

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**USTVARJANJE VREDNOSTI IN EKONOMSKA DODANA
VREDNOST**

Ljubljana, marec 2004

URŠKA KOSI

IZJAVA

Študentka Urška Kosi izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc.dr. Metke Tekavčič, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 26.3.2004

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 USTVARJANJE VREDNOSTI	3
1.1 RAZLIČNE OPREDELITVE PODJETJA	5
1.2 LASTNIKI PODJETJA.....	7
1.3 CILJ POSLOVANJA PODJETJA	9
1.4 MANAGEMENT ZA VEČANJE VREDNOSTI	11
2 USPEŠNOST PODJETJA	13
2.1 POSLOVNI USPEH PODJETJA.....	14
2.2 SPREMLJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA.....	15
2.3 ANALIZA POSLOVANJA	16
2.3.1 Finančna analiza.....	17
2.4 SISTEMI NAGRAJEVANJA MANAGERJEV	18
2.5 MERILA POSLOVNE USPEŠNOSTI.....	20
2.6 MODELI MERJENJA USPEŠNOSTI PODJETJA.....	22
2.6.1 Kritike računovodskih informacij	23
3 EKONOMSKA DODANA VREDNOST	26
3.1 ZGODOVINSKO OZADJE.....	27
3.1.1 Preostali dobiček	29
3.2 OPREDELITEV EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	30
3.3 VHODNI PODATKI ZA IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI... 34	
3.3.1 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov	35
3.3.2 Čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih	46
3.3.3 Poslovno investirani kapital	48
3.3.4 Stroški kapitala.....	51
3.3.4.1 <i>Strošek dolgoročnega dolžniškega kapitala</i>	54
3.3.4.2 <i>Strošek kratkoročnega dolžniškega kapitala</i>	55
3.3.4.3 <i>Strošek prednostnega lastniškega kapitala</i>	56
3.3.4.4 <i>Strošek navadnega lastniškega kapitala</i>	56
3.4 TRŽNA DODANA VREDNOST	62

3.5	SISTEMI NAGRAJEVANJA, TEMELJEČI NA EKONOMSKI DODANI VREDNOSTI	64
3.5.1	Standardizacija ekonomske dodane vrednosti.....	67
3.6	UPORABA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI IN NJENO UVAJANJE ...	68
4	OMEJITVE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI.....	71
5	UPORABA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V SLOVENIJI.....	76
	SKLEP	82
	LITERATURA.....	84
	VIRI.....	90

UVOD

Z deregulacijo kapitalskih trgov, na katero so vplivali razvoj trgov vrednostnih papirjev, napredek informacijske tehnologije, listinjenje in vzpon institucionalnih investitorjev, je začelo veljati pravilo: če podjetje ne zadovoljuje pričakovanj investitorjev, gredo ti drugam in podjetje propade (Rijavec, 2000, str. 31). Pri tem mislimo predvsem na pričakovanja investitorjev, ki so vložili lastniški kapital, torej na lastnike. Predvsem management se mora zavedati, da lastniški kapital ni brez stroškov, zato se je potrebno naučiti meriti in izkazovati ustvarjanje vrednosti za lastnike.

V obdobju od osemdesetih let 20. stoletja dalje smo priča številnim pojavom, ki pospešujejo prevlado ustvarjanja vrednosti za lastnike podjetja pred drugimi cilji podjetja (Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 3-10). Zato sodobna teorija poslovnih financ kot primarni cilj poslovanja podjetja, ki deluje v tržnem gospodarstvu, poudarja maksimiranje premoženja lastnikov, ki se doseže ob maksimiranju tržne vrednosti enote lastniškega kapitala (Mramor, 1998, str. 362). Poslovanje podjetja pa je uspešno, kadar le-to doseže postavljeni cilj, torej ustvarja vrednost za lastnike. Na drugi strani Mramor, Groznik in Valentinčič (1999) ugotavljajo, da je Slovenija sredi prehodnega obdobja, ko v večini slovenskih podjetij maksimiranje premoženja lastnikov še ni sprejeto kot najpomembnejši cilj in je običajno prisotna nejasna opredelitev ali pa problematična opredelitev (na primer ohranitev delovnih mest, čim višje plače, dobiček itd.) cilja poslovanja.

