnih papirjih.
- Volatilnost donosnosti kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev je višja kot pri dolgoročnih državnih obveznicah.
- V teoriji je bil model CAPM razvit zato, da izmeri zahtevano donosnost lastniškega kapitala za daljše časovno razdobje. Kadar se model uporabi zato, da izmeri stroške posamezne naložbe, je teoretično pravilno uporabiti celotno življenjsko dobo naložbe. Ker ima večina naložb dolgo življenjsko dobo, mora biti prav tako uporabljeno dolgo časovno obdobje v modelu CAPM.

Ocena tržne premije za tveganje

Premija za tveganje je ocenjena kot razlika med zahtevano donosnostjo povprečno tvegane naložbe na trgu r_M in pričakovano donosnostjo netvegane naložbe r_{RF} :

$$RP_M = r_M - r_{RF}$$

Tržna premija za tveganje je lahko ocenjena na osnovi zgodovinskih podatkov, tako imenovana zgodovinska premija za tveganje⁷⁴ (ang. historical risk premium), ali pričakovanih podatkov, tako imenovana pričakovana premija za tveganje (ang. forward-looking risk premium). Običajno so ti podatki na razpolago s strani različnih institucij, ki se ukvarjajo z analizo podatkov na borzi (npr. Ibbotson Associates).

Pri ugotavljanju zgodovinske tržne premije za tveganje je pomembno, da se uporabnik pravilno odloči o dolžini časovne vrste podatkov in pa načinu izračuna povprečja (aritmetično oziroma geometrično) donosnosti delnic in dolgoročnih državnih obveznic, ki so kotirale na borzi. Oboje vpliva na izračunan tržne premije. Prav tako mora imeti v mislih, pri uporabi zgodovinske tržne premije, da ni nujno, da se bo preteklost ponovila tudi v prihodnosti.

Alternativa zgodovinski tržni premiji je ocena pričakovane tržne premije. Izračunamo jo na osnovi diskontiranega denarnega toka pričakovanih dividend in stopnje rasti g le-teh. Pri tem izhajamo iz ravnotežja na trgu delnic, ki je doseženo takrat, ko je zahtevana stopnja donosa r_M enaka pričakovani \hat{r}_M , kar lahko ponazorimo z enačbo:

⁷³ Vir podatkov za donos netvegane naložbe je lahko U.S. Department of the Treasury: www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-managment/interest-rate/yield.html

⁷⁴ Viri za zgodovinsko RP_M so na primer: www.ibbotson.com; <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

$$\text{Zahtevana donosnost} = r_M = RP_M + r_{RF} = \frac{D_1}{P_0} + g = \hat{r}_M = \text{pričakovana donosnost}$$

Zahtevane podatke o D_1 , P_0 in g pridobimo od ustreznih institucij (npr. Yahoo!) in izračunamo zahtevano donosnost povprečno tvegane naložbe na trgu r_M ter iz nje premijo za tveganje RP_M .

Koeficient β

Po Mramorju (Mramor, 1993, str. 357) je koeficient β mera tveganja posamezne naložbe (delnice), ki pove, kako je gibanje donosnosti posamezne naložbe povezano z gibanjem donosnosti tržnega premoženja⁷⁵.

$$\beta_i = \frac{\text{COV}_{i,m}}{\sigma_m^2}$$

β_i - koeficient β posamezne delnice i
 $\text{COV}_{i,m}$ - kovarianca med možnimi donosnostmi naložbe i in tržnega premoženja m
 σ_m^2 - varianca donosnosti tržnega premoženja m

Koeficient β tržnega premoženja je **1**, ker je $\text{COV}_{i,m} = \sigma_m^2$. Če je β višja (nižja) od ena, pomeni, da je delnica bolj (manj) tvegana od tržnega premoženja, saj se ob spremembi donosnosti tržnega premoženja njena donosnost spremeni bolj (manj) kot donosnost povprečne delnice. Kadar pa je β enaka **1**, to pomeni, da se bo donosnost delnice gibala enako kot donosnost tržnega premoženja, njeno tveganje je torej enako tveganju povprečne delnice v tem premoženju. Tako opredeljeni koeficient β meri sistematično tveganje posamezne delnice⁷⁶. Donosnost, ki jo zahteva vlagatelj, je pozitivno odvisna od višine koeficienta β , saj vlagatelji tveganju običajno niso naklonjeni in se za nakup takšne delnice odločijo samo ob pričakovanem višjem donosu le-te.

Problem, ki se pojavi pri uporabi koeficienta β , je predvsem osnova za njegov izračun. Podatki, ki se običajno uporabijo pri izračunu, so zgodovinski. Vlagatelje pa zanima predvsem prihodnji koeficient β .

V praksi se izračunavajo tudi računovodske β (ang. accounting beta method/ fundamental betas). Te β se izračunavajo tako, da se izvede regresija sprememb v čistem dobičku podjetja na spremembe čistega dobička podjetij na trgu kapitala v določenem času (Kleindienst, 1999, str. 21).

Na nerazvitih trgih kapitala ustreznega, vsebinsko pravilnega koeficienta β skoraj ni mogoče izračunati. Poglavitni problem so vhodni podatki, ki so rezultat nelikvidnosti trga, vplivov na tržne cene in tako dalje ali pa niso na voljo za dovolj dolgo časovno obdobje. V ta namen si

⁷⁵ Tržno premoženje običajno dovolj dobro predstavlja borzni indeks (na primer Dow Jones Industrials, New York Stock Exchange Index).

⁷⁶ Celotno tveganje delnice je razdeljeno na sistematično tveganje (ang. systematic risk) in nesistematično tveganje (ang. unsystematic risk). Merimo ga s standardnim odklonom. Sistematično tveganje je odvisno od dejavnikov, na katere investitor ne more vplivat (na primer inflacija, sprememba zakonodaje). Merimo ga s koeficientom β . Ker tega tveganja ni mogoče odpraviti, je nagrajeno z višjo pričakovano stopnjo donosnosti. Nesistematično tveganje je odvisno od podjetja samega, od njegovih značilnosti (na primer proizvod, panoga, trgi, tehnologija). Ta del tveganja investitor lahko odpravi oziroma zmanjša z ustrežno diverzifikacijo svojega portfelja.

analitiki in vlagatelji pomagajo s koeficienti β^{77} tujih podjetij z razvitih trgov (na primer ameriških podjetij iz sorodnih gospodarskih panog), vendar jih vsebinsko prilagodijo konkretnemu podjetju. Ker se podjetja razlikujejo v strukturi virov financiranja, je treba koeficient β najprej prilagoditi za primer nezadolženosti. Pri tem si pomagamo s formulo Roberta Hamada (Hartman, 1999, str. 22):

$$\beta_N = \frac{\beta_Z}{1 + \frac{D \times (1 - T)}{K}}$$

- β_N - koeficient β nezadolženega podjetja
 β_Z - koeficient β zadolženega podjetja
 D - delež dolga podjetja v strukturi virov financiranja
 K - delež lastniškega kapitala v strukturi virov financiranja
 T - stopnja davka na dobiček podjetja

Vrednost koeficienta β_Z zadolženega ameriškega podjetja prilagodimo po Hamadovi formuli razmeram nezadolženosti (izračunamo β_N). Nato pa formulo preoblikujemo in uporabimo podatke o dolgu, kapitalu in davčni stopnji konkretnega slovenskega podjetja in izračunamo β_Z zadolženega slovenskega podjetja:

$$\beta_Z = \beta_N \left(1 + \frac{D \times (1 - T)}{K} \right)$$

V sestavljenem podjetju moramo poleg koeficienta β celotnega podjetja izračunati tudi koeficient β odvisnih podjetij (EVA enot) in koeficient β (večjih) že delujočih projektov. Pri njihovem izračunu lahko uporabimo dve metodi (povzeto po Brigham, 2004, str. 316–317):

1. Po metodi "pure play" (ang. pure play method) poskuša sestavljeno podjetje najti nekaj drugih podjetij s podobnim poslovanjem kot je njeno odvisno podjetje oziroma projekt. Povprečje njihovih β koeficientov uporabi za opredelitev stroškov kapitala svojega odvisnega podjetja oziroma projekta.
2. Po metodi računovodskega β koeficienta (ang. accounting beta method) podjetje ugotavlja β koeficient na podlagi regresije med stopnjo donosa sredstev podjetja in povprečno donosnostjo sredstev velikega vzorca podjetij v izbranem obdobju.

Razširjen model CAPM

Osnovni model CAPM lahko še razširimo z vključitvijo dodatnih vrst tveganj, ki jih uporabljeni podatki za koeficient β in tržno premijo za tveganje ne upoštevajo.

Formula za razširjen CAPM model:

$$r_s = r_{RF} + (r_M - r_{RF})\beta + r_A + r_B + r_C$$

Dodamo lahko tri vrste dodatnih tveganj (Hartman, 1999, str. 20–21):

- **Tveganje majhnega podjetja - r_A .** Pribitek za majhnost izhaja iz spoznanj raziskav, ki dokazujejo, da stopnja tveganja in temu ustrezen strošek kapitala naraščata z zmanjševanjem podjetja (vir podatkov za pribitek za majhnost podjetja je lahko Ibbotson Associates; ocenjuje se, da je ta pribitek za ameriška podjetja od 0,90 % do 6,3 %).

⁷⁷ Viri za koeficient β so na primer: www.ibbotson.com, www.valueline.com, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- **Tveganje v državi naložbe**⁷⁸ - r_B . To je tveganje, ki ga nosijo naložbe izven domače države (na primer razlastitev, ovire pri repatriaciji vloženega kapitala in dobičkov, davčne spremembe, administrativni posegi države na področje cen, plač ...).
- **Nesistematično tveganje** - r_C . Ne glede na to, da je bistvo CAPM modela predpostavka, da lahko vlagatelj z razpršitvijo svojih naložb nesistematično tveganje zmanjša oziroma odpravi, je v primeru, kadar vlagatelj tega tveganja ne more odpraviti z razpršitvijo svojega portfelja, potrebno to tveganje upoštevati v obliki dodatne premije za nesistematično tveganje. Primeri tega tveganja so:
 - Odvisnost podjetja od ene ali več ključnih oseb; če ti zaposleni zapustijo podjetje, se lahko poslovanje podjetja bistveno poslabša.
 - Odvisnost od enega proizvoda.
 - Odvisnost od enega kupca.

5.3.7 Ocena optimalne strukture vloženega kapitala

Ravnatelji morajo izbrati takšno strukturo kapitala, ki povečuje tržno vrednost podjetja za lastnike. Vrednost podjetja namreč narašča, če podjetje znižuje stroške financiranja. Spremembo stroškov financiranja ravnatelji dosežejo s spremembo strukture virov financiranja. S kombiniranjem deleža lastniškega in dolgovanega kapitala v celotnem kapitalu podjetja se spreminja njun strukturni delež (običajno v prid dolgovanega kapitala, ki je cenejši) ter njuni stroški (zahtevana stopnja donosa za lastnike in obresti za posojilodajalce oziroma kreditodajalce):

- stroški lastniškega kapitala naraščajo, ker se poslovnemu tveganju pridruži tudi dodatno finančno tveganje, kateremu so lastniki dodatno izpostavljeni,
- stroški dolgovanega kapitala pa naraščajo, ker se s povečanjem deleža dolga pri financiranju poslovanja podjetja povečuje finančno tveganje posojilodajalcev (verjetnost, da pogodbene obveznosti, obresti in glavnica, ne bodo poravnane).

Potrebno je izbrati takšno kombinacijo lastniškega in dolgovanega kapitala, ki uravnovesi koristi davčnega štita s stroški stečaja (stroške pravnega postopka, svetovalcev, reorganizacije in tako dalje) in s tem minimizira stroške vloženega kapitala (Young, 2000, str. 193).

Optimalna struktura vloženega kapitala naj bi bila tista⁷⁹, ki bi zagotavljala ravnotežje med tveganjem in donosom ter s tem kar najbolj zvišala ceno delnice pri obstoječih stroških celotnega kapitala (Duhovnik, 1995, str. 134). Da bi ravnatelji povečali vrednost lastniškega kapitala, morajo spreminjati strukturo vloženega kapitala. Po vsaki spremembi strukture

⁷⁸ Vir deželnega tveganja je lahko Institutional investor: www.institutionalinvestor.com/premium/rr/index.htm

⁷⁹ Dejansko na strukturo kapitala ne vpliva samo racionalna odločitev ravnateljev o spreminjanju deleža dolgovanega oziroma lastniškega kapitala zaradi koristi, ki izhajajo iz davčnega štita. Na strukturo kapitala vplivajo tudi drugi dejavniki (Duhovnik, 1995, str. 149–150):

1. Ustaljenost prodaje
2. Sestava sredstev
3. Poslovno tveganje
4. Stopnja rasti - g
5. Dobičkonosnost
6. Davki
7. Nadzor
8. Stališče vodstva
9. Stališče kreditorjev in agencij za razvrščanje obveznic
10. Tržne razmere
11. Finančna fleksibilnost

vloženega kapitala je potrebno oceniti vrednost lastniškega kapitala po naslednjem zaporedju (Brigham, 2004, str. 504):

1. oceniti obrestno mero dolgovanega kapitala,
2. oceniti stroške lastniškega kapitala,
3. oceniti tehtano povprečje stroškov vloženega kapitala (WACC),
4. oceniti prosti denarni tok in njegovo sedanjo vrednost, kar da ocenjeno vrednost podjetja,
5. zmanjšati dobljeno vrednost podjetja za dolg, kar da ocenjeno vrednost lastniškega kapitala, ki ga morajo ravnatelji maksimirati v procesu iskanja optimalne strukture vloženega kapitala podjetja.

6 PRILAGAJANJE RAČUNOVODSKIH PODATKOV

Da bi lahko izračunali EVA, moramo opredeliti IC, NOPAT in WACC. Za izračun IC in NOPAT uporabimo podatke iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida, ki pa jih moramo predhodno prilagoditi, da bi izločili računovodsko pogojene anomalije v računovodskih standardih in jih približali resničnemu ekonomskemu izidu. Hkrati želimo ugotavljanje uspešnosti poslovanja omejiti na poslovno dejavnost podjetja⁸⁰, saj slednja najbolje kaže sposobnost posloводства, da povečuje vrednost podjetja. Družba Stern & Stewart Co. predlaga več kot 160 potencialno potrebnih prilagoditev, čeprav se v praksi običajno uporablja od 10 do 15 prilagoditev. Pri odločanju o vrsti in številu prilagoditev Martin (Martin, 2000, str. 91) svetuje, da se prilagoditev izvede v naslednjih primerih:

1. Učinek prilagoditve mora biti opazen.
2. Na razpolago morajo biti vsi potrebni podatki po sprejemljivih stroških.
3. Prilagoditve morajo biti razumljive vsem uporabnikom EVA metode.
4. Prilagoditev ima pozitiven učinek na komuniciranje s trgom.
5. Prilagoditev je ponovljiva tudi pri drugih uporabnikih metode.

Posledica različnih možnih odločitev posloводства o vrsti in številu prilagoditev so različne izračunane EVA. Izbor števila prilagoditev temelji na odločitvi posameznega podjetja, čeprav nekateri avtorji predlagajo, da je za večino podjetij bolje, če ne prilagajajo podatkov in se osredotočijo le na ekonomski dobiček (neprilagojeno EVA).

Zaradi navedenega EVA ni nekaj enoznačno določljivega, ampak jo je potrebno obravnavati znotraj intervala dejansko izvedenih prilagoditev. Ehrbar (Ehrbar, 1998, str. 164–167) predlaga naslednjo osnovno razvrstitev EVA, in sicer glede na število izvedenih prilagoditev:

- Prvo stopnjo uvedbe koncepta EVA predstavlja **osnovna EVA** (ang. basic EVA), ki pri izračunu upošteva zgolj podatke, ki izhajajo iz računovodskih izkazov, brez kakršnih koli prilagoditev. Na tej stopnji se v podjetju začnejo zavedati stroškov financiranja, ki jih povzročajo viri financiranja.

⁸⁰ Da bi bilanco stanja čim bolj približali stanju sredstev, ki so pod neposrednim vplivom posloводства, je potrebno celotna sredstva podjetja razdeliti na dve kategoriji (Brigham, 2004, str. 334–335):

- Poslovno potrebna sredstva (ang. operating assets), ki so za uresničitev poslovnih nalog neizogibno potrebna. Ta sredstva so tista, s katerimi podjetje že razpolaga (ang. assets-in-place), in sredstva, ki bodo nastala v prihodnosti, saj podjetje v sedanosti razpolaga z znanjem, izkušnjami in drugimi viri, ki bodo omogočili nastanek teh sredstev (ang. growth options).
- Poslovno nepotrebna sredstva (ang. nonoperatin assets), ki niso potrebna za uresničitev poslovnih nalog. To so običajno sredstva nad potrebnim nivojem za normalno poslovanje podjetja in sredstva za nadaljnjo prodajo. Neposlovna sredstva obsegajo portfolio vrednostnih papirjev (ang. securities portfolio) nad denarnimi sredstvi, potrebnimi za financiranje poslovanja in finančne naložbe v druga podjetja (ang. investments).

- Drugo stopnjo predstavlja **razkrita EVA** (ang. disclosed EVA), kjer podjetje že izvede približno deset standardnih prilagoditev glede na objavljene računovodske izkaze. Ta stopnja naj bi, po izkušnjah svetovalcev podjetja Stern & Stewart Co., pojasnila približno 50 % sprememb v MVA. Razkrita EVA je za večino podjetij optimalna rešitev, saj ne povzroča tako visokih stroškov v primerjavi s koristmi, ki jih prinaša.
- Naslednjo različico, imenovano **prilagojena EVA** (ang. tailored EVA), dobimo tako, da izračun prilagodimo konkretnemu podjetju glede na njegovo osnovno dejavnost, organizacijsko strukturo, strategijo ter izbrano računovodsko politiko. Podjetju prilagojena EVA lahko pojasni od 60 % do 85 % sprememb v MVA. Podjetje izvede v tem primeru do petnajst prilagoditev računovodskih podatkov.
- Najvišja stopnja uvedbe koncepta EVA je **prava EVA** (ang. true EVA), ki sloni na teoretično pravilnem merjenju EVA in upošteva vse prilagoditve računovodskih izkazov.

V nadaljevanju so prikazane najpomembnejše prilagoditve, ki jih predlaga strokovna literatura s tega področja (Stewart, 1991, 112–117; Ehrbar, 1998, 167–177; Grant, 2001, str. 68–87; Young, 2000, str. 206–254). Pri posamezni prilagoditvi poskušamo prikazati tudi, kako je posamezni podatek, potreben za izračun IC, NOPAT in WACC, obravnavan v Slovenskih računovodskih standardih⁸¹.

6.1 Prilagoditev za stroške raziskav in razvoja

Ravnatelji razumejo stroške za raziskave in razvoj kot naložbe v prihodnje produkte in procese. Računovodski standardi pa 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 ta način se odpiše pomemben del premoženja, s katerim razpolaga in ustvarja podjetje prihodke v prihodnosti. Še posebej je ta problem opazen pri farmacevtskih podjetjih in visoko tehnoloških podjetjih, kjer so naložbe v raziskave in razvoj še posebej visoke. Prav tako imajo ti stroški 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 ravnatelji 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 ravnateljev, če so njihove nagrade odvisne od takšnega načina izračunavanja nagrad, ki se, v primeru upoštevanja stroškov za raziskave in razvoj, znižujejo. V tem primeru ravnatelji niso naklonjeni naložbam v raziskave in razvoj, s tem pa tudi znižujejo bodočo tržno vrednost podjetja.

Koncept EVA vključi stroške za raziskave in razvoj v sredstva bilance stanja. Obravnava jih kot dolgoročna sredstva, s katerimi upravlja podjetje, in jih zato lahko postopno amortizira in s tem obremeni poslovni izid več prihodnjih let. Pri tem je najpomembnejše vprašanje, kakšno amortizacijsko dobo bomo določili za amortizacijo naložb v raziskave in razvoj. Ehrbar (Ehrbar, 1998, str. 168) navaja, da raziskovalci na tem področju predlagajo amortizacijsko dobo vsaj tri do štiri leta za običajne naložbe v raziskave in razvoj ter osem let ali več za farmacevtska podjetja.

⁸¹ Slovenki računovodski standardi so izvorna združitev domače računovodske teorije z mednarodnimi zahtevami, zlasti mednarodnimi računovodskimi standardi in smernicami Evropske zveze (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 7).

Slovenski računovodski standardi (Slovenski računovodski standard 2) ločijo stroške raziskovanja in razvijanja. Stroški raziskovanja so stroški izvirnega in načrtovanega preiskovanja, ki se opravlja v upanju, da bo pripeljalo do novega znanstvenega ali strokovnega znanja in razumevanja. Stroški razvijanja so stroški prenašanja ugotovitev raziskovanja ali znanja v načrt ali projekt proizvodnje novih ali bistveno izboljšanih proizvodov ali storitev, preden se začne njihovo proizvodnje oziroma opravljanje za prodajo (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 38). Pod določenimi pogoji se lahko v skladu s slovenskimi računovodskimi standardi stroški razvijanja pripoznajo kot neopredmeteno dolgoročno sredstvo, medtem ko stroškov raziskovanja ni dopustno pripoznati kot sredstvo, ampak se takoj obravnavajo kot odhodki obračunskega obdobja (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 34).

6.2 Prilagoditev za stroške trženja in izobraževanja

Stroški oglaševanja in promocije za uveljavljanje novih blagovnih znamk in prodiranje na nove trge imajo pomemben vpliv v podjetjih, ki proizvajajo izdelke za široko porabo, ter v mladih, še neprepoznanih in hitrorastočih podjetjih. V skladu z računovodskimi standardi se ti stroški evidentirajo kot poslovni odhodki v obdobju, ko so nastali. Zato je lahko podjetje, ki ima veliko takšnih stroškov, z vidika vlagateljev zaznано kot manj uspešno, čeprav gre za naložbe, ki bodo prinesle donose v prihodnosti.

Podobno logiko kot pri stroških trženja lahko uporabimo tudi za stroške izobraževanja. Tudi stroški izobraževanja zaposlencev predstavljajo za podjetje naložbo, ki bo donose prinašala v prihodnosti.

Zmožnost za doseganje postavljenih finančnih ciljev, ciljev poslovanja s strankami in notranjih procesov je odvisna od sposobnosti učenja in rasti podjetja (Kaplan, 2000, str. 155).

Zaradi hitrih sprememb v okolju (spremenjene potrebe potrošnikov, razvoj znanja na nekem področju in tako dalje) morajo podjetja nenehno vlagati v trženje in izobraževanje, zato je običajno življenjska doba takšnih naložb krajša kot pri stroških raziskav in razvoja.

Glede na navedeno, koncept 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 in s tem obremeni poslovni izid več prihodnjih letih, v katerih se pričakujejo koristi v zvezi z njimi.

Stroški gospodarske propagande so opredeljeni kot neposredni stroški prodaje (poleg stroškov prevoza, natovarjanja, prekladanja in razkladanja, prevoznega zavarovanja in embalaže). Stroški pospeševanja prodaje (ang. sales promotion cost) pa so opredeljeni kot del posrednih stroškov prodajanja. Običajno obe postavki predstavljata odhodke v razdobju, ko so ti stroški dejansko nastali (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 122).

6.3 Prilagoditev za strateško pomembne naložbe

Strateške naložbe podjetja so tiste naložbe, 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 (na primer worldwideweb, e-commerce opportunities).

Zaradi daljšega časovnega razdobja, v katerem je strateška naložba izvedena, in nato še dodatnega časa, v katerem prične takšna naložba poslovati s polno zmogljivostjo in prinašati

dobiček, so ravnatelji nenaklonjeni takšnim naložbam (še posebej, če je njihova nagrada odvisna od dosežene EVA), ker dodatni stroški kapitala takšne naložbe znižujejo EVA vse do trenutka, ko postane naložba ustrezno donosna (to pa lahko traja kar nekaj let). Dodatni problem pri strateških naložbah je, da če se ignorira vpliv strateške naložbe na dobiček in EVA, potem ni garancije, da bi bili ravnatelji disciplinirani pri uporabi kapitala pri drugih tako imenovanih nestrategičnih naložbah. Prav tako bi lahko strateške naložbe postale odlagališče vseh neuspešnih naložb v podjetju (Stern, 2003, str. 205–208).

Da bi se izognili navedenemu, se za strateške naložbe predlaga, 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 (ang. suspension account) za spremljanje stroškov, povezanih z naložbo. Na ta 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 zbiramo vse stroške 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 prične obračunavati amortizacija in stroški financiranja te naložbe.

Na ta način se ravnatelje spodbuja, da razmišljajo dolgoročno in strateško ter da pri svojih odločitvah, tudi dolgoročno, preudarno ravnajo z lastniškim in dolgovanim kapitalom podjetja.

Po Slovenskih računovodskih standardih (Slovenski računovodski standard 1) opredmeteno osnovno sredstvo, ki izpolnjuje pogoje za pripoznanje, se ob začetnem pripoznanju ovrednoti po nabavni vrednosti. Sestavljajo jo njegova nakupna cena, uvozne in nevračljive nakupne dajatve ter stroški, ki jih je mogoče pripisati neposredno njegovi usposobitvi za nameravano uporabo, zlasti stroški dovoza in namestitve. Med nevračljive nakupne dajatve se vštevata tudi tisti davek na dodano vrednost, ki se ne povrne. Od nakupne cene se odštejejo vsi trgovinski in drugi popusti. Nabavno vrednost lahko sestavljajo tudi obresti od posojil za pridobitev opredmetenega osnovnega sredstva do njegove usposobitve za uporabo (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 25).

6.4 Prilagoditve stroškov za dolgoročne rezervacije

Računovodenje na podlagi poslovnih dogodkov (ang. accrual basis of accounting) zahteva od podjetij, da napravijo dolgoročne rezervacije za stroške, ki jih pričakujejo v prihodnosti kot posledico dogodkov ali odločitev v preteklosti.

Dolgoročne rezervacije se pogosto uporabljajo tudi za izravnavo nihanj poslovnih rezultatov, zato zagovorniki koncepta EVA predlagajo upoštevanje vpliva, povečanja oziroma zmanjšanja dolgoročnih rezervacij na denarni tok. Povečanje in zmanjšanje dolgoročnih rezervacij nima vpliva na trenutni (torej v obdobju, ko podjetje oblikuje dolgoročne rezervacije) denarni tok, ima pa vpliv na davčno osnovo in dobiček podjetja ter posredno na kapital podjetja, saj če podjetje ne bi oblikovalo dolgoročnih rezervacij, bi bil ostanek, po odbitku davka na dobiček, del lastniškega kapitala.

Argument, da se stroški rezervacije pripoznajo na denarni osnovi, je predvsem v tem, da so rezervacije lahko oblikovane subjektivno in so lahko izkoriščene s strani ravnateljev za prikrievanje dejanskih rezultatov (Young, 2000, str. 224), zato je potrebno:

- Če se v obračunskem razdobju dolgoročne rezervacije povečajo, je potrebno ta znesek (strošek), po davkih, prišteti k NOPAT oziroma

če se znesek že oblikovanih dolgoročnih rezervacij zniža, je potrebno ta znesek, po davkih, odšteti od NOPAT.

- Vrednost dolgoročnih rezervacij v bilanci stanja pa je potrebno prišteti k vložnemu kapitalu (opomba avtorja: na ta način se izravna aktiva in pasiva v bilanci stanja).

Po Slovenskih računovodskih standardih (Slovenski računovodski standard 10) se dolgoročne rezervacije oblikujejo za obveznosti, ki se bodo po predvidevanjih na podlagi obvezujočih preteklih dogodkov pojavile v obdobju, daljšem od leta dni, in katerih velikost je zanesljivo ocenjena. Obveznosti se nanašajo na pravne in fizične osebe, do katerih bo tedaj nastal dolg. Obravnavati jih je mogoče kot dolgove v širšem pomenu, ker se razlikujejo od kapitala kot obveznost do lastnikov. Dolgoročne rezervacije so lahko dolgoročne rezervacije na račun dolgoročno odloženih prihodkov ali dolgoročne rezervacije na račun dolgoročno vnaprej vračunanih stroškov oziroma odhodkov (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 88).

6.5 Prilagoditve za LIFO prihranek

Z LIFO prihrankom (ang. LIFO reserves) je mišljena razlika, ki se ustvari med vrednotenjem zalog po metodi LIFO in drugimi metodami vrednotenja zalog, v razmerah, ko je v gospodarstvu prisotna rast cen (inflacija). LIFO metoda ima pred drugimi metodami prednost, da izkazuje v tekočem obračunskem obdobju realnejše stroške in odhodke ter s tem poslovni izid. Prav tako so, zaradi navedenega, davki višji, kot bi bili (davčne ugodnosti), če bi podjetje uporabilo drugo metodo vrednotenja zalog. Slabost metode pa je lahko velika podcenjenost zalog v bilanci stanja, v primeru visoke inflacije.

Young (Young, 2000, str. 227) ugotavlja, da ima LIFO metoda dva vpliva na izračun EVA:

1. podcenjenost zalog posledično podcenjuje vrednost sredstev in s tem višino naloženega kapitala,
2. 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).

Zaradi navedenega, morajo podjetja pri izračunu EVA prilagoditi računovodske podatke, tako da podjetje ugotovi razliko med tekočimi cenami in starimi cenami zalog ter razliko prišteje k naložbam v zaloge podjetja. V izkazu poslovnega izida tekočega obračunskega obdobja pa mora podjetje dodatno upoštevati stroške, ki jih ugotovi kot razliko med vrednostjo zalog po tekočih cenah v dveh zaporednih obračunskih obdobjih. Dodatne stroške je potrebno odšteti od NOPAT.

Zgled 1: Prikaz prilagoditve za LIFO prihranek.

	v mio \$	
	1996	1995
Vrednost zalog po metodi LIFO	739	755
+ prilagoditev zalog za LIFO prihranek	45	67
Zaloge po tekočih cenah	784	822

Ker podjetje uporablja metodo LIFO za vrednotenje svojih zalog, so le-te vredne 739 mio \$ v letu 1996 oziroma 755 mio \$ v letu 1995. Zaloge so iz leta 1995 v letu 1996 padle za 22 mio \$, če jih vrednotimo po LIFO metodi. Na osnovi navedenega moramo izvesti naslednje popravke v bilanci stanja oziroma uspeha:

NOPAT **znižanje za 22 mio \$**
IC **povišanje za 45 mio \$**

Zgled je povzet po Young (Young, 2000, str. 228).

Po Slovenskih računovodskih standardih (Slovenski računovodski standard 4) lahko podjetje za vrednotenje svojih zalog uporabi naslednje metode: metoda drsečih povprečnih cen, metoda tehtanih povprečnih cen, metoda zaporednih cen (FIFO), metoda obratnozaporenih cen (LIFO) in stalne (ocenjene, standardne) cene (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 50). Zaloge se zaradi okrepitev praviloma ne prevrednotujejo. Če uporablja podjetje namesto metode zaporednih cen (FIFO) kako drugo metodo, lahko sklene ob koncu leta ovrednotiti končno stanje zalog tako, kot bi uporabljalo zaporedne cene (FIFO). Takšno prevrednotenje poračuna s stroški materiala (pri zalogah surovin, materiala, drobnega inventarja, embalaže) oziroma z odhodki (pri zalogah nedokončane proizvodnje in gotovih proizvodov ter pri blagu) (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 51).

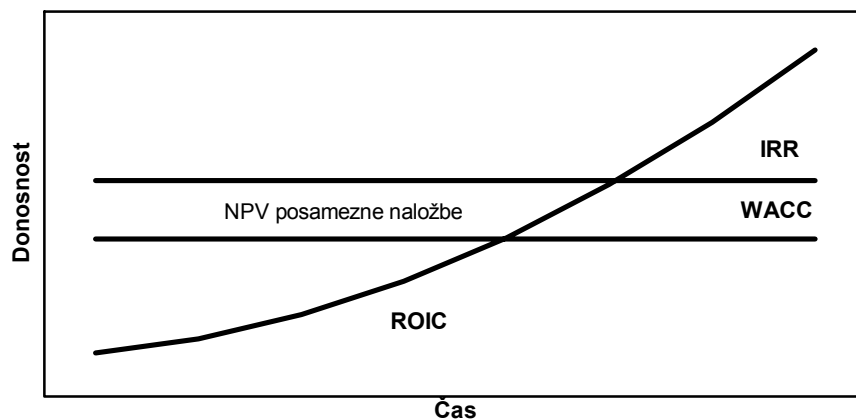
6.6 Amortizacija osnovnih sredstev

Amortizacija je vrednost amortizirljivih sredstev, ki se v posameznem obračunskem obdobju prenaša iz njih med stroške; ugotovi se kot zmnožek amortizacijske osnove in amortizacijske stopnje pri vsakem od njih (Turk, 2002, str. 17). Podjetje lahko amortizira osnovna sredstva časovno ali funkcionalno. Pod časovnim amortiziranjem razumemo obračunavanje amortizacije glede na čas trajanja uporabe osnovnega sredstva, pod funkcionalnim amortiziranjem osnovnega sredstva pa obračunavanje amortizacije glede na njegovo dejansko uporabo. Pri časovnem amortiziranju ločimo:

- enakomerno (linearno) časovno amortiziranje
- padajoče (degresivno) časovno amortiziranje
- rastoče (progresivno) časovno amortiziranje

Letni zneski amortizacije osnovnih sredstev kot odhodki poslovnega obdobja zmanjšujejo poslovni izid podjetja. Pri tem nastane problem pri izbiri amortizacijske metode. Večina podjetij uporablja enakomerno (linearno) časovno amortiziranje, ki po navadi dokaj dobro odseva dejansko zastarevanje sredstev. Slabost enakomerne časovne amortizacije se kaže v tem, da se vrednost naložb v osnovna sredstva postopno enakomerno znižuje, s tem pa se povečujeta ROIC in EVA, kar ima za posledico, da postanejo stara osnovna sredstva "zaželeni", saj so cenejša od novih. Slika 7. prikazuje naraščanje ROIC zaradi že amortiziranih osnovnih sredstev. To je še posebej izrazito pri opreми, ki ima dolgo življenjsko dobo. Zaradi tega ravnatelji nimajo spodbude za nakup novejših sodobnejših opreme, ker je stara oprema podcenjena.

Slika 7: Divergenca med računovodskimi merili in merili na osnovi denarnega toka.



Vir: Helfert, 2000, str. 413.

Ker amortizacija znižuje vrednost naložbe v osnovna sredstva na eni strani in ker naloženi kapital v naložbo na začetku obračunskega obdobja predstavlja osnovo za izračun stroškov financiranja na drugi strani, je možno preko anuitetnega izračuna amortizacije doseči, da je vsota letnega zneska amortizacije in stroškov financiranja med leti enaka, tako kot pri anuitetnem načinu odplačevanja posojila, s tem pa je konstantna tudi ROIC. Na ta način je amortizacija v prvih letih dobe koristnosti nižja (stroški financiranja v istem obračunskem obdobju pa višji) in skozi leta dobe koristnosti narašča (stroški financiranja pa padajo). Obračunano amortizacijo Grant (Grant, 2001, str. 81–87) imenuje ekonomska amortizacija. Takšen način obračunavanja amortizacije omogoča, da oprema z dolgo dobo koristnosti v prvih letih izgublja malo vrednosti, medtem ko začne kasneje zaradi zastarevanja hitro izgubljati svojo vrednost.

Zgled 2: Ocena ekonomske amortizacije naložbe.

		v \$				
leto		0	1	2	3	4
Vloženi kapital	posojilo	32.000	26.894	20.210	11.459	2
EBITD	anuiteta		15.000	15.000	15.000	15.000
IRR pred davkom	ekonomska obrestna mera	30,92				
EBIT	obresti		9.894	8.316	6.249	3.543
Amortizacija	glavnica		5.106	6.684	8.751	11.457

Podjetje je izvedlo naložbo v vrednosti 32.000 \$. Amortizacijska doba je 4 leta. Predviden denarni tok iz naložbe je konstanten 4 leta, in to v višini 15.000 \$. IRR naložbe pred davki je 30,92 % in izenači naložbo v višini 32.000 \$ in denarni tok iz te naložbe v višini 15.000 \$ ($PV(\text{naložbe}) = PV(\text{denarni tok naložbe})$). EBIT oziroma obresti za naloženi kapital izračunamo kot $IRR \times \text{naloženi kapital predhodnega obdobja}$. Dobljen znesek odštejemo od EBITD in dobimo ekonomsko amortizacijo.

Zgled je povzet po Grant (Grant, 2001, str. 83).

Po Slovenskih računovodskih standardih (Slovenski računovodski standard 10) se podjetje lahko samostojno odloči za a) metodo amortiziranja opredmetenih sredstev in neopredmetenih dolgoročnih sredstev; b) letne amortizacijske stopnje ter c) razporeditev letne amortizacije na posamezna obračunska obdobja (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 109).

6.7 Prilagoditev za poslovni najem

Ločimo dve vrsti najema, finančni in poslovni najem. Osnovna razlika med njima temelji na ugotavljanju, ali ostajajo tveganja, povezana z lastništvom predmeta najema pri najemodajalcu ali pa se 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 tudi izkazana v bilanci stanja najemnika, zato posebne prilagoditve z vidika izračuna EVA niso potrebne.

Za poslovni najem velja, da so stvari, ki so predmet najema, pri najemodajalcu izkazane le izvenbilančno. To ima za posledico, da je vrednost sredstev, izkazana v bilanci stanja, nižja kot bi bila v primeru lastništva teh sredstev. Takšno evidentiranje poslovnega najema je z vidika ekonomske poslovne uspešnosti neustrezno, saj se tovrstni najemi ne štejejo med sredstva, ki so uporabljena v poslovnem procesu. Prav tako De Wett (De Wett, 2004, str. 76) ugotavlja, da se zdi poslovni najem cenejši, če se kot strošek upošteva samo obrestna mera najema, kot pa bi bil, če bi se upošteval WACC, kot to velja za presojo ostalih naložb podjetja.

Ker je poslovni najem po svoji vsebini zelo podoben dolgoročnemu posojilu, pri ugotavljanju zneska, s katerim povečamo naložbo v osnovna sredstva, diskontiramo prihodnje zneske plačil najemnine z ustrežno diskontno stopnjo, da dobimo njegovo sedanjo vrednost. Ta znesek predstavlja osnovo za povečanje naloženega kapitala. Že plačane stroške najema je potrebno prišteti nazaj k NOPAT. Stroške virov financiranja poslovnega najema pa je potrebno upoštevati pri izračunu WACC.

Zgled 3: Prilagoditev za poslovni najem.

Operativni najem:

- 5-letni operativni najem, letno plačilo = 4 mio \$

Sedanja vrednost obveznosti iz plačil 5-letnega najema:

mio \$

Leto	Plačilo najemnin	Sedanja vrednost (PV)
1	4	3,74
2	4	3,49
3	4	3,27
4	4	3,05
5	4	2,85
	Skupaj	16,40

Obrestna mera na dolg pred davki = 7 %

Že vključene obresti za poslovni najem = $0,07 \times 16,4 \text{ mio } \$ = 1,13 \text{ mio } \$$

NOPAT **povišanje za 1,13 mio \$**

IC **povišanje za 16,40 mio \$**

Zgled je povzet po Grant (Grant, 2001, str. 74).

Po Slovenskih računovodskih standardih (Slovenski računovodski standard 1) so vsi najemi, ki niso finančni, poslovni. Najem nepremičnin (predvsem zemljišč in zgradb) se uvršča med poslovne in finančne najeme na enak način kot najemi drugih sredstev. Najemodajalec in najemnik v pogodbi jasno opredelita, za kakšno vrsto najema gre. Če je iz pogodbe razvidno, da gre za vrsto posla, opredeljeno v točkah od 9 a) do d) SRS 1.52, se šteje, da gre za finančni najem, kar mora biti zapisano v pogodbi. Posredni najem se praviloma šteje za finančni najem (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 31).

6.8 Stroški prestrukturiranja

Zagovorniki koncepta EVA trdijo, da morajo biti stroški, nastali s prestrukturiranjem⁸² podjetja, usredstveni. Njihov glavni argument je, da so stroški, povezani s prestrukturiranjem, potrebna naložba v sedanjosti za prihodnje uspešno poslovanje podjetja (Young, 2000, str. 252–253).

Računovodstvo nastale stroške s prestrukturiranjem obravnava v obdobju, v katerem nastanejo, zato jih je potrebno pri izračunu ekonomske vrednosti prišteti k NOPAT. Prav tako je potrebno napraviti prilagoditev v bilanci stanja, in sicer povečati naložbe v osnovna sredstva za znesek stroškov prestrukturiranja, saj so ti stroški vsebinsko naložba za prihodnje poslovanje.

6.9 Prilagoditev pri prevzemih

Dobro ime (ang. good will) se pojavi takrat, ko kupec pri nakupu⁸³ plača več, kot znaša v poslovnih knjigah izkazano čisto premoženje podjetja. Tu gre predvsem za vrednost patentov,

⁸² Stroški prestrukturiranja so običajno povezani z zamenjavo poslovodij, organizacijskimi spremembami in decentralizacijo, osredotočanjem na nove proizvode in trge, izboljšanjem trženja, zmanjšanjem sredstev, znižanjem stroškov, naložbami, prestrukturiranjem dolga in drugimi finančnimi strategijami.

licenc, blagovnih znamk, tehnološki know-how in tako dalje. Dobro ime lahko predstavlja tudi zaupanje kupcev v proizvajalčeve produkte in se največkrat nahaja v nematerializirani obliki.