V razvitih gospodarstvih se računovodskemu dobičku in iz njega izvedenim merilom, kot osrednjim merilom poslovne uspešnosti, v zadnjih nekaj letih zelo hitro pridružujejo številni novi modeli in kazalci poslovne uspešnosti. Slednji se ukvarjajo z izzivom, kako ugotoviti, ali neko podjetje ustvarja vrednost oziroma dosega stvaren ekonomski uspeh. Glavni problemi tradicionalnih finančnih meril poslovne uspešnosti so namreč zanemarjanje stroškov lastniškega kapitala, osredotočanje na preteklo poslovanje, nekritična uporaba računovodskih podatkov, ki imajo prirojene številne »objektivne« omejitve, ter spodbujanje kratkoročne naravnosti managementa.

V pričujočem magistrskem delu bomo natančneje predstavili enega izmed sodobnih modelov merjenja poslovne uspešnosti podjetja, to je ekonomsko dodano vrednost (angl. economic value added – EVA¹). V osnovi je ekonomska dodana vrednost merilo kratkoročne poslovne uspešnosti, ki temelji na računovodskih izkazih podjetja ter meri uspešnost poslovanja podjetja glede na tveganja in pričakovani donos investitorjev. Za njen (natančnejši) izračun snovalci priporočajo nekatere prilagoditve računovodskih podatkov, nakar se od čistega dobička iz poslovanja po davkih odštejejo stroški kapitala (dolžniškega in lastniškega),

¹ Economic value added - EVA[®] je zaščitena blagovna znamka svetovalnega podjetja Stern Stewart & Co., ki je koncept ekonomske dodane vrednosti razvilo v strokovno izpopolnjen model merjenja ekonomske uspešnosti. V slovenski literaturi sta v uporabi predvsem preveda ekonomska dodana vrednost oziroma ekonomski dobiček (glej na primer Kordež, 2000; Ličen Čok, 2001). V magistrskem delu bomo uporabljali prvega.

potrebnega za doseganje tega dobička. Vendar je koncept ekonomske dodane vrednosti mnogo več kot le finančni kazalec uspešnosti, ki pokaže ekonomski dobiček podjetja. Je tudi osnova za sistem nagrajevanja, ki interese managerjev približa interesom lastnikov, in finančni management (angl. financial management).

Nedvomno ima ugotavljanje uspešnosti podjetja s pomočjo ekonomske dodane vrednosti nekatere prednosti, vendar bi bilo opiranje samo na njen izračun in zanemarjanje ostalih kazalcev² verjetno zavajajoče (Kordež, 2000, str. 20). Raznih novosti in novih metod, ki se pojavljajo v svetu, namreč ne gre nekritično sprejemati in površno uvajati v domače poslovanje; zato je tudi omejitvam ekonomske dodane vrednosti potrebno nameniti ustrezno pozornost.

Cilj magistrskega dela je ugotoviti, ali koncept ekonomske dodane vrednosti ponuja zadovoljive odgovore na spremembe na področju poslovnih financ, ki so se v zadnjih dveh desetletjih dogodile v razvitejših gospodarstvih (dogajati pa so se pričele tudi v slovenskem gospodarstvu) ter potrjujejo ustvarjanje vrednosti za lastnike kot temeljni cilj poslovanja podjetja. Da bi dosegli zastavljeni cilj, bomo najprej predstavili pojme, ki so povezani z ugotavljanjem poslovne uspešnosti podjetja, ter ugotovitev, da se ekonomska uspešnost podjetja razlikuje od računovodsko ugotovljene, ker imajo računovodske informacije številne »objektivne« omejitve. Pri iskanju učinkovitega modela, ki bi pokazal, kako podjetja poslujejo z vidika ekonomske uspešnosti, sta teorija in praksa ponudili različne možnosti, mi pa smo se odločili podrobneje proučiti koncept svetovalnega podjetja Stern Stewart – ekonomsko dodano vrednost. Poudarili bomo glavne značilnosti izračunavanja tega merila ter težave, ki se ob tem pojavljajo, pri čemer si bomo pomagali z ugotovitvami dosedanjih empiričnih študij. Predstavili bomo omejitve in možnosti uporabe ekonomske dodane vrednosti v Sloveniji.