Računovodski standardi zavezujejo podjetja, da morajo dobro ime amortizirati. Strošek amortizacije dobrega imena zmanjšuje ustvarjene dobičke v poslovnem letu. Podjetje Stern & Stewart Co. predlaga, da se pri izračunu EVA izdatki, nastali pri nakupu podjetja, za dobro ime ne amortizirajo, ampak se jih pojmuje kot sestavni del naložbe in se jih zato obdrži v sredstvih podjetja. Z ekonomskega vidika zmanjševanje dobrega imena kot posledice amortiziranja ni pravilno, saj gre za del kupljenega kapitala, za katerega delničarji pričakujejo, da bo trajno ustvarjal donos. V takšnem primeru, pri izračunu EVA, znesek amortizacije iz naslova dobrega imena prištejemo k NOPAT, znesek popravka vrednosti dobrega imena pa k naložbam v osnovna sredstva podjetja. Problem se pojavi, če imamo opraviti z dobrim imenom, katerega ekonomska vrednost se s časom vseeno zmanjšuje. V takšnem primeru pa je potrebno amortizacijo vseeno upoštevati.

Po Slovenskih računovodskih standardih (Slovenski računovodski standard 2) je naložba v dobro ime presežek nabavne vrednosti prevzetega podjetja nad določljivo pošteno vrednostjo pridobljenih sredstev, zmanjšano za njegove dolgove, če je tako podjetje prenehalo obstajati kot samostojna pravna oseba. Dobro ime se praviloma amortizira v petih letih, dobo koristnosti pa je mogoče z utemeljitvijo podaljšati za (največ) toliko, da doseže 20 let (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 33, 35).

6.10 Drugačno obravnavanje davkov iz dobička

Izračun davka od dobička izhaja iz računovodsko ugotovljenega dobička, ki upošteva vse davčne olajšave⁸⁴, ki jih je podjetje lahko v tekočem letu izkoristilo, in ne temelji na ekonomskem rezultatu uspešnosti. Zato je potrebno davek od dobička prilagoditi tako, da pri njegovem izračunu kot osnovo upoštevamo dobiček iz poslovanja po opravljenih prilagoditvah (prilagojen EBIT). Na tako popravljene izid iz poslovanja uporabimo veljavno stopnjo

⁸³ V svetu sta poznani dve metodi nakupa podjetja:

- nakupna metoda (ang. purchase accounting), kjer prevzemnik plača prevzeto podjetje po nabavni ceni in
- spajalna metoda (ang. pooling-of-interest acquisition), kjer ne pride do denarnega toka med podjetjema, ampak se nakup opravi z delnicami prevzemnika, bilanci stanj obeh podjetij pa se enostavno združita (v ZDA je ta metoda že odpravljena).

⁸⁴ Davčne olajšave (Ur. list št.14/2003):

- olajšava v višini 20 % investiranega zneska v opredmetena osnovna sredstva (razen v osebna motorna vozila) in neopredmetena dolgoročna sredstva;
- olajšava v višini 20 % investiranega zneska v opremo, razen pohištvo in pisarniško opremo brez računalniške opreme, in neopredmetena dolgoročna sredstva;
- olajšava za finančni najem, če je davčni zavezanec pridobil opredmeteno osnovno sredstvo po prejšnjih dveh alinejah;
- olajšava za oblikovane investicijske rezerve za naložbe v opredmetena osnovna sredstva (razen v osebna motorna vozila) in neopredmetena dolgoročna sredstva. Olajšava se prizna v višini oblikovanih rezerv, vendar največ v višini 10 % davčne osnove;
- davčna osnova se zniža za znesek, ki je enak 30 % izplačanih plač, za prvih 12 mesecev zaposlitve za osebe, ki jih je davčni zavezanec zaposlil za nedoločen čas oziroma za dve leti pripravnik, za tiste delavce, ki prvič sklepajo delovno razmerje, in delavce, ki so bili pred sklenitvijo delovnega razmerja najmanj šest mesecev prijavljeni pri službi za zaposlovanje. Znižanje davčne osnove se prizna v višini plač, vendar največ v višini davčne osnove;
- davčna osnova se zavezancu za davek, ki zaposluje invalide, zniža za znesek, ki je enak 50 % izplačanih plač invalidom. Tistemu davčnemu zavezancu, ki zaposluje invalide s 100 % telesno okvaro in gluhaneme osebe, pa za znesek, ki je enak 70 % izplačanih plač tem osebam. Znižanje davčne osnove se prizna v višini plač, vendar največ v višini davčne osnove.

obdavčitve⁸⁵ in izračunamo znesek davka. Dobljeni znesek davka odštejemo od prilagojene EBIT in dobimo prilagojeno NOPAT.

6.11 Bilančne prilagoditve

Za računovodske postavke, ki niso povezane s poslovno dejavnostjo podjetja, po navadi velja, da ne sodijo v EVA. Vsako podjetje je ustanovljeno zato, da opravlja svojo osnovno poslovno dejavnost. Ravnatelji morajo zaupani lastniški kapital oplajati v osnovni dejavnosti in po tem se tudi ocenjuje njihova uspešnost.

Kljub temu se zgodi, da poskušajo ravnatelji s transakcijami na drugih področjih (na primer s finančnimi naložbami) zamegliti sliko o uspešnosti poslovanja v osnovni poslovni dejavnosti. Pri tem so delničarji dodatno izpostavljeni drugim vrstam in obsegu tveganj, čeprav tega niso odobrili. Pri izračunu EVA je potrebno vrednost tovrstnih transakcij izločiti. Zaradi tega se ne upoštevajo prihodki iz financiranja, kamor spadajo na primer kapitalski dobički od prodaje vrednostnih papirjev, ki jih je podjetje kupilo z denarnimi presežki. Prav tako se ne upoštevajo odhodki financiranja, na primer obresti, saj so že upoštevane v tehtanem povprečnem strošku virov financiranja (WACC) in vsebinsko predstavljajo donos posojilodajalcev.

Tudi izredni prihodki in izredni odhodki pri dobičku iz poslovanja in posledično pri EVA se ne upoštevajo.

Obravnavanje dolgoročnih finančnih naložb je lahko obravnavano drugače, kadar gre za kapital, vložen v naložbe, s katerimi podjetje posredno opravlja svojo poslovno (osnovno) dejavnost. V takšnih primerih se dolgoročne finančne naložbe obravnavajo enako kot naložbe v osnovna sredstva in dolgoročno financirana kratkoročna sredstva, in morajo ustvariti minimalni donos v višini stroškov vloženega kapitala. V primerih, ko so dolgoročne finančne naložbe namenjene le finančnemu izidu (na primer lastništvo deleža podjetja, ki ne dopolnjuje poslovne dejavnosti obravnavanega podjetja), jih izločimo. Najpogostejše prilagoditve računovodskih podatkov, ki vplivajo na višino naloženega kapitala:

Tabela 6: Prilagoditve v bilanci stanja.

	Naloženi kapital
+/-	Bilančne postavke, ki niso povezane z osnovno dejavnostjo
=	Poslovno naloženi kapital ⁸⁶
+	Usredstveni stroški za raziskave in razvoj
+	Usredstveni stroški trženja in izobraževanja
+	Sprememba v dolgoročnih rezervacijah
+	LIFO prihranek
+	PV prihodnjih plačil za poslovni najem
+	Usredstveni stroški prestrukturiranja
+	Usredstveni stroški dobrega imena
=	Prilagojeni poslovno naloženi kapital

Vir: prilagojeno po Grant, 2001, str. 70.

⁸⁵ Veljavna stopnja obdavčitve (ang. effective rate of tax) je odstotno razmerje med končnim zneskom davka in osnovo za njegov obračun pred upoštevanjem davčnih olajšav, razlikuje se od zakonske stopnje obdavčitve.

⁸⁶ Poslovno naloženi kapital je mišljen kot kapital, ki ga je poslovodstvo naložilo v osnovno dejavnost podjetja.

Najpogostejše prilagoditve računovodskih podatkov, ki vplivajo na višino NOPAT:

Tabela 7: Prilagoditve v izkazu poslovnega uspeha.

	EBIT
+/-	Bilančne postavke, ki niso povezane z osnovno dejavnostjo
+	Usredstveni stroški za raziskave in razvoj
+	Usredstveni stroški trženja in izobraževanja
+/-	Sprememba v dolgoročnih rezervacijah
+/-	LIFO prihranek
+	Stroški obresti za poslovni najem
+	Usredstveni stroški prestrukturiranja
+	Usredstveni stroški dobrega imena
=	Prilagojeni EBIT
-	Davek izračunan na osnovi veljavne stopnje obdavčitve
=	Prilagojeni NOPAT

Vir: prilagojeno po Grant, 2001, str. 69.

7 GONILA VREDNOSTI PODJETJA

Cilj posloводства, ki želi povečati vrednost podjetja, je maksimirati ekonomski tok prihodnje EVA (Young, 2000, str. 269). Da pa bi ravnatelji lahko povečali tržno vrednost podjetja, morajo vedeti, katere spremenljivke povečujejo vrednost podjetja (ang. performance variable). Takšne spremenljivke imenujemo gonila vrednosti (ang. value drivers). Gonila vrednosti lahko z organizacijskega vidika razdelimo (Copeland, 1996, str. 107–108):

- na gonila vrednosti, ki so splošnega pomena za celotno podjetje
- na gonila vrednosti, ki so pod vplivom strateških poslovnih enot (opomba avtorja: mest odgovornosti)
- na gonila vrednosti, ki so pod vplivom neposrednih izvrševalcev

Z vsebinskega vidika lahko gonila vrednosti razdelimo⁸⁷ na finančna in nefinančna gonila⁸⁸. Pri čemer so gonila na najvišjem organizacijskem nivoju podjetja predvsem finančna in na najnižjem organizacijskem nivoju predvsem nefinančna. S časovnega vidika lahko govorimo o gonilih vrednosti, ki povečujejo EVA na kratek rok, in o tistih, ki povečujejo EVA na dolgi rok. Gonila vrednosti pomagajo ravnateljem spoznati razloge za njihove trenutne rezultate in kako se bo podjetje razvijalo v prihodnje.

K vsakemu gonilu vrednosti je potrebno poiskati ustrezno merilo, tako imenovano indikator rezultata (ang. key performance indicators). Včasih je meja med gonilom vrednosti in kazalcem rezultata tega gonila zabrisana in govorimo kar o kazalcih z zamikom (ang. lagging indicators) in vnaprejšnjih kazalcih (ang. leading indicators).

⁸⁷ Različni avtorji navajajo različne definicije in strukturo gonil vrednosti podjetja:

1. Grundy (Grundy, 2002, str. 8–9) opredeljuje gonilo vrednosti kot kar koli v zunanjem in notranjem okolju podjetja, kar direktno ali indirektno prispeva k povečanju denarnega toka podjetja. Gonila deli na gonila vrednosti in gonila stroškov. Nekatera gonila lahko uničujejo vrednost (ang. value destroyers).
2. Doyle (Doyle, 2000, str. 36–38) loči finančna gonila vrednosti (rast prodaje, dobiček iz poslovanja, investicije), na katera vplivajo tržna gonila vrednosti (tržno znanje, blagovne znamke, lojalnost kupcev, izbira trgov, konkurenčne prednosti), le-ta temeljijo na organizacijskih gonilih vrednosti (znanje, sposobnosti, motivacija, vodenje, sistemi in procesi).

⁸⁸ Finančna gonila v tem kontekstu niso mišljena kot gonila vrednosti, ugotovljena samo znotraj finančnega področja v podjetju, ampak kot gonila, ki jih lahko vrednostno izrazimo na podlagi denarne merske enote (finančno gonilo vrednosti v dobesednem pomenu besede bi lahko bili stroški vložnega kapitala (WACC)). Analogno velja za nefinančna gonila vrednosti.

Pri določitvi gonil vrednosti je potrebno upoštevati tri osnovna pravila (Coppeland, 2000, str. 97):

1. Gonilo vrednosti mora biti direktno povezano s povečanjem vrednosti za lastnike in ga je možno "razcepiti" na nižje nivoje podjetja. Na ta način se uskladijo različne organizacijske ravni v podjetju z enotnim ciljem. Poslovodstvo na vseh nivojih mora vedeti, kako njihove aktivnosti vplivajo na vrednost, in mora prilagoditi svoje cilje in merila temu enotnemu cilju (to je povečanju tržne vrednosti podjetja za lastnike).
2. Gonila vrednosti morajo biti postavljena in merjena tako s finančnega kot z nefinančnega vidika. Za podjetje ni dovolj, da si postavi drevo finančnih kazalnikov, ki imajo izhodišče v merilu vrednosti podjetja, temveč mora prestopiti iz finančnega vidika v poslovni vidik, saj poslovodje na nižji ravni sploh ne morejo vplivati direktno na finančna gonila.
3. Gonila vrednosti morajo imeti vpliv tako na dolgoročno rast podjetja kot na rezultate kratkoročnega poslovanja. Poslovodstvo mora znati poiskati tista gonila vrednosti, ki bodo povečala vrednost podjetja na dolgi rok, kot tudi tista, ki bodo povečala vrednost na kratki rok.

Podjetja pri iskanju gonil vrednosti običajno izhajajo iz obstoječih računovodskih in finančnih podatkov. Še posebej je popularna Du Pontova analiza, ki omogoča razčlenitev kazalcev donosa (ROI, RANA, ROA, ROCE, ROE) na posamezne sestavine. Pri tem pa se je potrebno zavedati, da so uporabljeni podatki zgodovinski in da ravnatelji lahko ugotavljajo na osnovi njih le vzroke za dosežene rezultate. Po Morinu (Morin, 2000, str. 247) moramo pri določanju gonil vrednosti izhajati iz strategije podjetja. Povezava med strategijo podjetja in vrednostjo podjetja pa so gonila vrednosti, kar je prikazano na sliki 8.

Slika 8: Povezava med ključnimi finančnimi gonili in strategijami podjetja.

Gonilo vrednosti	Smer delovanja	Strategija
Dobičkovnost prihodkov	Povečati povprečno prodajno ceno	<ul style="list-style-type: none"> Segmentacija trgov Oblikovanje cen izdelkov Pozicioniranje ponudbe Diferenciacija ponudbe
	Zmanjšati povprečne stroške	
Kratkoročne naložbe	Zmanjšati kratkoročne naložbe	<ul style="list-style-type: none"> Obvladovanje zalog Obvladovanje transporta Skrajšanje plačilnih rokov kupcem Izboljšanje gospodarjenja z denarjem
Osnovna sredstva	Zmanjšati osnovna sredstva	<ul style="list-style-type: none"> Zunanje pridobivanje polizdelkov oziroma storitev (ang. outsourcing) Povečanje proizvodnosti Podelitev licenc (ang. licensing) Podelitev franšiz (ang. franchising) Tehnološke inovacije
Stroški kapitala	Povečati finančni vzvod	<ul style="list-style-type: none"> Podaljšanje plačilnih rokov dobaviteljem Sprememba strukture financiranja
	Zmanjšanje lastniškega kapitala	

Vir: Morin, 2000, str. 255.

Vendar pa finančna gonila ne morejo sama v celoti pojasniti povečanje oziroma zmanjšanje vrednosti podjetja⁸⁹. Še posebej ne v podjetjih tako imenovane nove ekonomije. Pri nekaterih podjetjih (na primer Yahoo) je vrednost podjetja celo 90 % odvisna od sedanje vrednosti pričakovane EVA v prihodnosti⁹⁰ (Young, 2000, str. 285). V takšnih podjetjih so nefinančna gonila vrednosti še posebej pomembna. Vrednost takšnega podjetja ustvarja trenutna uspešnost poslovanja ter današnji razvoj usposobljenosti in krepitev konkurenčnega položaja, s čimer se bo ustvarjala vrednost podjetja v prihodnosti. Ravno nefinančni kazalniki lahko kažejo bodočo usposobljenost in konkurenčni položaj podjetja. Različni avtorji navajajo različna nefinančna gonila vrednosti in njihove kazalnike, vendar pa se najpogosteje v literaturi navajajo naslednji (Kaplan, 2000, str. 57–155):

- Zadovoljstvo kupcev
- Kvaliteta proizvodov in storitev
- Zadovoljstvo zaposlencev

⁸⁹ Zaradi razvoja tehnologije in vpeljave proizvodnje brez zalog, večje pozornosti, namenjene kakovosti proizvodnje, krajšega življenjskega ciklusa proizvodov, računalniško podprtega vodenja proizvodnje, razvoja informacijske tehnologije in drugega se je proizvodni proces v mnogih podjetjih drastično spremenil. Podjetja so ugotovila, da morajo, če želijo uspešno tekmovati, proizvajati inovativne, zelo kakovostne proizvode z razmeroma majhnimi stroški in imeti prvovrstne servisne storitve. Vse to pa zahteva dodatne informacije za odločanje.

⁹⁰ **Večobdobna EVA:**

Vrednost podjetja = Vloženi kapital + PV trenutnih EVA + PV pričakovanih EVA

- Proizvajalnost
- Tržni delež
- Varnost zaposlencev
- Izboljševanje tehnoloških postopkov
- Razvoj novih proizvodov
- Inovacije
- Izobraževanje zaposlencev

Modelov, ki povezujejo strategijo podjetja in povečanje vrednosti podjetja preko gonil vrednosti, je veliko, v zadnjem času pa sta najbolj poznana dva pristopa: Razporejanje stroškov na stroškovne nosilce na podlagi aktivnosti ali procesov (ang. activity based costing – ABC) in Uravnotežen sistem kazalnikov (ang. balanced scorecard).

Metoda ABC omogoča ravnateljem, da ugotovijo stroške vsakega proizvoda, storitve ali kupca s pomočjo analize aktivnosti, ki so potrebne za njegovo proizvodnjo proizvoda ali storitve za kupca. Bistvena značilnost metode ABC je v tem, da posredne stroške (ki postajajo v strukturi celotnih stroškov podjetja vse večji) razporeja na proizvode, storitve ali kupce na osnovi aktivnosti, ki so potrebne za njihovo proizvodnjo oziroma za zadovoljitev kupca. Tradicionalne metode razporejanja posrednih stroškov razporejajo te stroške na osnovi neposrednih ur ali neposrednih stroškov dela ali vseh neposrednih stroškov ali obsega proizvodnje, izražene v merski enoti. Takšni tradicionalni ključni delitve splošnih stroškov pa lahko v določenih pogojih povzročijo napačno določitev stroškovne cene proizvoda (in posledično prodajne cene ...). Če razdelimo splošne stroške podjetja na stroškovne nosilce na osnovi aktivnosti, ki so potrebne za ta proizvod, storitev ali kupca, pa se tej napaki izognemo. V razviti obliki metode ABC se na ta način delijo tudi stroški kapitala, ki so potrebni za proizvodnjo proizvoda ali storitve. Ravnatelji se morajo osredotočiti tako na stroške kot kapital. Vendar pa ABC metoda sama zagotavlja premalo informacij za ravnatelje, da bi ti lahko, samo na osnovi te metode, povečevali vrednost za lastnike.

Metoda Uravnoteženega sistema kazalnikov je bila oblikovana s strani Robert Kaplana, zato da bi vizijo in strategijo podjetja pretvorila v cilje, ki jih ravnatelji lahko merijo. Uravnotežen sistem kazalnikov je razdeljen na štiri ločene vidike – finančni vidik, vidik poslovanja s strankami, vidik notranjih poslovnih procesov ter vidik učenja in rasti. Vsak vidik poslovanja ima običajno dva do pet kazalnikov. Kar loči uravnotežen sistem kazalnikov od običajnega načina merjenja uspešnosti podjetja je to, da kazalniki po posameznih vidikih poslovanja izhajajo iz strategije podjetja, in zato raje govorimo o sistemu poslovanja, in ne o sistemu merjenja. Pridevnik uravnotežen pa izhaja iz tega, ker takšen sistem poskuša uravnotežiti kratkoročne in dolgoročne cilje, finančne in nefinančne cilje, kazalnike z zamikom in vnaprejšnje kazalnike ter notranje in zunanje vidike uspešnosti. Vendar pa poslovodstvo potrebuje, med množico ciljev, en cilj, ki prevladuje nad vsemi cilji po posameznih področjih in ki predstavlja sintezo uspešnosti izvajanja sprejete strategije podjetja. Takšen kazalec pa je lahko EVA.

8 PODROČJA IN NAMEN UPORABE EVA

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

Proces uvajanja modela ekonomske dodane vrednosti je proces spreminjanja podjetja, ki praviloma zajema tele korake (Ehrbar, 1998, str. 127; Bolčič, 1999b, str. 52):

- Podpora posloводства podjetja je prvi pogoj za uspešno uvajanje modela v podjetje, saj ga mora posloводство najprej dobro spoznati in razumeti, da lahko njegovo uporabo in koristnost prepričljivo predstavi tudi drugim.
- Ugotavljanje gonil vrednosti poteka na podlagi analize poslovanja podjetja, katere namen je ugotoviti tiste dejavnike v podjetju, ki omogočajo ustvarjanje vrednosti.
- Izobraževanje in usposabljanje zaposlencev sta bistvena za uspešno uporabo modela ekonomske dodane vrednosti. Pri tem je treba upoštevati, da sta izobraževanje in usposabljanje zaposlencev navadno dolgotrajna in draga procesa, zato je priporočljivo, da se prvo izpelje predvsem za zaposlence na višjih ravneh podjetja. V nadaljevanju se (mora) izobraževalni proces razširiti tudi na druge zaposlence.
- Širjenje uporabe modela na nižje organizacijske ravni v podjetju omogoča, da se izrabijo vse možnosti, ki jih prinaša vpeljava modela ekonomske dodane vrednosti v podjetje, saj se tako zaposlenci seznanijo tudi na primer s stroškom financiranja zalog in terjatve do kupcev.
- Sistemska podpora je temelj, ki v podjetju zagotavlja informacije za večanje vrednosti podjetja in hkrati omogoča njihovo analizo. Pravilne poslovne odločitve posloводства so precej odvisne od natančnih in pravočasnih informacij. Da bi v podjetju vse to dosegli, je treba informacijski sistem vsebinsko prilagoditi ter dopolniti za potrebe izračuna ekonomske dodane vrednosti.
- Izdelava stimulativnega sistema nagrajevanja posloводства (in drugih zaposlencev) na podlagi ekonomske dodane vrednosti je učinkovita, saj se zaposlenci zelo zanimajo za vse, kar zadeva višino njihove plače. S povezovanjem višine nagrade in ekonomske dodane vrednosti se doseže, da si zaposlenci skupaj z lastniki prizadevajo uresničiti dogovorjeni cilj.

Različni avtorji (Ehrbar, 1998, str. 93–115; Bolčič, 1999b, str. 51–52; Korošec, 2001, str. 109–113) navajajo različne načine uporabe EVA, ki jih lahko strnemo 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).

8.1 Splošni model poslovoidenja podjetja na osnovi EVA

Poslovoidenje za večanje vrednosti je stalen proces večanja vrednosti podjetja, ki usmerja odločanje na vseh njegovih ravneh, z vidika ustvarjanja ekonomskega dobička (opomba avtorja: neprilagojene EVA) oziroma dolgoročne rasti vrednosti delnice. Najpomembnejša korist in prednost uporabe ekonomskega dobička kot merila uspešnosti je uvajanje ekonomskega dobička kot koncepta razmišljanja in kulture podjetja na vseh ravneh. Podjetja, ki uvajajo koncept ekonomskega dobička, s tem sporočajo svojim vlagateljem, da bodo vse svoje poslovne

odločitve (dolgoročne in kratkoročne) usmerjene k večanju vrednosti zanje (Bolčič, 1999a, str. 10).

V vsakem podjetju obstajajo tri temeljna področja odločanja o poslovanju:

- Izbira in izvajanje naložb, ki temeljijo na ekonomski analizi.
- Donosno vodenje poslovanja podjetja z učinkovito uporabo resursov.
- Preudarno financiranje podjetja, pri čemer se je potrebno zavedati tako nagrad kot tveganja zaradi uporabe zunanjega financiranja.

8.1.1 Odločitve o naložbah

Uspešna uporaba poslovnih sredstev pomeni neprestano pozornost poslovodstva nad porabo resursov, ki jih ta sredstva predstavljajo. Dobro vodena podjetja minimizirajo porabo vseh svojih sredstev glede na nivo aktivnosti (sredstva za raziskave, sredstva za razvoj proizvodov in storitev, sredstva za marketinško in promocijsko dejavnost ...) in/ali nivo prodaje. Takšen način delovanja mora biti način ravnanja na vseh nivojih podjetja in za vsa področja. Ločimo dve glavni skupini naložb v sredstva podjetja:

- Naložbe v osnovna sredstva.
- Naložbe v obratna sredstva.

Odločitve o naložbah vplivajo na višino (poslovno) naloženega kapitala, ki predstavlja osnovo za izračun stroškov financiranja podjetja.

Naložbe v osnovna sredstva

Bodoča donosnost podjetja je odvisna od uspešnega uvajanja novih naložb. Pomembno je, da podjetje vsako naložbo, tako obstoječo kot novo, presoja na osnovi ekonomskega toka EVA, ki ga le-ta prinaša. Na ta način poslovodstvo gleda na podjetje kot na celoto, ki je sestavljena iz množice naložb. Merilo za izbiro novih strateških naložb v projekte podjetja temelji na konceptu sedanje vrednosti ekonomskega toka EVA⁹¹:

$$\text{NPV}_{\text{projekta}} = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{\text{EVA}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Naložbe v projekte podjetja lahko razdelimo (Brigham, 2004, str. 374):

1. Projekti, s katerimi nadomestimo obstoječo že amortizirano in poškodovano opremo z novo (ang. replacement: maintenance of business). Podjetje nadaljuje obseg poslovanja v že doseženem obsegu.
2. Projekti, s katerimi zamenjamo staro obstoječo opremo z modernejšo in bolj učinkovito (ang. replacement: cost reduction).
3. Projekti, s katerimi podjetje poveča obseg proizvodnje obstoječih proizvodov in/ali pa poveča obseg prodaje na obstoječih trgih (ang. expansion of existing products or markets).
4. Projekti, s katerimi se podjetje širi na nove trge in/ali na nove proizvode (ang. expansion into new products or markets).
5. Projekti v varstvo pri delu in v okolje (ang. safety and/or environmental projects), ki so povezani z zahtevami države, sindikata in širše družbene skupnosti in običajno ne povečujejo prihodkov podjetja.

⁹¹ Glej tudi poglavje 4 Opredelitev ekonomske dodane vrednosti, tabela 4. Izračun FCFE, NPV in EVA.

6. Projekti v raziskave in razvoj (research and development), ki so po svoji naravi najbolj tvegani in nepredvidlivi.
7. Dolgoročne pogodbe (ang. long-term contracts), s katerimi se podjetje pogodbeno obveže, da bo zagotavljalo posebne proizvode in storitve določenim strankam, mora podjetje prav tako obravnavati kot dolgoročni projekt, saj mora za izvajanje takšne pogodbe zagotoviti vnaprejšnje naložbe.

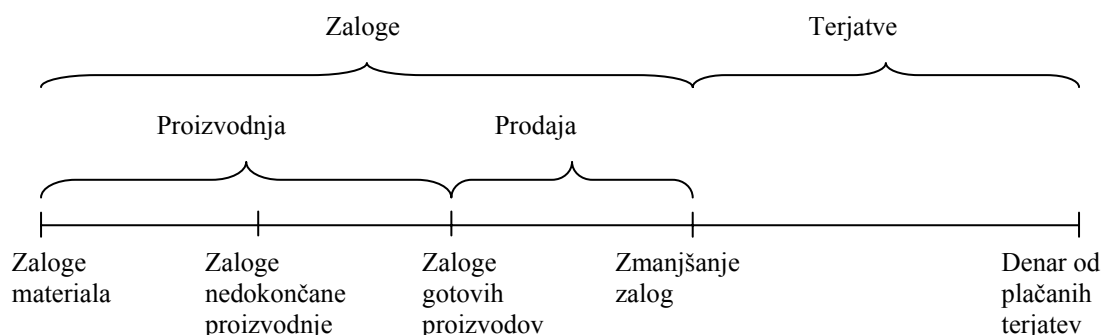
Naložbe v obratna sredstva

Višina in struktura potrebnih obratnih sredstev (likvidnostna rezerva, terjatve in zaloge) sta v določenem podjetju in pri danem obsegu poslovanja odvisni predvsem od naslednjih dejavnikov (Filipič, 1999, str.132):

- dejavnosti, s katero se podjetje ukvarja; le-ta vpliva na dolžino proizvodnega procesa;
- obsega proizvodne dejavnosti;
- višine in strukture stroškov proizvodnje;
- usklajenosti obsega in vrste proizvedenega blaga oziroma storitev z možnostjo prodaje;
- organizacije skladiščenja;
- od likvidnosti in solventnosti kupcev.

Navedeni dejavniki vplivajo tudi na poslovni cikel podjetja prikazan na sliki 9., to je obdobje, v katerem podjetje iz dobljenih surovin in materiala od dobaviteljev proizvede in proda proizvode oziroma storitve ter dobi denar od svojih kupcev.

Slika 9: Poslovni cikel podjetja.



Vir: Young, 2000 ,str. 49.

Poslovodstvo lahko zniža naložbe v obratna sredstva podjetja z optimiranjem likvidnostnih rezerv, z znižanjem zalog ter s hitrejšo izterjavo terjatev do kupcev, saj vse navedeno predstavlja naloženi kapital podjetja.

Likvidnostna rezerva je presežek denarnih sredstev za poravnavo obveznosti v danem trenutku. Ločimo primarne likvidnostne rezerve, ki so sestavljene iz denarnih sredstev (gotovina in knjižni denar na TRR), in sekundarne likvidnostne rezerve, ki so sestavljene iz kratkoročnih vrednostnih papirjev. Prevelike likvidnostne rezerve vplivajo na zmanjšanje donosnosti sredstev, primanjkljaj pa na plačilno sposobno podjetja. Na višino sredstev, ki se zadržujejo v obliki likvidnostnih rezerv, vpliva več dejavnikov:

- usklajenost med prejemi in izdatki na kratek rok in verjetnost, da se bodo gibanja denarnih tokov tudi dejansko uresničila,
- način denarnega poslovanja in
- razvitost denarnega trga.

Terjatve so na premoženjskopравnih in drugih razmerjih zasnovane pravice zahtevati od kakih oseb plačilo dolgov, dobavo kake stvari ali opravitev kakih storitev. Z vidika stopnje likvidnosti so takoj za denarjem in kratkoročnimi vrednostnimi papirji, vendar pred zalogami.

Višina terjatev do kupcev je odvisna od kreditne politike, ki jo vodi posamezno podjetje do kupcev. Pri analizi sredstev, vezanih v terjatvah, je potrebno ugotavljati hitrost obračanja sredstev, vezanih v terjatvah, in strukturo dolžnikov po roku plačila. Kreditna politika običajno vsebuje:

- vrste kupcev,
- dobo plačila,
- ponujene popuste in
- način zavarovanja.

Zaloge so sredstva podjetja v materialni obliki. Z vidika likvidnosti so manj likvidna kot terjatve, vendar pa so zaloge pogoj za prodajo in s tem nastanek terjatev. Pojavljajo se pri nabavi, proizvodnji in prodaji blaga v proizvodnih podjetjih ali pa samo pri nabavi in prodaji v trgovskih podjetjih. Obseg zalog je odvisen od nabavnih, proizvodnih in prodajnih dejavnikov. Ločimo zaloge surovin in materiala, zaloge nedokončane proizvodnje in zaloge gotovih izdelkov. Pri analizi sredstev, vezanih v zalogah, je potrebno ugotavljati hitrost obračanja sredstev, vezanih v zalogah, in strukturo zalog po vrednosti z ABC-razčlemba.

8.1.2 Odločitve o poslovanju

Odločitve o poslovanju se nanašajo na učinkovito uporabo naloženih sredstev v proizvodnjo za izbrane trge in na odločitve o cenah in količinah proizvodov za kupce, pri čemer morajo biti vse poslovne aktivnosti izvedene stroškovno učinkovito. Dober rezultat je odvisen tudi od uporabe in izkoriščanja poslovnega vzvoda (razmerje med stalnimi in spremenljivimi stroški podjetja). Vse navedeno preko dobičkovnosti prihodkov in obračanja sredstev vpliva na donosnost poslovno naloženeag kapitala ROIC.

Poslovodstvo mora v zvezi s poslovanjem sprejeti vrsto odločitev:

- Cene proizvodov so običajno določene s strani trga. Večina podjetij ima zato zelo malo možnosti, da bi sama oblikovala in določala prodajne cene. Ne glede na to pa mora podjetje znati oblikovati prodajno ceno na kratki oziroma dolgi rok, saj lahko v nasprotnem primeru zaide v težave.
- V zvezi s kupci je potrebno sprejeti odločitev, komu, kaj in koliko ter po kakšni ceni bo podjetje prodajalo. Za potrebe analize je potrebno kupce razvrstiti v skupine in uporabiti tako imenovano ABC-razčlemba, s katero se kupci razvrstijo glede na pomembnost. V zvezi s kupci je potrebno analizirati tudi stroške, ki jih ti kupci lahko dodatno povzročijo (na primer dodatna kakovost proizvodov, posebni plačilni pogoji, dodatne zaloge)
- Naložbe v osnovna sredstva predstavljajo zmogljivosti podjetja. Poznamo ekonomsko in tehnično zmogljivost. Z analizo uporabe zmogljivosti podjetje odkrije vzroke za odstopanje med uresničeno, načrtovano in optimalno proizvodnjo. Najugodnejše razmere so tedaj, ko so zmogljivosti izenačene. Instalirane zmogljivosti povzročajo stalne stroške, ki v nekaterih industrijskih panogah niso zanemarljivi (rafinerije, letališča, podobno).
- Nabavo je treba spremljati z različnih vidikov. Predvsem je potrebno spremljati z vidika skupin surovin in materiala, nabavnih trgov, nabavnih cen, nabavnih poti, pomembnosti za proizvodnjo.
- Prvine, ki jih podjetje uporabi v svojem proizvodnem procesu, povzročajo stroške. Stroške delimo po različnih vidikih. Za podjetje je pomembno, da stroške obvladuje in

da jih čim bolj natančno razporedi na stroškovne nosilce. V zvezi s stroški je pomembno tudi razmerje med stalnimi in spremenljivimi stroški.

8.1.3 Odločitve o financiranju

Finančne odločitve so odločitve o financiranju naložb in poslovanja (pri čemer so naložbe osnova poslovanju) v nekem daljšem časovnem razdobju. Odločitve o financiranju vplivajo na strošek vloženega kapitala.

Opredelimo lahko dvoje ključnih področij odločitev o financiranju podjetja:

1. Razporeditev dobička iz poslovanja:

- dividende delničarjem,
- obresti posojilodajalcem in
- zadržanje dobička.

Med dejavniki, ki jih poslovodstvo mora upoštevati pri delitvi dobička, je na najpomembnejšem mestu možnost dovolj donosnega naložbenja zadržanega dobička. Ob zadržanju dobička mora podjetje imeti na razpolago dovolj donosne naložbe (projekte), ki bodo ustvarjale ekonomsko dodano vrednost in večale vrednost premoženja lastnikov. Če ustreznih naložb ni na voljo, je boljše, da se ustvarjen dobiček v celoti izplača lastnikom.

2. Opredelitev strukture kapitala:

- vrsta lastniškega kapitala,
- vrsta dolgovanega kapitala in
- razmerje med lastniškim in dolgovanim kapitalom (finančni vzvod).

Optimalna sestava kapitala naj bi bila tista, ki bi zagotavljala ravnotežje med tveganjem in donosom ter s tem kar najbolj zvišala ceno delnice pri obstoječih stroških celotnega kapitala (Duhovnik, 1995, str. 134). Da bi poslovodstvo povečalo vrednost lastniškega kapitala, mora spreminjati strukturo kapitala. Po vsaki spremembi strukture kapitala je potrebno oceniti vrednost lastniškega kapitala po naslednjem zaporedju (Brigham, 2004, str. 504):

1. oceniti obrestno mero dolgovanega kapitala,
2. oceniti stroške lastniškega kapitala,
3. oceniti tehtano povprečje stroškov vloženega kapitala (WACC),
4. oceniti prosti denarni tok in njegovo sedanjo vrednost, kar da ocenjeno vrednost podjetja,
5. zmanjšati dobljeno vrednost podjetja za dolg, kar da ocenjeno vrednost lastniškega kapitala, ki ga morajo ravnatelji maksimirati v procesu iskanja optimalne strukture vloženega kapitala podjetja.

8.2 Povezava med strategijo in vrednostjo podjetja

Temeljni princip VBM je, da z njim povečujemo tržno ceno delnice oziroma deleža kapitala. Le-ta narašča, če narašča bodoči denarni tok oziroma ekonomski dobiček (opomba avtorja: neprilagojena EVA). Oba pristopa temeljita na skupnih ekonomskih temeljih in vodita k enaki ocenjeni vrednosti podjetja. Razlika je v tem, da nam ocenjevanje vrednosti na osnovi denarnega toka da boljši vpogled v izbiro strategije, medtem ko nam ekonomski dobiček (opomba avtorja: neprilagojena EVA) da boljši vpogled v izvajanje tekoče politike, če le-ta podpira ustvarjanje vrednosti (Doyle, 2000, str. 45).

Strategije podjetja so najbolj pomembne pri ustvarjanju vrednosti za lastnike, saj imajo dolgoročni vpliv na ustvarjanje konkurenčne prednosti⁹² in na ustvarjanje vrednosti celotnega podjetja. Izbira ustrezne strategije temelji na analizi zunanjega in notranjega okolja. Analiza zunanjega okolja obsega analizo privlačnosti panoge⁹³ in analizo konkurenčne strukture trga⁹⁴, ki pomagata podjetju ugotoviti, kakšne so priložnosti in nevarnosti v njegovem okolju, medtem ko analiza notranjega okolja⁹⁵ omogoča podjetju opredeliti njegove prednosti in slabosti.

Maksimiranje tržne vrednosti premoženja za lastnike zahteva od ravnateljev, da za vsako poslovno enoto⁹⁶ znotraj podjetja razvijejo strateško opcijo (usmeritev, izbiro), ovrednotijo njen vpliv na vrednost premoženja in jo nato uresničijo skozi strategijo, ki povečuje vrednost (Doyle, 2000, str. 148).

⁹² Za doseganje izjemne uspešnosti mora biti podjetje boljše od svoje konkurence. Na splošno so konkurenčne prednosti podjetja, če jih le-ta ima, pomembnejše od narave (monopol/velika konkurenca) trga, na katerem nastopa podjetje. Za uspeh podjetja, ki deluje v konkurenčnih pogojih, je pomembno, da ima takšne konkurenčne prednosti, ki bodo povečale vrednost podjetja in jih druga podjetja ne morejo posnemati in spodbijati. Poleg obranljivih prednosti (ang. sustainable advantage) ima podjetje tudi spodbijajoče prednosti (ang. contestable advantage), ki jih konkurenca lahko posnema. Konkurenčna prednost podjetja izhaja iz ravni njenih relativnih stroškov, ki jih pri tem dosega, ali pa iz diferenciranih proizvodov (storitev), ki jih je organizacija sposobna trgu ponujati.

⁹³ Najbolj pomembni dejavniki, ki določajo privlačnost panoge so (Morin, 2000, str. 230–232):

1. **Politično-pravno okolje** lahko skozi zakonodajo vpliva na vsakega izmed dejavnikov konkurenčne strukture/privlačnosti panoge, še posebej pa lahko vpliva na vstopne bariere v posamezno panogo.
2. **Makroekonomska gibanja**. Splošna gibanja v nekem gospodarstvu, kot je BDP, inflacija, obrestne mere, brezposelnost imajo prav tako vpliv na povprečno profitabilnost/donosnost panoge.
3. **Globalizacija**, ki povečuje mednarodno konkurenco, bo prav tako zmanjšala profitabilnost posamezne panoge/donosnost.
4. **Socialni dejavniki** spreminjajo navade ljudi, kar vpliva na povpraševanje po novih proizvodih in storitvah. Če podjetje zazna takšne potrebe pred konkurenco, jih lahko predčasno uspešno trži.
5. **Tehnologija** vključuje ljudi, procese in proizvode, ki transformirajo input v output. Tehnološke izboljšave ali povečujejo učinkovitost obstoječih proizvodov ali pa povečujejo število novih proizvodov (storitev).

⁹⁴ Po Porterju so dejavniki konkurenčne strukture trga:

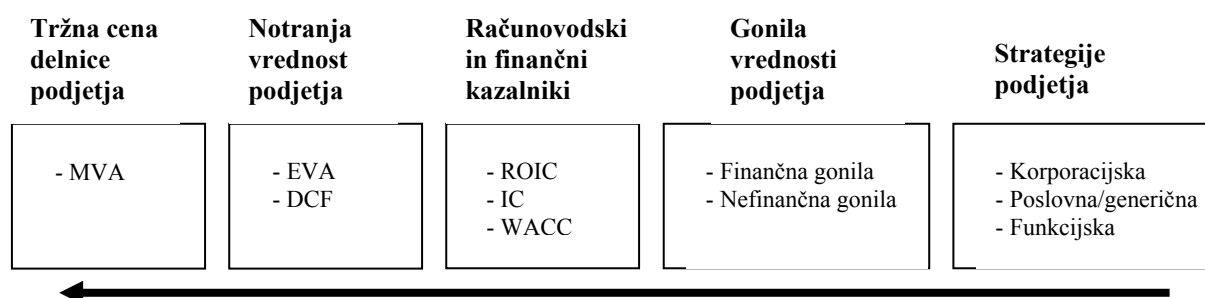
1. **Nevarnost vstopa novih konkurentov**. Če je dobičkonosnost podjetij v panogi nad stroški kapitala, bodo v panogo prišla tudi druga podjetja. Vstopanje novega ponudnika pomeni za že obstoječa podjetja nevarnost izgube tržnega deleža, znižanje cen in/ali zvišanje stroškov zaradi boja za kupce.
2. **Tekmovalnost podjetij v panogi**. V večini panog so podjetja medsebojno odvisna, zato konkurenčna aktivnost enega podjetja sproži odziv preostalih podjetij. V nekaterih panogah podjetja konkurirajo med seboj s ceno, v drugih z oglaševanjem, inovacijami in podobno.
3. **Pritisk substitutov**. Potencial za ustvarjanje vrednosti v panogi je določen z maksimalno ceno, ki jo je kupec pripravljen plačati. Ta cena je v največji meri odvisna od razpoložljivosti substitutov.
4. **Pogajalska moč dobaviteljev**. Dobavitelji lahko imajo pomemben vpliv na dejavnost panoge s svojo težnjo po povečanju cen materiala in surovin ter po zmanjšanju njihove kakovosti.
5. **Pogajalska moč kupcev**. Kadar imajo kupci večjo moč kot prodajalci, lahko znižajo dobičkonosnost panoge.

⁹⁵ Za namen analize prednosti in slabosti podjetja se običajno uporablja veriga vrednosti. Veriga vrednosti predstavlja podjetje kot sestav medsebojno povezanih dejavnosti, ki jih mora podjetje izvajati, da bi lahko spremenilo začetne vložke v poslovne učinke, primerne za prodajo. Porter deli devet strateških dejavnosti podjetja, ki kreirajo vrednost in povzročajo stroške, v dve skupini, temeljne in podporne dejavnosti. Temeljne dejavnosti so tiste, ki jih podjetje izvaja, da bi zadovoljilo zunanje porabnike. Med te dejavnosti spadajo: vhodna logistika, proizvodnja oziroma izvajanje storitev, izhodna logistika, trženje ali prodaja ter poprodajne storitve ali servis. Podporne dejavnosti služijo notranjim uporabnikom oziroma zagotavljajo, da se temeljne dejavnosti izvajajo učinkovito. Te dejavnosti so: nabava, razvoj in raziskave, upravljanje človeških virov, in v okviru infrastrukturne dejavnosti posloводство, računovodstvo, finance, planski oddelek in ostale dejavnosti, ki služijo kot podporne dejavnosti vsem ostalim aktivnostim v podjetju. Povezave pa ne obstajajo samo med aktivnostmi znotraj verige vrednosti podjetja, ampak tudi med verigo vrednosti podjetja in verigami vrednosti dobaviteljev in kupcev (tako imenovane vertikalne povezave) (Pučko, 1998, str. 220–223).

⁹⁶ Poslovne enote je potrebno razumeti kot dobičkovna in naložbena mesta odgovornosti.

Pristop, pri katerem je naš cilj povečati vrednost podjetja, pomeni **identificirati, vrednotiti in sprejeti tiste strategije**, ki ustvarjajo ROIC, ki presega WACC, kot posledico uveljavljanja konkurenčnih prednosti podjetja (nizkih relativnih stroškov, diferenciacija proizvoda ali storitve, osredotočenje) ali posebnega položaja na trgu (monopola). Prvi korak v tem procesu je identificirati in ovrednotiti obstoječo strategijo in njen vir konkurenčne prednosti. Analiza služi kot osnova (standard) za **ocenjevanje alternativne strategije za povečanje vrednosti**. Vrednost podjetja je odvisna od vpliva, ki ga ima strategija na višino, tveganje, rast in trajanje ekonomskega toka EVA podjetja, kot to prikazuje slika 10.

Slika 10: Vpliv strategije na vrednost podjetja.



Vir: Prilagojeno po Coppeland, 2000, str. 56.

Strategije podjetja lahko razvrščamo po številnih kriterijih, vendar če gledamo z vidika sestavljenega podjetja, potem lahko razvrstimo strategije z vidika hierarhije na:

- Korporacijsko strategijo,
- Poslovne strategije in
- Funkcijske strategije.

Korporacijska strategija je strategija, ki jo imajo diverzificirana podjetja. Strategija se ukvarja (Pučko et.al., 1994, str. 315):

1. z vprašanjem razvoja portfelja. Katere strateške poslovne enote v okviru korporacije naj v prihodnje rastejo, katere kaže konsolidirati in zadržati pri obstoječem obsegu, katere enote moramo opustiti oziroma likvidirati in katere strateške poslovne enote kaže v okviru korporacije na novo vzpostaviti oziroma razviti.
2. z vprašanjem povezav, soodvisnosti oziroma sinergij med strateškimi poslovnimi enotami. Potrebno je opredeliti povezave, od katerih bodo imele strateške enote koristi, in opredeliti vire za nastajanje sinergijskih učinkov.
3. z vprašanjem uravnoveženja tveganj in dobičkov. Določena struktura poslovnih enot v korporaciji vpliva na velikost celotnega tveganja, ki mu bo organizacija izpostavljena. Hkrati pa vpliva tudi na prihodnji obseg prodaje in dobička. V okviru opredeljene korporacijske strategije je zato treba določiti, kaj je sprejemljiva raven tveganja in iz njega izhajajočega variiranja dobička.
4. z vprašanjem uravnoveževanja denarnih tokov. Nekatere strateške enote so lahko pretežni porabniki denarnih sredstev, druge strateške enote pa so lahko pretežni ustvarjalci prostih denarnih tokov. Odločitev o sestavi teh enot v korporaciji pomeni tudi odločitev o bolj ali manj uravnoveženih denarnih tokovih v njej.
5. z vprašanjem pričakovanih rezultatov vsake poslovne enote kakor tudi organizacije kot celote. Kakšen obseg prodaje pričakujemo, kakšne so njene stopnje rasti, rentabilnost, obseg denarnih tokov, kakšen naj bo naš konkurenčni položaj ...

Iz analize panoge in verige vrednosti podjetje identificira konkurenčne prednosti za vsako poslovno enoto. Prav tako podjetje za vsako poslovno enoto oceni privlačnost tržišča in

konkurenčni položaj na trgu ter na tej osnovi oblikuje portfelj poslovnih enot. Od položaja poslovnih enot v matriki tržna privlačnost/konkurenčni položaj (MA/CP) je odvisno, kakšno strategijo⁹⁷ bo podjetje razvilo za poslovno enoto, saj se običajno pokaže razlika med tem, kakšno pozicijo poslovna enota zaseda na matriki in kakšno mesto ravnateljstvo želi, da bi zasedalo (Morin, 2000, str. 220).

Podjetje uveljavlja svoje konkurenčne prednosti s **poslovno strategijo**. Poslovna strategija znotraj diverzificiranega podjetja je strategija poslovanja določene strateške poslovne enote v organizaciji ali strategija poslovanja z določeno strateško skupino proizvodov ali storitev v organizaciji. Gre za nekakšno splošno naravnost vsake poslovne enote. Rečemo lahko, da je bistvo poslovne strategije opredeljevanje poti do konkurenčne prednosti za strateško skupino proizvodov ali storitev. Poslovna strategija mora vsebovati cilje glede razvijanja določenih proizvodov (storitev) in trgov zanje (Pučko et.al., 1994, str. 324). Po Porterju obstajajo tri generične konkurenčne strategije, ki lahko povečajo vrednost podjetja za lastnike:

1. **Strategija nizkih stroškov**, kar pomeni, da ima podjetja nižje celotne stroške, ki vključujejo stroške kapitala, kot povprečni konkurent na skupnem trgu. Vrednost za lastnike se ustvarja na ta način, da podjetje zaračuna enako ceno kot konkurenti in ima višjo ali pa zaračuna nižjo ceno in pridobi večji tržni delež. Organizacija mora, da bi dosegla nizke celotne stroške, imeti relativno visok tržni delež zaradi ekonomije obsega, proizvodi pa morajo biti standardizirani, tipizirani in unificirani. Proizvodni proces mora biti čim bolj avtomatiziran. Dostop do surovin mora biti po nizkih stroških. Vse poslovne funkcije morajo biti učinkovite. Prav tako mora biti učinkovit sistem za nadzor stroškov.
2. **Strategija diferenciacije** pomeni, da je podjetje sposobno izdelati proizvod posebnih značilnosti, posebne kakovosti in poprodajnih storitev. Diferenciacija se pojavi samo, če so kupci pripravljeni plačati višjo ceno. Če podjetje ima proizvode in storitve, ki jim kupci priznavajo diferenciacijo, lahko podjetje za takšne proizvode zaračuna najvišje možne cene ali pa ceno ne dviguje in izkoristi lastnosti proizvoda, da pridobi dodatni tržni delež, ali pa postavi ceno nad ceno konkurence, toda pod najvišjimi možnimi cenami, in izkoristi dobiček, dobljen iz dodatnega tržnega deleža in dobičkovnosti prihodkov.
3. **Strategija osredinjenja** na tržne niše. Izvajanje te strategije pomeni, da organizacija osredotoči vse dejavnosti, v okviru določenega strateškega poslovnega področja, k zadovoljevanju čisto določene, običajno zelo ozke, skupine kupcev. To strategijo podjetje lahko uporabi, če je sposobno določeno nalogo učinkoviteje opraviti kot kako drugo podjetje, ki je v poslovanju usmerjeno širše.

Funkcijske strategije so poslovne usmeritve na posameznih poslovnih funkcijskih področjih v organizaciji. Te strategije se osredotočajo na maksimiziranje uporabe resursov, ki jih organizacija ima na posameznem poslovnem funkcijskem področju. Funkcijske strategije morajo biti usklajene med seboj in morajo podpirati uresničevanje poslovnih in korporacijske strategije podjetja. Pri razvijanju funkcijskih strategij v podjetju gre za izbiro delnih ciljev za vsako poslovno funkcijsko področje in za določanje narave ter zaporedja akcij, ki jih bo potrebno opraviti na vsakem poslovnem funkcijskem področju, da bi dosegli planske strateške cilje organizacije. Za razvijanje funkcijske strategije je potrebno predhodno izdelati pregled glavnih poslovnih dejavnikov po funkcijskih področjih organizacije in okolja, kot so trg,

⁹⁷ Opomba avtorja: Na osnovi položaja v portfelju se poslovodstvo odloči, kaj bo s poslovno enoto:

- dezinvestiranje
- žanji
- vzdržuj stanje
- rast
- vstopi na trg

konkurenca v panogi in drugi dejavniki okolja ter položaj prodajnih, proizvodnih, nabavnih, raziskovalno-razvojnih sposobnosti pa tudi finančnih in kadrovskih. Na takšni osnovi je možno iskati in definirati strateške dejavnike poslovne uspešnosti, ki edini omogočajo doseči cilj postavljene strategije. Ostale dejavnike, ki nimajo te značilnosti, imenujemo komplementarni. Osnovna delitev funkcijskih strategij:

- Trženjske strategije
- Strategija proizvodnega (prodajnega) programa
- Strategija raziskovalno-razvojne dejavnosti
- Strategija proizvodnje
- Kadrovska strategija
- Strategija financiranja

8.3 EVA kot orodje za ocenjevanje vrednosti podjetij

Ekonomsko dodano vrednost lahko uporabimo tudi za ocenjevanje vrednosti podjetij. Ko se vlagatelji (obstoječi in/ali potencialno novi) odločajo o dodatnih naložbah v podjetje, morebitnih prevzemih, pridružitvah ali prodajah podjetja, jih zanima ocena dolgoročne ekonomske uspešnosti podjetja. Dolgoročno uspešnost lahko merimo (tudi) z EVA. Za namene ocenjevanja vrednosti podjetij je bila razvita večobdobna EVA (Young, 2000, str. 309; Damodaran, 2001, str. 865–866; Stern, 2003, str. 209):

Vrednost podjetja = vloženi kapital + sedanja vrednost (EVA)

Običajno se za izračun vrednosti podjetij nove ekonomije⁹⁸ uporabi dvofazni model izračuna.

Vrednost podjetja = vrednost tekočega poslovanja + vrednost prihodnje rasti

$$\text{Vrednost podjetja} = CE_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{EVA_n / WACC_n}{(1 + WACC_n)^n}$$

n - dolžina planiranega obdobja

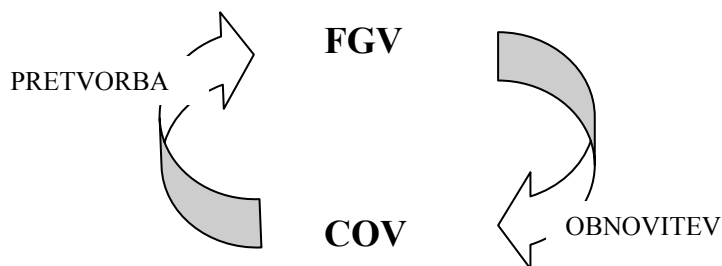
Enačba za izračun vrednosti podjetja ima različno izvedbo, odvisno od tega, kakšna stopnja rasti EVA se ocenjuje v prihodnjih letih:

- EVA ne bo rasla v prihodnjih letih.
- Konstantna rast EVA v prihodnjih letih (Gordonov model).
- V začetnih letih višja stopnja rasti in nato konstantna rast EVA.

Iz dvofaznega modela ocenjevanja vrednosti podjetja izhaja, da bo tržna vrednost podjetja rasla, zato mora podjetje izboljšati trenutno EVA (ang. Current Operations Value – COV) in izboljšati EVA v prihodnosti (ang. Future Growth Value – FGV). Takšen proces povečevanja vrednosti poteka skozi hkratno maksimiranje (ang. simultaneous maximization), tako COV kot FGV, prikazan na sliki 11.

⁹⁸ Podjetja nove ekonomije veliko vlagajo v raziskave, razvoj, trženje, oglaševanje in stroške zagona, kar se po računovodskih standardih obravnava kot strošek tekočega obdobja in se s tem znižuje dobiček oziroma povečuje izguba obračunskega obdobja. Ne glede na to pa delnice podjetij nove ekonomije (na primer Yahoo, Realnetworks) dosegajo rekordne vrednosti na borzi (Stern, 2003, str. 207).

Slika 11: Povezava med COV in FGV.



Vir: Pettit, 2001, str. 9.

Kadar prihodnja rast vrednosti (FGV) ustvarja precejšnji odstotek vrednosti podjetja, se mora še posebej raziskati in upoštevati sestavne dele te prihodnje rasti. Obstajajo trije osnovni viri prihodnje rasti vrednosti (Stern, 2003, str. 209):

1. Pričakovano povečanje uspešnosti na podlagi izdelkov, ki so trenutno na trgu.
2. Pričakovan prispevek izdelkov v razvoju, ki so pravkar dani na trg.
3. Korist izdelkov, ki jih podjetje še ni poimenovalo – vrednost, ki so jo vlagatelji pripravljene pripisati podjetju, s čimer priznajo nekaj možnosti, da bo uspešna ekipa enkrat v prihodnosti že še prišla do novih zamisli.

Razlika med podjetji stare ekonomije in nove ekonomije pri ocenjevanju vrednosti podjetja je samo v deležu, ki pripada v ocenjevanju vrednosti podjetja iz tekočega poslovanja, in deležu, ki pripada iz prihodnje rasti. V podjetjih nove ekonomije so gonila prihodnje rasti vrednosti:

1. **Visoka stopnja ekonomske dodane vrednosti (EVA/Prihodek)**, ki je posledica znižanja spremenljivih stroškov, nizkih naložb v osnovna sredstva in s tem amortizacije ter nizkih davkov, ker se naložbe v raziskave in razvoj, trženje in oglaševanje odpišejo v letu, ko nastanejo.
2. **Visoka stopnja rasti takšnih podjetij**, saj so po večini takšna podjetja razmeroma majhna, vendar pa hitro rastejo. To gonilo vrednosti je še posebej pomembno/vplivno v kombinaciji s stopnjo ekonomske dodane vrednosti.
3. **Nizek tekoči tržni delež**. Povečanje tržnega deleža je lahko rezultat širjenja tržnega segmenta ali prevzemanja tržnega deleža od drugih. Prav podjetja nove ekonomije so s svojimi proizvodi in storitvami povzročila širjenje nekaterih trgov. Za podjetje je kazalnik trenutnega tržnega deleža pomemben pokazatelj, saj kaže, kako dolgo lahko podjetje še napreduje. Če ima podjetje majhen tržni delež, lahko z ustrezno strategijo spodbujanja kupcev k preusmeritvi ta tržni delež povečuje.
4. **Zmožnost diferenciacije**. Ker so v novi ekonomiji ovire za vstop pogosto zelo šibke in je cenovni pritisk zaradi primerljivosti cen zelo močan (internet), so podjetja takoj z vstopom na takšen trg prisiljena diferencirati svoje proizvode in storitve, ki jim omogočajo zaščititi njihove cene in dobičke.

9 PREDNOSTI IN POMANJKLJIVOSTI EVA

9.1 Prednosti EVA

Nekatere empirične raziskave kažejo dokaj močno korelacijo med EVA in vrednostmi, merljivimi na trgu kapitala, zato uporaba EVA kot sodila uspešnosti spodbuja usklajenost odločanja posloводства na vseh ravneh z interesi lastnikov za povečanje vrednosti podjetja. Izvedene so bile tudi študije, ki pa ne dajejo večje prednosti EVA kot merilu uspešnosti poslovanja (Martin, 2000, str. 195).

EVA je konceptualno preprosta metoda, lahko razložljiva tudi poslovodstvu s slabšim ekonomskim znanjem in ima tudi visoko uporabnost za komuniciranje tako znotraj podjetja kot z okoljem. Že sama pozitivna vrednost EVA je pokazatelj poslovne uspešnosti, kar za računovodski dobiček ne moremo trditi brez ustreznih prilagoditev.

Pomaga poslovodstvu osredotočiti se na dejavnike, ki povečujejo vrednost podjetja za njihove lastnike. Finančna in nefinančna gonila omogočajo zaposlencem na vseh nivojih, da lahko direktno (odvisno od nivoja v podjetju oziroma organizacijski enoti) vplivajo na EVA.

EVA, za razliko od računovodskega dobička, upošteva ceno vseh virov financiranja in tako usmerja pozornost posloводства na racionalno uporabo sredstev, ne le na doseganje poslovnega izida. Na ta način spodbuja zavedanje posloводства, da ima vloženi kapital v poslovnem procesu svojo ceno.

Uporaba EVA usklajuje cilje posloводства s ciljem lastnikov. Tako pripomore k zmanjšanju konflikta med lastniki (principali) in ravnatelji (agenti) ter zmanjšuje stroške le-teh.

Gre za različico kategorije preostalega izida, ki je v skladu s spoznanji sodobnega poslovodnega računovodstva boljše za nadziranje naložbenih mest odgovornosti kot na primer donosnost sredstev. Metoda EVA pomeni napredek na področju ugotavljanja uspešnosti poslovanja in omogoča poslovno odločanje, ki je v skladu s cilji lastnikov podjetja. Prednosti te metode pred kazalnikom ROI lahko strnemo v (Hočevar, 2002a, str. 91):

- boljše naložbene odločitve,
- upoštevanje tveganosti naložb,
- primerjalno presojanje in
- načrtovanje.

9.2 Pomankljivosti EVA

Pri EVA gre že po osnovni opredelitvi za sodilo, ki v središče pozornosti postavlja interese lastnikov, medtem ko odgovornost podjetja do drugih interesnih skupin, razen ravnateljstva, pušča ob strani. V anglosaksonskih podjetjih kot primarni cilj podjetja prevladuje ustvarjanje vrednosti za lastnike, medtem ko v kontinentalni Evropi zagovarjajo uravnoteženje interesov med lastniki, ravnatelji, ostalimi zaposlenci, kupci, dobavitelji ter okoljem.

Kategorija EVA ni enolično določena, v praksi je odločitev o izbiri načina izračuna povezana z vprašanjem (subjektivne) izbire sprejemljive kompleksnosti izračuna za posamezno podjetje. Avtorji ekonomske dodane vrednosti ponujajo več kot 160 prilagoditev, a z večjim številom prilagoditev koncept postane nepregleden in manj razumljiv uporabnikom, predvsem tistim na nižjih nivojih. Zato morajo uporabniki pri uporabi tega sodila opredeliti, kakšen obseg

prilagoditev računovodskih podatkov so izvedli. Prav tako popravki in prilagoditve izvornih računovodskih podatkov, ki jih zahteva izračun EVA, lahko zahtevajo veliko časa in povzročajo precejšnje stroške.

Čeprav je EVA merilo vrednosti in da, ob določenih pogojih, enak rezultat kot DCF, je njegova obdobjna vrednost odvisna tako od računovodskih metod kot vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov in torej že iz tega razloga vsebuje še vedno nekatere slabosti računovodskih podatkov (na primer EVA temelji na izračunu ROIC, ki je ob "običajni" amortizaciji nižja na začetku in višja na koncu življenjskega obdobja opreme, kar ima za posledico, da se tako obnaša tudi EVA; rešitev je tako imenovana ekonomska amortizacija).

Način upoštevanja tveganj v ceni virov financiranja ima vse slabosti finančnih modelov, ki izhajajo iz predpostavke popolno delujočega finančnega trga. Tako se pri izračunu EVA srečamo z vsemi tehničnimi težavami pri merjenju WACC. Največje težave se pojavljajo pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala, kjer je na voljo več metod: CAPM, Metoda tržne zahtevane stopnje donosa in Metoda premije za tveganje. Problem ni samo izbira metode ocenjevanja lastniškega kapitala, ampak tudi podatki za te modele, saj so običajno ocenjeni na osnovi preteklih (zgodovinskih) podatkov o poslovanju podjetij (na primer koeficient β).

Zaradi časovnega zamika med sprejemanjem dolgoročnih poslovnih odločitev in njihovimi posledicami je enodobni znesek EVA slab pokazatelj tistih sprememb vrednosti podjetja, katerih pretežni del izhaja iz prihodnje rasti. Podjetje lahko ima zaradi tega, kljub negativni EVA, pozitivno MVA, in sicer zaradi pričakovanih vlgateljev, da bo prišlo v prihodnosti do preobrata v poslovanju podjetja. Kratkoročno obstaja celo možnost, da ugodni zneski EVA niso odraz dobrih trenutnih dolgoročnih poslovnih odločitev.

Nenazadnje se moramo pri uporabi EVA kot sodila dosežkov poslovodij zavedati, da ni vseobsegajoče sodilo učinkovitosti in uspešnosti njihovega ravnanja, s katerim bi bilo mogoče utemeljiti odvečnost kvalitativnih sodil ali/in povsem nadomestiti druga kvantitativna sodila. Zato kaže za presojo dosežkov poleg enodobnega zneska EVA uporabljati tudi dolgoročna sodila in nefinančna sodila, še posebej, ko gre za poslovne enote podjetja, ki so usmerjene v rast (Korošec, 2001, str.115). Metoda Uravnoveženega sistema kazalnikov, ki vključuje nefinančne kazalnike, z izhodiščem v EVA je lahko dobra rešitev tega problema.

10 MODEL MERJENJA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI ZA PODJETJE PS CIMOS TAM Ai

10.1 Predstavitev podjetja

Družbi M.P.P. Gonila d. o. o. in M.P.P. Livarna d. o. o. sta nastali ob uvedbi stečaja družbe TAM d. d. Maribor sredi leta 1996. Družbi sta se ves čas svojega obstoja soočali s problemom prenizke prodaje glede na fiksne stroške poslovanja, z nizko proizvodjalnostjo zaposlenecv in z nekakovostjo (reklamacije kupcev in visok izmet v proizvodnji). Naložb v novo opremo zaradi izgube praktično ni bilo, kar je še povečalo že našteje probleme. Leta 1999 sta podjetji vzpostavili sodelovanje z družbo CIMOS d. d.⁹⁹, ki jima je zagotovila prodajna tržišča v zahodni Evropi in izvedla naložbe v novo opremo in znanje zaposlenecv. Sodelovanje s CIMOS d. d. je

⁹⁹ Družba CIMOS d. d. je delniška družba, katere delnice (še) ne kotirajo na borzi.

imelo za posledico v letu 2001 ustanovitev družbe PS CIMOS TAM Ai d. o. o. in odkup gospodarsko zaokroženih delov M.P.P. Gonila d. o. o. in M.P.P. Livarna d. o. o.

Podjetje PS CIMOS TAM Ai proizvaja za svetovno avtomobilsko industrijo različne proizvode iz sive litine in aluminija.

Proizvodni programi:

- Deli podvozja
- Deli agregatov
- Deli karoserij

Najpomembnejši kupci:

- PSA
- Magna Steyr
- Garrett Honeywell
- Deutz AG
- Ford
- Hatz
- Duraldur
- Same Deutz

10.2 Organiziranost podjetja

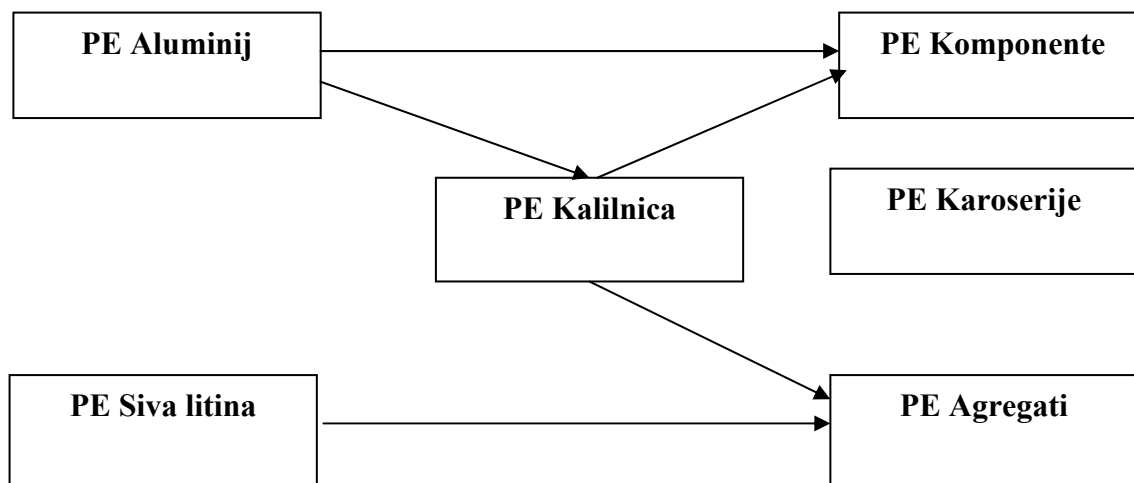
Na najnižjem organizacijskem nivoju so stroškovna mesta, ki predstavljajo zaokrožene tehnično-tehnološke faze proizvodnega procesa posamezne proizvodne enote. Na teh stroškovnih mestih so zaposleni neposredni delavci v proizvodnji in povzročajo tako imenovane neposredne stroške posamezne faze proizvodnega procesa.

Na srednjem organizacijskem nivoju so posamezna stroškovna mesta združena v Proizvodno Enoto (PE). Podjetje je z organizacijskega vidika razdeljeno (kriterij za takšno delitev je bila podobna proizvodjalna oprema, kupci, prodajne poti, ekonomski pogoji) v šest proizvodnih enot:

- PE Siva litina
- PE Aluminij
- PE Komponente
- PE Agregati
- PE Karoserije in
- PE Kalilnica

Slika 12. prikazuje proizvodno povezanost med posameznimi PE. Če takšna povezanost obstaja (izložek enega PE je vložek v drugi PE), je na začetku leta izračunana notranja prenosna stroškovna cena med PE. Posamezne PE skupaj ustvarjajo 40–55 % prihodka, preostanek pa samostojno. Najbolj neodvisna od ostalih PE je PE Karoserije.

Slika 12: Proizvodna povezanost med PE.



Vir: lastna izdelava.

Na nivoju PE poslovdje odgovarjajo za dejanske stroške v primerjavi s standardnimi stroški, ki se izračunajo enkrat letno na osnovi predpisane tehnologije, dogovorjenih cen z dobavitelji in cene dela. Za nivo PE se izdeluje izkaz poslovnega uspeha PE mesečno. Prodaja kot poslovna funkcija je organizirana na nivoju podjetja, vendar so zaposleni znotraj nje zadolženi za prodajo posameznega PE.

Z vidika lastnika CIMOS d. d. je podjetje PS CIMOS TAM Ai naložbeno mesto, saj lahko samostojno odloča o naložbah in ima popolni vpliv na odločitve glede poslovanja in financiranja.

10.3 Strategije podjetja

CIMOS d. d. je za podjetje PS CIMOS TAM Ai opredelil korporacijsko strategijo rasti +20 %, merjeno z letno prodajo, za naslednjih 5 let.

Za vsako PE je podjetje samostojno opredelilo generično strategijo na osnovi analize notranjih in zunanjih dejavnikov. Slika 13. prikazuje strategije posameznih poslovnih enot.

Slika 13: Generične strategije PE.

GENERIČNA STRATEGIJA		Konkurenčna prednost programa	
		nizki stroški	diferenciacija
Tržna usmeritev PE	široka	PE Siva litina PE Aluminij PE Komponente	PE Kalilnica
	ozka	PE Karoserije	PE Agregati

Vir: Plan za leto 2004 (PS CIMOS TAM Ai).

Poleg generične strategije posameznega PE so opredeljene tudi strategije posameznih poslovnih funkcij:

- Strategija Prodaje
- Strategija Nabave
- Strategija Proizvodnje
- Finančna strategija

10.4 Uspešnost poslovanja PE

Za spremljanje uspešnosti poslovanja PE se mesečno izdelava izkaz poslovnega uspeha s pripadajočimi kazalniki.

Tabela 8: Bilanca uspeha PE.

		DEJANSKO	NAČRTOVANO	ODMIK
	POSLOVNI PRIHODKI			
1.	ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE			
2.	SPREMEMBA VREDNOSTI ZALOG PROIZ. IN NED. PROIZ.			
3.	USREDSTVENI LAST. PROIZVODI IN LAST. STORITEV			
4.	DRUGI POSLOVNI PRIHODKI			
	POSLOVNI ODHODKI			
5.	STROŠKI BLAGA, MATERIALA IN STORITEV			
	Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala			
	Stroški porabljenega materiala			
	Stroški storitev			
6.	STROŠKI DELA			
7.	ODPISI VREDNOSTI			
8.	DRUGI POSLOVNI ODHODKI			
	OBVLADLJIVI DOBIČEK PE (1+2+3+4-5-6-7-8)			

Vir: Plan za leto 2004 (PS CIMOS TAM Ai).

Razen izkaza poslovnega uspeha posamezne PE, zaradi ugotavljanja odmirov od načrtovanih vrednosti, je za nivo posamezne PE izračunana uspešnost na osnovi dveh kazalnikov:

Dosežen dobiček/izguba

$$\text{Dosežen dobiček} = \frac{\text{dosežen obvladljiv dobiček}}{\text{planiran obvladljiv dobiček}} \times 100$$

Realizacija plana proizvodnje

$$\text{Realizacija plana proizvodnje} = \frac{\text{realizirana proizvodnja}}{\text{planirana proizvodnja}} \times 100$$

Na uspešnost poslovanja lahko vodje PE vplivajo skozi več finančnih in nefinančnih gonil vrednosti, katerih rezultate merimo z naslednjimi kazalniki:

1. Finančna gonila vrednosti

Dobičkovnost prihodkov PE

$$\text{Dobičkovnost prihodkov PE} = \frac{\text{obvladljiv dobiček}}{\text{poslovni prihodki}}$$

Dobičkovnost PE je opredeljeno kot finančno gonilo vrednosti, na katerega lahko vodje vplivajo skozi izboljšanje gospodarnosti in proizvodjalnosti proizvodnih dejavnikov.

Gospodarnost PE

$$\text{Gospodarnost} = \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{poslovni odhodki}}$$

V okviru gospodarnosti so izračunani še trije dodatni kazalniki za gonila vrednosti, na katere imajo vodje PE vpliv z vidika količin porabe posamezne spremenljivke.

$$\text{Stopnja direktnega materiala v prihodkih} = \frac{\text{stroški direktnega materiala}}{\text{poslovni prihodki}}$$

$$\text{Stopnja energije v prihodkih} = \frac{\text{stroški energije}}{\text{poslovni prihodki}}$$

$$\text{Stopnja dela v prihodkih} = \frac{\text{stroški dela}}{\text{poslovni prihodki}}$$

Proizvajalnost PE

$$\text{Vrednost proizvodnje na zaposlenca} = \frac{\text{obseg proizvodnje}}{\text{število neposrednih zaposlenцев}}$$

$$\text{Prihodki na zaposlenca} = \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{število neposrednih zaposlenцев}}$$

2. Nefinančna gonila vrednosti PE

Z nefinančnimi gonili vrednosti so mišljene tiste spremenljivke na nivoju PE, ki izboljšujejo proizvodnjo zaposlenцев¹⁰⁰, izboljšujejo usposobljenost zaposlenцев in znižujejo stroške kakovosti. Merjeni so z naslednjimi kazalniki¹⁰¹.

Proizvajalnost v tonah

$$\text{Prodiktivnost} = \frac{\text{obseg proizvodnje v tonah}}{\text{število neposrednih zaposlenцев}}^{102}$$

Proizvajalnost v norma urah

$$\text{Proizvajalnost} = \frac{\text{norma ure}}{\text{število neposrednih zaposlenцев}}$$

¹⁰⁰ Proizvajalnost med nefinančnimi gonili je ponovno uporabljena zato, ker vodje PE nimajo vpliva na ceno (plačo) temveč na količino, to je prisotnost zaposlenцев na delo in njihovo zaposlitev, ko so prisotni.

¹⁰¹ Nefinančni kazalniki so uporabljeni iz Plana napredka 2004. Na nivoju sistema CIMOS je razvitih 250 kazalcev in kazalnikov, njihova uporaba, razen predpisanih, je prepuščena potrebam in posebnostim posameznih podjetij.

¹⁰² Kazalnik se izračunava samo za PE Siva litina in PE Aluminij (obe proizvodni enoti sta livarni in je možno ugotoviti proizvodnjo tudi v tonah).

Usposabljanje zaposlencev za polivalenco

ure usposabljanja

Usposabljanje = -----
število neposrednih zaposlencev

Interni in eksterni stroški napak

stroški odpravljanja internih in eksternih napak

Stopnja napak v prihodkih = -----
prihodki

10.5 Uspešnost poslovanja podjetja

Za spremljanje uspešnosti poslovanja podjetja se izdelava izkaz poslovnega uspeha vseh PE na nivoju podjetja, ki mora biti enak računovodskemu izkazu poslovnega uspeha za primerljivo obračunsko obdobje.

Tabela 9: Izkaz poslovnega uspeha podjetja.

		PE 1	PE 2	PE ...	PODJETJE
	POSLOVNI PRIHODKI				
1.	ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE				
2.	SPREMEMBA VREDNOSTI ZALOG PROIZ. IN NED.PROIZ.				
3.	USREDSTVENI LAST. PROIZVODI IN LAST.STORITEV				
4.	DRUGI POSLOVNI PRIHODKI				
	POSLOVNI ODHODKI				
5.	STROŠKI BLAGA, MATERIALA IN STORITEV				
	Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala				
	Stroški porabljenega materiala				
	Stroški storitev				
6.	STROŠKI DELA				
7.	ODPISI VREDNOSTI				
8.	DRUGI POSLOVNI ODHODKI				
	OBVLADLJIVI DOBIČEK PE (1+2+3+4-5-6-7-8)				
	Splošni stroški Nabave	XXX	XXX	XXX	
	Splošni stroški Prodaje	XXX	XXX	XXX	
	Splošni stroški Proizvodnje	XXX	XXX	XXX	
	Splošni stroški Skupnih služb podjetja	XXX	XXX	XXX	
	FINANČNI PRIHODKI	XXX	XXX	XXX	
	FINANČNI ODHODKI	XXX	XXX	XXX	
	ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	XXX	XXX	XXX	
	IZREDNI PRIHODKI	XXX	XXX	XXX	
	IZREDNI ODHODKI	XXX	XXX	XXX	
	POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	XXX	XXX	XXX	

Vir: Plan za leto 2004 (PS CIMOS TAM Ai).

Na nivoju podjetja so poleg finančnih in nefinančnih gonil vrednosti, na nivoju vseh PE, opredeljena tudi gonila vrednosti na nivoju temeljnih in podpornih dejavnosti, ki vplivajo na uspešnost poslovanja celotnega podjetja. V nadaljevanju naštevam samo najbolj značilna gonila vrednosti in kazalnike po posameznih poslovnih funkcijah oziroma procesih:

Prodaja

Gonilo vrednosti: Pri kupcih mora biti podjetje opredeljeno kot zaupanja vreden dobavitelj.

Kazalnik: Ocena odgovorov iz vprašalnika, na katerega dajo odgovor kupci (1x letno).

Nabava

Gonilo vrednosti: Izbor ustreznih dobaviteljev z vidika kvalitete dobavljenega materiala in surovin, pravočasnosti in cene.

Kazalnik: ppm¹⁰³ reklamacij dobaviteljem.

Projekti

Gonilo vrednosti: Projekti morajo biti dokončani v planiranem času s planiranimi stroški.

Kazalnik: indeks pravočasnosti izvedbe projekta.

Vzdrževanje

Gonilo vrednosti: Razpoložljivost strojev in naprav za izvajanje proizvodnega procesa.

Kazalnik: razpoložljivost strojev v %.

Razvijanje zmožnosti zaposlencev

Gonilo vrednosti: Da bo podjetje lahko zadovoljilo pričakovanja kupcev, mora imeti ustrezno usposobljene zaposlence.

Kazalnik: ure usposabljanja na zaposlenca.

Vodenje kakovosti

Gonilo vrednosti: Zagotovitev kakovosti proizvodov, kot jih zahteva kupec.

Kazalnik: ppm reklamacij od kupca.

Ravnanje z okoljem

Gonilo vrednosti: Spoštovanje okoljevarstvenih predpisov zaradi možnih sankcij države.

Kazalnik: obremenitev okolja z odpadki po vrstah v tonah.

Inovativna dejavnost

Gonilo vrednosti: Uporabne ideje s strani zaposlencev, ki znižujejo stroške.

Kazalnik: število koristnih predlogov na zaposlenca.

10.6 Postopek izračuna EVA

Izračun EVA smo napravili za leto 2003 po dveh variantah. Pri prvem smo uporabili samo osnovne računovodske podatke iz bilance stanja in izkaza poslovnega uspeha in pri drugem smo izvedli tudi ustrezne računovodske prilagoditve. Podatki, ki smo jih uporabili pri izračunu, so prikazani v prilogi.

10.6.1 Prilagajanje računovodskih podatkov

Da bi lahko izračunali razkrito EVA podjetja, je bilo potrebno najprej izvesti prilagoditev računovodskih podatkov. Ker je podjetje PS CIMOS TAM Ai naložbeno mesto z vidika lastnika CIMOS d. d., se predvideva, da nekaterih prilagoditev, glede na delitev dela znotraj celotnega poslovnega sistema, ne bo potrebno napraviti:

- odvisna podjetja kupuje matično podjetje, zato se prilagoditev za dobro ime ne predvideva,

prav tako se ne bodo izvajale računovodske prilagoditve zaradi računovodske usmeritve:

- podjetje uporablja za vrednotenje zalog planske cene z odmiki, kar pomeni, da ne bo prilagoditev za LIFO prihranek.

¹⁰³ ppm – število slabih kosov na milijon dobavljenih kosov.

Ker EVA ni nekaj enoznačno določljivega, smo se, na osnovi analize poslovanja v letu 2002 in 2003, odločili da napravimo dve prilagoditvi podatkov v letu 2003 in eno prilagoditev v letu 2002¹⁰⁴:

- v letu 2003 smo usredstviili stroške raziskav in razvoja v višini 68 mio sit in stroške izobraževanja in trženja v višini 82 mio sit, saj jih je poslovodstvo moralo, glede na Slovenske računovodske standarde, obravnavati kot odhodek v obračunskem obdobju ko so nastali. Poslovodstvo pa ne glede na standarde ocenjuje, da so to naložbe, ki bodo prispevale k večji vrednosti podjetja v daljšem časovnem obdobju.
- v letu 2002 smo usredstviili stroške prestrukturiranja v višini 420 mio sit, ki se nanašajo na finančno in poslovno reorganizacijo podjetja, glede na leto 2001, ko je podjetje nastalo z odkupom MPP Gonila in MPP Livarna.

10.6.2 Poslovno naloženi kapital

Izračun poslovno naloženega kapitala je bil napravljen na osnovi izločitve sredstev, ki niso povezana z osnovno dejavnostjo in izračuna dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev.

Tabela 10: Ocena poslovno naloženega kapitala za izračun osnovne EVA.

	SIT
	2002
Sredstva	8.564.806.178
- Dolgoročne finančne naložbe	0
- Kratkoročne finančne naložbe	0
Poslovno potrebna sredstva	8.564.806.178
Zaloge	685.680.552
Kratkoročne poslovne terjatve	1.332.562.755
Aktivne časovne razmejitev	8.171.497
Skupaj sredstva - A	2.026.414.804
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	1.795.445.509
Pasivne časovne razmejitev	14.225.722
Skupaj obveznosti - B	1.809.671.231
Dolgoročno financirana kratkoročna sredstva (A-B)	216.743.573
Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	8.125.406
Dolgoročno financirana kratkoročna sredstva	216.743.573
Stalna sredstva	6.530.265.968
Poslovno naloženi kapital (poslovni vidik)	6.755.134.947

Tabela 11: Viri financiranja poslovno naloženega kapitala za izračun osnovne EVA.

	2002	%
Kapital	5.034.246.764	74,52
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	1.340.446.837	19,84
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	66.700.773	0,99
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	313.740.574	4,64
Vloženi kapital (finančni vidik)	6.755.134.947	100,00

¹⁰⁴ Prilagoditev v letu 2002 je bila potrebna zaradi izračuna poslovno naloženega kapitala na začetku leta 2003.

Tabela 12: Ocena poslovno naloženega kapitala za izračun razkrite EVA.

SIT

	2002
Sredstva	8.564.806.178
Dolgoročne finančne naložbe	0
Kratkoročne finančne naložbe	0
Poslovno potrebna sredstva	8.564.806.178
Zaloge	685.680.552
Kratkoročne poslovne terjatve	1.332.562.755
Aktivne časovne razmejitev	8.171.497
Skupaj sredstva - A	2.026.414.804
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	1.795.445.509
Pasivne časovne razmejitev	14.225.722
Skupaj obveznosti - B	1.809.671.231
Dolgoročno financirana kratkoročna sredstva (A-B)	216.743.573
Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	8.125.406
Dolgoročno financirana kratkoročna sredstva	216.743.573
Stalna sredstva	6.530.265.968
<i>Usredstveni stroški prestrukturiranja</i>	<i>420.000.000</i>
Prilagojeni poslovno naloženi kapital (poslovni vidik)	7.175.134.947

Tabela 13: Viri financiranja poslovno naloženega kapitala za izračun razkrite EVA.

SIT

	2002	%
Kapital	5.034.246.764	70,16
<i>Usredstveni stroški prestrukturiranja</i>	<i>420.000.000</i>	<i>5,85</i>
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	1.340.446.837	18,68
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	66.700.773	0,93
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	313.740.574	4,37
Prilagojeni vloženi kapital (finančni vidik)	7.175.134.947	100,00

10.6.3 Veljavna stopnja obdavčitve

Veljavno stopnjo obdavčitve smo izračunali s pomočjo naslednje formule:

$$\text{Veljavna stopnja obdavčitve} = \frac{\text{davek iz dobička iz rednega delovanja}}{\text{poslovni izid iz rednega delovanja}} \times 100$$

Da bi se izognili izrednim prihodkom in odhodkom in se s tem čim bolj približali osnovni dejavnosti podjetja smo veljavno stopnjo obdavčitve izračunali na nivoju rednega delovanja podjetja.

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

Tabela 14: Izračun veljavne stopnje obdavčitve.

SIT

	2003	2002
Poslovni izid iz rednega delovanja	331.260.986	164.776.480
Davek iz dobička iz rednega delovanja	50.146.296	18.163.667
Veljavna stopnja obdavčitve	15,14%	11,02%

10.6.4 Stroški lastniškega kapitala

Pri pridobivanju podatkov za izračun stroškov lastniškega kapitala smo se odločili, da izhajamo iz svetovnega vidika obravnavanja poslovanja podjetja. Glede na to, da so edini zanesljivi podatki za model CAPM dostopni za ameriška podjetja¹⁰⁵, je bilo smiselno pri izračunu stroškov lastniškega kapitala za podjetje PS CIMOS TAM Ai izhajati iz podatkov, ki so na razpolago za ameriška podjetja.

Ocena donosnosti netvegane naložbe

Vir podatkov za oceno donosnosti netvegane naložbe je bil U.S. Department of the Treasury: www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-managment/interest-rate/yield.html. Uporabili smo podatke za donosnost 20-letne državne obveznice, ki je znašala 5,33%.

Ocena premije za tveganje

Premija za tveganje je ocenjena kot razlika med zahtevano donosnostjo povprečno tvegane naložbe na trgu r_M in pričakovano donosnostjo netvegane naložbe r_{RF} :

$$RP_M = r_M - r_{RF}$$

Vir podatkov za premijo za tveganje povprečno tvegane naložbe je bil: www.ibbotson.com. Premija za kapitalno tveganje za obdobje 1926–2002 je bila 7,19%.

Koeficient β

Vir podatkov za koeficient β je bil: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, kjer smo uporabili podatke izračunane β za ameriška podjetja iz sorodne gospodarske panoge, kot je panoga, v kateri deluje PS CIMOS TAM Ai (panoga: proizvodnja avtomobilskih delov). Pridobljeni podatki so vsebovali že koeficient nezadolženega ameriškega podjetja β_N , zato smo izračunali samo β_Z za PS CIMOS TAM Ai po naslednji formuli:

$$\beta_Z = \beta_N \left(1 + \frac{D \times (1 - T)}{K} \right)$$

- β_N - koeficient β nezadolženega ameriškega podjetja
- β_Z - koeficient β zadolženega slovenskega podjetja
- D - delež dolga podjetja v strukturi virov financiranja
- K - delež lastniškega kapitala v strukturi virov financiranja
- T - veljavna stopnja obdavčitve

¹⁰⁵ V slovenskem prostoru podatki za izračun po CAPM modelu, kljub nekaterim poskusom, niso uporabni. Kombinacija podatkov za slovenske in ameriške razmere, na primer donosnosti netvegane naložbe, pa bi pomenila "mešanje jabolk z dveh vrtov".

Stroške lastniškega kapitala smo izračunali s pomočjo modela CAPM:

$$r_s = r_{RF} + (r_M - r_{RF})\beta + r_A$$

r_s	- strošek lastniškega kapitala
r_{RF}	- pričakovana donosnost netvegane naložbe
r_M	- zahtevana donosnost povprečno tvegane naložbe
$(r_M - r_{RF})$	- tržna premija za tveganje
β	- koeficient tveganosti
r_A	- tveganje za majhnost podjetja

Tabela 15: CAPM model za izračun osnovno EVA.

Beta zadolženega ameriškega podjetja	0,94
Beta nezadolženega ameriškega podjetja	0,69
Delež dolga v strukturi virov financiranja	41,22 %
Delež lastniškega kapitala v strukturi virov financiranja	58,78 %
Veljavna stopnja obdavčitve	11,02 %
Beta PS CIMOS TAM Ai	1,12
Donosnost netvegane naložbe (državna obveznica - 20 let)	5,33 %
Donosnost povprečno tvegane naložbe	7,19 %
Pribitek za majhnost podjetja (tržna kap.< 160 mio \$)	6,34 %
Beta slovenskega zadolženega podjetja	1,12
Strošek lastniškega kapitala	14,52 %

Tabela 16: CAPM model za izračun razkrite EVA.

Beta zadolženega ameriškega podjetja	0,94
Beta nezadolženega ameriškega podjetja	0,69
Delež dolga v strukturi virov financiranja	39,29 %
Delež lastniškega kapitala v strukturi virov financiranja	60,71 %
Veljavna stopnja obdavčitve	11,02 %
Beta PS CIMOS TAM Ai	1,09
Donosnost netvegane naložbe (državna obveznica - 20 let)	5,33 %
Donosnost povprečno tvegane naložbe	7,19 %
Pribitek za majhnost podjetja (tržna kap.< 160 mio \$)	6,34 %
Beta slovenskega zadolženega podjetja	1,09
Strošek lastniškega kapitala	14,25 %

10.6.5 Stroški dolgovanega kapitala

Pri stroških dolgovanega kapitala smo ločili stroške dolgoročnega dolga iz financiranja, stroške dolgoročnega dolga iz poslovanja in stroške kratkoročnega dolga iz financiranja. Pri izračunu obresti, ki jih podjetje plačuje za omenjene dolgove, je bilo potrebno upoštevati, da so le-ti odbitna postavka od davčne osnove, zato smo jih ustrezno prilagodili:

Obrestna mera po davkih = obrestna mera pred davki x (1 – veljavna stopnja obdavčitve)

10.6.6 WACC

Za izračun tehtanega povprečnega stroška virov financiranja smo uporabili enačbo:

$$WACC = w_{vk} r_{vk} + w_{ddf} r_{ddf} (1 - T) + w_{ddp} r_{ddp} (1 - T) + w_{kdf} r_{kdf} (1 - T)$$

- w_k - delež lastniškega kapitala
- r_k - strošek lastniškega kapitala
- T - veljavna stopnja obdavčitve
- w_{ddf} - delež dolgoročnega dolga iz financiranja
- r_{ddf} - strošek dolgoročnega dolga iz financiranja
- w_{ddp} - delež dolgoročnega dolga iz poslovanja
- r_{ddp} - strošek dolgoročnega dolga iz poslovanja
- w_{kdf} - delež kratkoročnega dolga iz financiranja
- r_{kdf} - strošek kratkoročnega dolga iz financiranja

WACC je bil izračunan na osnovi naslednjih omejitev:

- Pri izračunu povprečnega stroška posamezne vrste virov dolgovanega financiranja (r_{ddf} , r_{ddp} in r_{kdf}) smo upoštevali ponder in strošek posameznega vira financiranja znotraj te vrste.
- Ponderji (w_k , w_{ddf} , w_{ddp} in w_{kdf}) so bili izračunani na osnovi knjigovodskih vrednosti, in ne na osnovi njihovih tržnih vrednosti.
- Obstoječa struktura virov financiranja je hkrati ciljna struktura.

Tabela 17: Izračun WACC za poslovno leto 2003 za izračun osnovne EVA.

	k	(1-T)	%
Strošek lastniškega kapitala	0,1452	x	0,7452 = 10,82 %
Strošek dolgoročnih obveznosti iz financiranja	0,0690	x 1 - 0,1514	x 0,1984 = 1,16 %
Strošek dolgoročnih obveznosti iz poslovanja	0,0710	x 1 - 0,1514	x 0,0099 = 0,06 %
Strošek kratkoročnih obveznosti iz financiranja	0,0520	x 1 - 0,1514	x 0,0464 = 0,20 %
WACC			12,25 %

Pri izračunu WACC za razkrito EVA smo upoštevali tudi strošek usredstvenih stroškov prestrukturiranja v letu 2002 kot strošek lastniškega kapitala.

Tabela 18: Izračun WACC za poslovno leto 2003 za izračun razkrite EVA.

	k	(1-T)	%
Strošek lastniškega kapitala	0,1425	x	0,7016 = 10,00 %
Strošek usredstvenih stroškov prestrukturiranja	0,1425	x	0,0585 = 0,83 %
Strošek dolgoročnih obveznosti iz financiranja	0,0690	x 1 - 0,1514	x 0,1868 = 1,09 %
Strošek dolgoročnih obveznosti iz poslovanja	0,0710	x 1 - 0,1514	x 0,0093 = 0,06 %
Strošek kratkoročnih obveznosti iz financiranja	0,0520	x 1 - 0,1514	x 0,0437 = 0,19 %
WACC			12,17 %

10.6.7 Izračun EVA

Izračun ekonomske dodane vrednosti je za podjetje možen po obeh pristopih, po tako imenovanem poslovnem pristopu:

Ekonomska dodana vrednost = NOPAT – (WACC x IC)

in po tako imenovanem finančnem pristopu:

Ekonomska dodana vrednost = (ROIC – WACC) x IC

Pri tem smo ROIC izračunali na osnovi enačbe:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{IC}} \times (1 - \text{veljavna stopnja obdavčitve})$$

Tabela 19: Izračun osnovne EVA.

SIT

	2003
EBIT	649.820.363
Davek na osnovi veljavne stopnje obdavčitve	98.369.821
NOPAT	551.450.542
WACC	12,25 %
Poslovno naloženi kapital	6.755.134.947
Stroški vložnega kapitala	827.255.457
Ekonomska dodana vrednost (poslovni pristop)	-275.804.916
NOPAT	551.450.542
Poslovno naloženi kapital	6.755.134.947
ROIC	8,16 %
Poslovno naloženi kapital	6.755.134.947
WACC	12,25 %
Ekonomska dodana vrednost (finančni pristop)	-275.804.916

Tabela 20: Izračun razkrite EVA.

SIT

Izračun razkrite EVA	2003
Poslovni izid iz poslovanja - EBIT	649.820.363
<i>Amortizacija usredstvenih stroškov prestrukturiranja¹⁰⁶</i>	<i>-21.000.000</i>
<i>Usredstveni stroški za raziskave in razvoj</i>	<i>68.000.000</i>
<i>Usredstveni stroški trženja in izobraževanja</i>	<i>82.000.000</i>
Prilagojen poslovni izid iz poslovanja - prilagojeni EBIT	778.820.363
Davek na osnovi veljavne stopnje obdavčitve	117.897.844
Prilagojeni NOPAT	660.922.519
WACC	12,17%
Prilagojeni poslovno naloženi kapital	7.175.134.947
Stroški vložnega kapitala	873.405.057
Ekonomska dodana vrednost (poslovni pristop)	-212.482.539
Prilagojeni NOPAT	660.922.519
Prilagojeni poslovno naloženi kapital	7.175.134.947
ROIC	9,21%
Prilagojeni poslovno naloženi kapital	7.175.134.947
WACC	12,17%
Ekonomska dodana vrednost (finančni pristop)	-212.482.539

¹⁰⁶ Upoštevani so stroški amortizacije usredstvenih stroškov prestrukturiranja v letu 2002.

10.6.8 Izračun poslovnega izida na drugih osnovah

Ker mora podjetje posebej razkriti tudi poslovna izida na podlagi splošnega prevrednotenja zaradi ohranjanja kupne moči kapitala v evru in na podlagi rasti cen življenskih potrebščin (Slovenski računovodski standardi, 2003, str. 77) smo izračunali dodatno še čisti poslovni izid iz rednega delovanja¹⁰⁷ z upoštevanjem zneskov splošnega prevrednotenja.

Prav tako smo izračunali stroške lastniškega kapitala na osnovi dejanske obrestne mere (6,9% na leto) za dolgoročna posojila. Predpostavili smo da bi lastniki želeli zaslužiti vsaj toliko kot zahtevajo posojilodajalci dolgoročnih posojil. Z upoštevanjem tega stroška med stroški financiranja smo izračunali čisti poslovni izid iz rednega delovanja.

V obeh primerih smo pri izračunu čistega poslovnega izida iz rednega delovanja uporabili veljavno stopnjo obdavčitve v višini 15,14 %.

Tabela 21: Poslovni izid izračunan na drugih osnovah.

	Lastniški kapital na dan 31.12.2002	%	Učinek	Čisti poslovni izid iz rednega delovanja 2003
Preračun na podlagi evra	5.034.246.764	2,7	135.924.663	165.766.306
Preračun na podlagi cen življenskih potrebščin	5.034.246.764	4,6	231.575.351	84.595.221
Obrestovanje z obrestno mero za dolgoročna posojila	5.034.246.764	6,9	347.363.027	-16.102.041

10.6.9 Primerjava izračunov

Razlika med čistim poslovnim izidom iz rednega delovanja in osnovno EVA in razkrita EVA je prikazana v tabeli 22.

Tabela 22: Primerjava rezultatov.

	SIT 2003
Čisti poslovni izid iz rednega delovanja ¹⁰⁸	281.114.690
Osnovna ekonomska dodana vrednost	-275.804.916
Razkrita ekonomska dodana vrednost	-212.482.539
Čisti poslovni izid iz rednega delovanja ob upoštevanju splošnega prevrednotenja na podlagi evra	165.766.306
Čisti poslovni izid iz rednega delovanja ob upoštevanju splošnega prevrednotenja na podlagi cen življenskih potrebščin	84.595.221
Čisti poslovni izid iz rednega delovanja ob upoštevanju stroškov lastniškega kapitala na osnovi obrestne mere za dolgoročna posojila	-16.102.041

Izračun pokaže da je podjetje, kljub ustvarjenemu pozitivnemu čistemu poslovnemu izidu iz rednega delovanja v višini 281 mio sit v letu 2003, znižalo vrednost premoženja svojih lastnikov.

¹⁰⁷ Neglede na to da se v skladu z računovodskimi standardi prevrednotenje krije v breme izrednih odhodkov ga zaradi primerjave z ekonomsko dodano vrednostjo upoštevamo v okviru rednega delovanja.

¹⁰⁸ Vpliv izrednih prihodkov in odhodkov smo pri primerjavi z osnovno in razkrita EVA izločili s tem da smo uporabili za primerjavo z njima čisti poslovni izid iz rednega delovanja.

Vzrok za negativno EVA je potrebno iskati v visokem deležu lastniškega kapitala v virih financiranja, skoraj 75 %, in stroških lastniškega kapitala, ki so vsaj za 50 % višji od dolgovanih virov financiranja, odvisno od vrste. Seveda pa imajo tudi drugi dejavniki, ki smo jih prikazali v magistrskem delu, svoj vpliv na negativno EVA.

Razlika med osnovno EVA in razkrita EVA pa je v številu izvedenih prilagoditev. Glede na to da je višina in vrsta prilagoditve pri razkriti EVA posledica naše subjektivne odločitve, je to tudi ena izmed slabosti izračuna, saj bi le-ta lahko bil ob drugačni odločitvi drugačen. Ne glede na to pa osnovna (neprilagojena) EVA vseeno kaže, da je poslovodstvo v letu 2003 znižalo vrednost premoženja lastnikov.

Dodatno smo izračunali čisti poslovni izid ob predpostavki da bi podjetje moralo v letu 2003 opraviti prevrednotovanje lastniškega kapitala na podlagi evra in cen življenskih potrebščin. Oba rezultata kažeta, da bi bil čisti poslovni izid iz rednega delovanja znatno manjši, kot v primeru da podjetje tega nebi opravilo. Če pa bi bil tudi lastniški kapital obrestovan, vsaj z obrestno mero, ki jo zahtevajo posojilodajalci dolgoročnih posojil, pa bi bil čisti poslovni izid iz rednega delovanja celo negativen.

Tudi pri slednjih izračunih je potrebno iskati vzrok za znižanje čistega poslovnega izida v visokem deležu lastniškega kapitala v virih financiranja.

SKLEP

EVA je merilo uspešnosti poslovanja, ki se od računovodsko ugotovljenega dobička razlikuje za vračunane stroške lastniškega vira financiranja in za ustrezne prilagoditve računovodskih podatkov.

Stroški lastniškega kapitala, izračunani tako ali drugače, delujejo na podjetje kot finančni vzvod, saj predstavljajo za podjetje stalno finančno obveznost, ki jo le-ta mora izpolniti. Na ta način se stopnja finančnega vzvoda in s tem celotnega vzvoda podjetja poviša.

Kljub temu da je metoda EVA nastala zaradi kritike računovodskih podatkov in na osnovi njih napravljenih računovodskih izkazov, tudi sama (to je metoda EVA) v svojih izračunih uporablja podatke, sicer ponekod prilagojene, ki izhajajo iz računovodskih izkazov.

Bistvo modela EVA je v tem, da se poslovodstvo mora zavedati, da ima tudi lastniški kapital svojo ceno in da s tem povzroča dodatne stroške financiranja podjetja. Takšno (samo)zavedanje pa mora pripeljati do discipline pri uporabi ne samo lastniškega, temveč tudi dolgovanega kapitala. Oba sta povezana s stroški, ki jih običajno izračunamo kot tehtano povprečje obeh (WACC). Kolikšni so stroški lastniškega kapitala, lahko izračunamo na več načinov, saj je finančna teorija in praksa razvila več modelov. Vsak ima svoje prednosti in slabosti, običajno pa uporabljamo CAPM model.

Samo zavedanje cene lastniškega kapitala ali bolj natančno cene lastniškega in dolgovanega kapitala je premalo, če hoče poslovodstvo povečevati vrednost podjetja. Pomembne so tudi odločitve v zvezi z naložbenjem, tako kratkoročnim v zaloge, terjatve ter likvidnostne rezerve kot tudi dolgoročnim v različne projekte podjetja. Podjetje mora biti še posebej previdno pri izbiri svojih dolgoročnih naložb, saj mora prav tako ugotoviti stroške virov financiranja teh naložb ob upoštevanju njihovega tveganja. Pri tem običajno naleti na vse probleme, ki smo jih že omenili pri CAPM modelu. Odločitve o tekočem (vsakodnevnem) poslovanju, z vidika

zagotovljenih podatkov za sprejemanje odločitev, so še najlažje, saj si lahko pomagamo z obstoječim, tudi računovodskim informacijskim sistemom. Metode nadzora nad terjatvami, zalogami in likvidnostnimi rezervami pa so bile znane že dolgo pred metodo EVA.

V magistrskem delu se nismo hoteli spuščati v razpravo o značilnostih posameznih stilov vodenja, anglosaksonski oziroma kontinentalni stil vodenja podjetij, saj le-ti nimajo vpliva na sam izračun EVA, imajo pa lahko vpliv na odločitev ravnateljstva, ali bo podjetje uvedlo metodo EVA ali pa ne. Ne glede na to ne moremo enoznačno trditi, da podjetju, ki ni uvedlo metode EVA, ni osnovni cilj povečevati vrednost podjetja za lastnike, saj obstajajo tudi drugi modeli, bolj ali manj primerni, za spremljanje uspešnosti poslovanja (EPS, ROE, FCF, CFROI, TSR, TBR, CVA, SHV ...).

Kljub trditvam predstavnikov družbe Stern Stewart & Co., da je EVA edini zveličavni kazalec uspešnosti podjetja, se pridružujemo tistim avtorjem, ki trdijo, da mora podjetje imeti več kazalcev ocenjevanja svoje uspešnosti, predvsem pa je pomembno, da poslovodstvo razume, kaj neki kazalec lahko meri in kaj so njegove prednosti oziroma slabosti.

Ker raziskave, ki so bile izvedene (nekatero smo tudi omenili v magistrskem delu), vedno ne pokažejo občutno večje korelacije med vrednostjo delnice in EVA v primerjavi z drugimi merili, tudi računovodskimi, bo potrebno še vedno iskati boljše merilo, čeprav se je potrebno že vnaprej zavedati, da na vrednost podjetja vplivajo tudi dejavniki, katerih učinke ne moremo vrednostno izraziti, ampak jih lahko v najboljšem primeru izrazimo količinsko oziroma jih samo racionalno zaznamo. Tukaj mislimo predvsem na nefinančna gonila vrednosti, katerim mora podjetje še posebej posvečati pozornost. V prihodnosti verjetno lahko pričakujemo merila uspešnosti, ki bodo kombinacija finančnih in nefinančnih meril. V magistrskem delu je že bila omenjena kombinacija metode ekonomske dodane vrednosti in metode uravnoveženega sistema kazalnikov.

Ne glede na to, da mnogi avtorji matematično dokazujejo enakost med ocenjevanjem vrednosti podjetja na osnovi denarnega toka in EVA, pa je potrebno biti previden pri uporabi obeh, saj je ta enakost dosežena samo ob določenih pogojih. Najbolje je, da pri ocenjevanju naložb, strategij in podjetij uporabimo obe metodi.

Matematični izračun EVA je preprost, čeprav se v zvezi s pripravo podatkov pojavlja vrsta težav, predvsem pri zagotovitvi ustreznih podatkov za CAPM model in za vrsto in obseg računovodskih prilagoditev obstoječih podatkov podjetja.

Verodostojnost uporabe metode EVA bo zagotovljena, če se bo na tem področju izoblikovala ustrezna praksa in teorija, ki bo podprla v praksi izvedene prilagoditve. Podjetja, ki uporabljajo metodo, bi morala razkriti izvedene prilagoditve, saj bodo le tako lahko dosegla verodostojnost izračunov pri svojih lastnikih. V razkritju bi bilo smiselno prikazati popravek glede na obstoječe računovodske standarde (na primer MRS, SRS), ki jim strokovna in poslovna javnost zaupa. Še boljše bi bilo morda razmišljati o dopolnitvi računovodskih standardov s poglavjem o prilagoditvah, ki jih podjetje mora izvesti da bi lahko verodostojno izračunalo EVA. Korak v tej smeri je že poglavje o prevrednotenju kapitala v SRS.

Avtor magistrskega dela se zaveda, da bo metoda EVA lahko uspešna samo ob ustrezni motivaciji tako poslovodstva kot ostalih zaposlenecv, eden takšnih motivatorjev so tudi ustrezne nagrade. V magistrski nalogi o tem ni veliko zapisanega iz preprostega razloga, ker se pred delitvijo nečesa mora to (ekonomsko dodano vrednost) najprej ustvariti. Ker je bil osnovni

namen in cilj naloge namenjen slednjemu, modelov nagrajevanja na osnovi EVA nismo posebej preučevali.

V pričujočem delu se prav tako nismo spuščali v oceno slovenskega finančnega trga, ki je po mnenju mnogih premajhen, da bi služil kot izvor vhodnih podatkov za omenjene finančne modele (na primer CAPM). Avtor magistrskega dela je mnenja, da bo globalizacija kot svetovni proces na eni strani in majhnost nakupnega trga v Sloveniji na drugi strani prisilila tista podjetja, za katera je smiselno uvesti metodo EVA (ali podobne metode merjenja vrednosti podjetja), da bodo morala razmišljati in delovati globalno, kar pa bo zahtevalo, da bo merjenje njihove uspešnosti moralo temeljiti na "globalnih" podatkih, ki pa so že danes razpoložljivi na nekaterih svetovnih borzah. Ali bodo ti podatki iz ameriških borz ali iz evropskih (evropske), je stvar dodatnega argumentiranega premisleka.

Za podjetje PS CIMOS TAM Ai smo izračunali osnovno in razkrito EVA in napravili primerjavo s čistim poslovnim izidom iz rednega delovanja. Podjetje je v letu 2003 znižalo vrednost premoženja lastnika, merjeno po obeh EVA, zato bi poslovostvo moralo sprejeti ukrepe na področju gonil vrednosti, ki so bila predstavljena v magistrskem delu, še posebej pa na področju višine lastniškega kapitala.

Dodatno smo izračunali čisti poslovni izid podjetja ob predpostavki da bi podjetje moralo v letu 2003 opraviti prevrednotovanje lastniškega kapitala na podlagi evra in cen življenskih potrebščin. Oba rezultata kažeta, da bi bil čisti poslovni izid iz rednega delovanja znatno manjši, kot v primeru da podjetje tega nebi opravilo. Če pa bi bil tudi lastniški kapital obrestovan, vsaj z obrestno mero, ki jo zahtevajo posojilodajalci dolgoročnih posojil, pa bi bil čisti poslovni izid iz rednega delovanja celo negativen.

LITERATURA

1. **Antunović Peter:** Finance podjetja: Teorija in praksa. Brdo pri Kranju: Center Brdo, Sklad za razvoj managementa, 1999. 303 str.
2. **Bergant Živko:** Sistem kompleksne analize finančnega položaja podjetja. Ljubljana: ITEO – Inštitut za trženje, ekonomiko in organizacijo, 1995. 269 str.
3. **Bergant Živko:** Nekateri vidiki analize kapitala podjetja. 3. Strokovno posvetovanje o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1997, str. 126-141.
4. **Bergant Živko:** Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Korporacijsko prestrukturiranje, Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 87-101.
5. **Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter:** Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
6. **Brigham Eugene F.:** Fundamentals of Financial Management. 7th Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 1995. 843 str.
7. **Brigham Eugene F., Daves R. Phillip:** Intermediate Financial Management. 8th Edition. B.k.: Thomson South-Western, 2004. 1037 str.
8. **Bolčič Tatjana:** Ravnanje za večanje vrednosti. ITEO: Relacije, Ljubljana, 1999a, 1, str. 10-11.
9. **Bolčič Tatjana, Cerjak Rado:** Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1999b, 24, str. 51-52.
10. **Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack:** Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd Edition. New York: John Wiley & Sons, 1996. 550 str.
11. **Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack:** Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd Edition. New York: John Wiley & Sons, 2000. 494 str.
12. **Cook Jacob, Bolčič Tatjana:** Ekonomski dobiček: Ravnanje za večanje vrednosti podjetja. Ljubljana: ITEO, 1998. 34 str.
13. **Čibej Andrej Jože:** Matematika za računovodje in ekonomiste. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1996. 420 str.
14. **Damodaran Aswath:** Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. New York: John Wiley & Sons, 1996. 519 str.
15. **Damodaran Aswath:** Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. 2nd Edition. New York: John Wiley & Sons, 2001. 982 str.
16. **Debeljak Žiga:** Kako določiti "optimalno" kapitalsko sestavo podjetja? Finance, Ljubljana, 2001, 42, str. 12-13.
17. **De Wet, Johannes Hendrik van Heerden:** A Strategic approach in managing Shareholders' wealth for companies listed on the JSE Securities Exchange South Africa. Pretoria: University of Pretoria, 2004. 284 str.
18. **Doyle Peter:** Value-Based Marketing: Marketing Strategies for Corporate Growth and Shareholder Value. New York: John Wiley & Sons, 2000. 369 str.

19. **Duhovnik Meta:** Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995. 209 str.
20. **Duhovnik Meta:** Obračunski in denarni tokovi kot podlaga za ugotavljanje uspešnosti. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2003. 345 str.
21. **Ehrbar Al:** EVA: The Real Key To Creating Wealth. New York: John Wiley & Sons, 1998. 234 str.
22. **Filipič Drago, Mlinarič Franjo:** Temelji podjetniških financ. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1999. 199 str.
23. **Grant L. James, Abate A. James:** Focus on VAlue: A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation. New York: John Wiley & Sons, 2001. 191 str.
24. **Grundy Tony:** Shareholder Value. B.k.: Capstone Publishing (a Wiley company), 2002. 133 str.
25. **Hartman Andrej:** Vrednotenje in prestrukturiranje podjetja. Ljubljana: Gea College, Visoka strokovna šola za podjetništvo, 1999. 80 str.
26. **Hawawini Gabriel, Viallet Claude:** Finance for Executives: Managing for Value Creation. 2nd Edition. B.k.: South-Western, 2002. 606 str.
27. **Helfert A. Erich:** Techniques of financial analysis: A Guide to Value Creation. 10th Edition. Singapore: McGraw-Hill, 2000. 556 str.
28. **Hočevar Marko:** Oblikovanje računovodskih informacij za poslovodsko nadziranje po mestih odgovornosti. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995. 274 str.
29. **Hočevar Marko:** Kritični pogled na nekatere sodobne računovodske metode. Iks, revija za računovodstvo in finance, Ljubljana, 2002a, 11, str. 85-96.
30. **Hočevar Marko:** Novi pristopi pri spremljanju uspešnosti poslovanja (ABC, EVA, BSC) – Koliko je v njih mode in koliko napredka? Zbornik referatov X. Posvetovanje Računovodstvo za notranje potrebe podjetij, Portorož. Ljubljana: LM Veritas, 2002b, str. 5-28.
31. **Hočevar Marko, Jaklič Marko, Zagoršek Hugo:** Ustvarjanje uspešnega podjetja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2003. 288 str.
32. **Javornik Samo:** Finančna analiza in dodana vrednost. Seminar z delavnico: Finančno načrtovanje v podjetju. Ljubljana: CISEF, 1998. 23 str.
33. **Johnson Gerry, Scholes Kevan:** Exploring Corporate Strategy. 3rd Edition. Cambridge: Prentice Hall International, 1993. 431 str.
34. **Kaplan S. Robert, Norton P. David:** Uravnoreženi sistem kazalnikov. Ljubljana: GV založba, 2000. 343 str.
35. **Kaplan S. Robert, Norton P. David:** Strateško usmerjena organizacija. Ljubljana: GV založba, 2001. 426 str.
36. **Kline Miro, Rozman Ana:** Ugled, merilo vrednosti podjetja. Svetovalec iz Gospodarskega vestnika, Ljubljana, 2004, 23, str. 62.
37. **Kleindienst Robert:** Kaj morajo praktiki vedeti o kazalniku beta? Finance, Ljubljana, 1999, 116, str. 21.

38. **Korošec Bojana:** Računovodski vidik ekonomske dodane vrednosti. Zbornik referatov 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2001, str. 103-118.
39. **Madden J. Bartley:** CFROI Valuation: A total System Approach to Valuing the Firm. Oxford: Butterworth-Heinemann, 1999. 356 str.
40. **Manganelli L. Raymond, Hagen W. Brian:** Solving the Corporate Value Enigma. New York: AMACOM, 2003. 238 str.
41. **Martin D. John, Petty J. William:** Value Based Managment: The Corporate Response to the Shareholder Revolution. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 2000. 249 str.
42. **Mäkeläinen Esa:** Economic Value Added as a mamangement tool. Helsinki School of Economics and Business Administration, Department of Accounting and Finance. [URL: <http://www.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml>], 9.2.1998.
43. **Morin A. Roger, Jarrell L. Sherry:** Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth. New York: McGraw-Hill, 2000. 399 str.
44. **Mramor Dušan:** Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
45. **Mramor Dušan:** Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 125 str.
46. **Neuberg Franz-Friederich:** Upravljanje s portfeljem. Potencialni dobiček – teorija in praksa. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 163 str.
47. **Odar Marjan:** Poročanje zunanjim uporabnikom računovodskih informacij. Iks, revija za računovodstvo in finance, Ljubljana, 1998, 3, str. 9–14.
48. **Pettit Justin:** EVA&Strategy II: Portfoli Management. EVAlation, New York, 2001, 2, str. 1-12.
49. **Prašnikar Janez, Debeljak Žiga:** Ekonomski modeli za poslovne odločitve. Ljubljana. GV Založba, 1998. 435 str.
50. **Pučko Danijel et.al.:** Managment. Ljubljana: Didakta, 1994. 1072 str.
51. **Pučko Danijel:** Analiza poslovanja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 289 str.
52. **Ramsden Philip:** The Essentials of Management Ratios. Bodmin: Gower, 1998. 177 str.
53. **Shrieves E. Ronald, Wachowicz M. John:** Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVATM), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variation of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation. Engineering Economist, 46 (2001), 1, str. 33-52.
54. **Slovenski računovodski standardi 2001,** Slovenski inštitut za revizijo, Ljubljana, 2003. 337 str.
55. **Stern Joel M., Shiely John S., Ross Irwin:** EVA kot izziv. Ljubljana: GV Založba, 2003. 244 str.
56. **Stern Stewart & Co.:** The EVA Company, About EVA (online). [URL: <http://www.sternstewart.com/>], 15. 01. 2001.
57. **Stewart Bennett G. III: The Quest For Value:** The EVA Managment Guide. New York: Harper Business, 1991. 781 str.

58. **Tajnikar Maks, Bršič Bernard, Bukvič Vladimir, Ogrin Nina:** Upravljaljska ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 347 str.
59. **Turk Ivan, Kavčič Slavka, Koželj Stanko, Kokotec-Novak Majda:** Finančno računovodstvo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 406 str.
60. **Turk Ivan:** Pojmovnik računovodstva, financ in revizije. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 2002. 1082 str.
61. **Walsh Ciaran:** Key Management Ratio: How to analyse, Compare and Control the Figures that drive Company Value. London: Pitman Publishing, 1993. 259 str.
62. **Young S. David, O'Byrne F. Stephen:** EVA and Value-Based Management: A practical Guide to Implementation. Singapore: McGraw-Hill, 2000. 493 str.

VIRI

1. Letno poročilo PS Cimos TAM Ai za leto 2002
2. Letno poročilo PS Cimos TAM Ai za leto 2003
3. Plan Napredka za leto 2004 (PS CIMOS TAM Ai)
4. Plan za leto 2004 (PS CIMOS TAM Ai)
5. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS št. 14/2003)

PRILOGA 1

Bilanca stanja na dan 31.12.2002 in 31.12.2003

SIT

Računovodska postavka	2003	2002
SREDSTVA	9.148.977.927	8.564.806.178
I. STALNA SREDSTVA	6.810.147.503	6.530.265.968
Neopredmetena dolgoročna sredstva	397.747.715	346.153.156
Opredmetena osnovna sredstva	6.412.399.788	6.184.112.812
Dolgoročne finančne naložbe	0	0
Popravek kapitala		
II. GIBLJIVA SREDSTVA	2.338.830.424	2.034.540.210
Zaloge	768.346.291	685.680.552
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve	1.501.807.119	1.332.562.755
Kratkoročne finančne naložbe	0	0
Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	16.201.526	8.125.406
Aktivne časovne razmejitev	52.475.488	8.171.497
OBEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	9.148.977.927	8.564.806.178
I. KAPITAL	5.322.930.497	5.034.246.764
Vpoklicani kapital	4.990.504.251	4.990.504.251
Kapitalske rezerve	0	0
Rezerve iz dobička	0	0
Preneseni čisti poslovni izid	43.666.913	-125.462.882
Čisti poslovni izid poslovnega leta	288.683.733	169.129.795
Prevrednotovalni popravki kapitala	75.600	75.600
II. REZERVACIJE	0	0
III. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI IZ FINANCIRANJA	1.362.531.666	1.340.446.837
IV. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI IZ POSLOVANJA	182.134.981	66.700.773
V. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI IZ FINANCIRANJA	217.138.067	313.740.574
VI. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI IZ POSLOVANJA	2.032.327.700	1.795.445.509
VII. PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	31.915.016	14.225.722

PRILOGA 2

Izkaz poslovnega uspeha za leto 2002 in 2003

SIT

Računovodska postavka	2003	2002
ČISTI PRIDODKI OD PRODAJE	9.107.079.502	7.502.934.253
Čisti prihodki od prodaje na DT	450.210.792	404.439.375
Čisti prihodki od prodaje na ZT	1.553.860.456	2.015.152.997
Čisti prihodki od prodaje – INTER.PROD.	7.103.008.254	5.083.341.881
SPREMEMBA VREDNOSTI ZALOG PROIZ. IN NED.PROIZ.	256.531.251	-66.328.932
USREDSTVENI LAST. PROIZVODI IN LAST.STOR.	134.460.344	160.621.090
DRUGI POSLOVNI PRIHODKI	23.857.442	230.076.264
STROŠKI BLAGA ,MATERIALA IN STORITEV	6.085.543.384	4.875.543.879
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	276.917.365	62.476.382
Stroški porabljenega materiala	5.022.632.187	4.129.782.757
Stroški storitev	785.993.831	683.284.741
STROŠKI DELA	2.452.867.885	2.296.949.257
ODPISI VREDNOSTI	299.303.009	248.641.561
DRUGI POSLOVNI ODHODKI	34.393.899	3.378.419
FINANČNI PRIHODKI	26.404.919	16.110.396
Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev	153.348	100.827
Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev	26.251.571	16.009.569
FINANČNI ODHODKI	344.964.296	254.123.477
Finančni odhodki za obresti in iz dr.obveznosti	344.964.296	254.123.477
DAVEK IZ DOBIČKA IZ REDNEGA DELOVANJA	50.146.296	18.163.667
ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	281.114.690	146.612.812
IZREDNI PRIHODKI	13.959.912	32.326.184
IZREDNI ODHODKI	3.867.855	2.303.541
POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	10.092.058	30.022.643
DAVEK IZ DOBIČKA ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	2.523.014	7.505.661
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	288.683.733	169.129.795
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA // EBIT	649.820.363	402.789.560
POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	331.260.986	164.776.480
CELOTNI POSLOVNI IZID	341.353.043	194.799.123

SLOVAR

Accounting Beta Method – Metoda računovodske β
Accrual basis of accounting – Računovodenje na podlagi poslovnih dogodkov
Activity Based Costing – Razporejanje stroškov na stroškovne nosilce na podlagi aktivnosti

Balanced Scorecard – Uravnotežen sistem kazalnikov
Basic EPS – Osnovni dobiček na delnico
Basic EVA – Osnovna EVA
Book value of share – Knjigovodska vrednost delnice

Capital Asset Pricing Model (CAPM) – Model določanja cen dolgoročnih naložb
Capital employed (CE) – Vloženi kapital
Cash Flow Return on Investment (CFROI) – Denarni tok iz naložb
Convertibles – Zamenljive vrednostnice
Corporate governance – Vladanje podjetjem

Diluted EPS – Oslabljeni dobiček na delnico
Disclosed EVA – Razkrita EVA
Discounted cash flow method (DCF) – Metoda diskontiranega denarnega toka
Dividend Per Share (DPS) – Dividenda na delnico
Dividend discount model – Dividendno-diskontni model

Earnings Per Share (EPS) – Dobiček na navadno delnico
Earnings before interest and taxes (EBIT) – Dobiček pred plačilom obresti in obdavčitvijo
Economic profit – Ekonomski dobiček
Effective rate of tax – Veljavna stopnja obdavčitve

Financial leverage – Finančni vzvod
Fixed assets – Osnovna sredstva
Franchising – Podelitev franšiz
Free CashFlow to equity (FCFE) – Prosti denarni tok delničarjem
Free CashFlows to Firm (FCFF) – Prosti denarni tok vlagateljem

Good will – Dobro ime

Historical risk premium – Zgodovinska premija za tveganje

Intrinsic (fundamental) value – Notranja (temeljna) vrednost
Invested capital (IC) – Poslovno naloženi kapital
Investment Opportunity Schedule (IOS) – Krivulja naložbenih možnosti

Key performance indicators – Ključni pokazatelji rezultata

Lagging indicators – Pokazatelji z zamikom
Leading indicators – Vnaprejšnji pokazatelji
LIFO reserves – LIFO prihranek
Licensing – Podelitev licenc

Marginal Cost of Capital (MCC) – Mejni strošek kapitala

Market risk premium – Tržna premija za tveganje
Market to book ratio of share – Cena na knjigovodsko vrednost delnice
Market Value Added (MVA) – Tržna dodana vrednost
Market value of capital – Tržna vrednost lastniškega kapitala
Market value of share – Tržna vrednost delnice
Market, beta risk – Tržno tveganje projekta

Net Present Value method (NPV) – Metoda čiste sedanje vrednosti naložbe
Net operating profit after tax (NOPAT) – Čisti dobiček poslovanja po (prilagojenih) davkih

Operating leverage – Poslovni vzvod
Operating profit margin – Dobičkovnost prihodkov od prodaje
Operating revenues – Prihodki od prodaje in podobni prihodki
Outsourcing – Zunanje pridobivanje polizdelkov oziroma storitev

Project's own stand-alone total risk – Samostojno tveganje projekta
Primary EPS – Primarni dobiček na delnico
Performance variable – Spremenljivke, ki povečujejo vrednost podjetja
Performance measurement techniques – Metode merjenja uspešnosti

Return on assets (ROA) – Donosnost sredstev
Return on equity (ROE) – Donosnost lastniškega kapitala
Residual income - Preostanek dobička
Return on invested capital (ROIC) – Donosnost poslovno naloženega kapitala
Return on investment (ROI) – Donosnost naložbe
Return spread – Razpon donosnosti
Risk-free rate – Pričakovana donosnost netvegane naložbe

Sales promotion cost – Stroški pospeševanja prodaje
Shareholder Value (SV) – Vrednost za delničarje
Strategic business units – Strateška poslovna enota
Suspension account – Začasni račun/konto

Tailored EVA – Prilagojena EVA
True EVA – Prava EVA

Value Based Management (VBM) – Poslovanje za večanje vrednosti podjetja
Value creation mindset – Enakomisleči glede ustvarjanja vrednosti

Warrants – Nakupni boni
Weighted Average Cost of Capital (WACC) – Tehtano povprečje stroškov kapitala
Within-firm total risk – Tveganje projekta znotraj podjetja
Working capital – Dolgoročno financirana kratkoročna sredstva