Večji del magistrskega dela temelji na proučevanju teoretične podlage in pripravi pregleda izsledkov dosedanjega znanstveno-raziskovalnega dela na področju poslovnih financ, managementa za večanje vrednosti ter ekonomske dodane vrednosti. Proučevali bomo teoretične podlage o analizi in spremljanju uspešnosti poslovanja podjetja ter o sodobnih merilih poslovne uspešnosti, ki se osredotočajo na ekonomski uspeh poslovanja in odgovarjajo na kritike tradicionalnih (računovodskih) meril poslovne uspešnosti. Izpostavili bomo spoznanja o pomanjkljivostih računovodskih informacij, katere največkrat predstavljajo podlago za ocenjevanje uspešnosti, sprejemanje poslovnih odločitev in nagrajevanje zaposlenih, ter povzeli argumente, po katerih naj bi bil koncept ekonomske dodane vrednosti ustrežnejše merilo kot tradicionalna (računovodska) merila. Ker uporabljeno izrazoslovje v veliki večini izhaja iz tuje (angleške) literature, slovenskih strokovnih izrazov pa pogosto ni

² V magistrskem delu bomo v povezavi s spremljanjem uspešnosti informacije, ki kažejo ali napovedujejo stanje ali razvoj določenega proučevanega pojava in so izražene bodisi številsko kot absolutna ali relativna števila bodisi opisno, imenovali kazalci. Kadar bomo o poslovni uspešnosti govorili bolj splošno in s teoretičnega vidika, bomo namesto izraza kazalec uporabljali izraz merilo poslovne uspešnosti (angl. performance measurement). Več o razlikah med podatki, informacijami, kazalniki in kazalci v Rejc, 2002, str. 16-18.

na voljo, smo v izogib nerodnostim pri prevajanju v besedilo poleg slovenskih prevodov umestili tudi originalne izraze ter izdelali slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov.

Magistrsko delo je razdeljeno na šest poglavij. Prvo poglavje magistrskega dela se ukvarja z ustvarjanjem vrednosti za lastnike podjetja ter podaja argumente, ki podpirajo prevlado lastniškega modela podjetja. Drugo poglavje se osredotoča na uspešnost podjetja, njegovo opredelitev ter spremljanje z različnimi merili in modeli. Novi modeli za ugotavljanje poslovne uspešnosti izhajajo iz pomanjkljivosti računovodskih informacij, na katerih temeljijo tradicionalna (računovodska) merila poslovne uspešnosti. Tretje poglavje natančneje predstavlja enega izmed ekonomskih modelov ugotavljanja uspešnosti, in sicer koncept ekonomske dodane vrednosti. Izračun ekonomske dodane vrednosti temelji na dobičku iz poslovanja ter stroških celotnega kapitala podjetja, tako lastniškega kot dolžniškega. Med drugim so predstavljene vsebinske prilagoditve izvernih računovodskih izkazov ter ocenitev stroškov kapitala podjetja. Četrto poglavje povzema omejitve ekonomske dodane vrednosti, ki izhajajo iz empiričnih študij in so se pokazale v dveh desetletjih uporabe tega koncepta. Petemu poglavju, ki obravnava možnosti uporabe ekonomske dodane vrednosti v Sloveniji, sledijo sklepne misli.

1 USTVARJANJE VREDNOSTI

Osemdeseta leta preteklega stoletja so ZDA presenetila z obsežnim korporacijskim prestrukturiranjem.³ Pokazalo se je namreč, da konkurenčnost podjetij na prodajnih trgih na zadostuje več, ampak morajo biti podjetja hkrati konkurenčna tudi na kapitalskih trgih. Poudarjanje interesov lastnikov se je v vizijah in poslanstvih podjetij sicer pojavljalo že dalj časa, vendar so slabe donosnosti delnic večine podjetij pokazale, da je management⁴ pri svojem delovanju zasledoval drugačne cilje. Šele prevzemne grožnje so managerje prisilile k razmišljanju o tržni vrednosti njihovih podjetij ter elementih, ki nanjo vplivajo. Pozornost se je iz strateških kazalcev, kot sta tržni delež in rast, preusmerila na finančne kazalce, ki bolje odražajo ustvarjeno vrednost za lastnike (Reimann, 1987, str. 1-3). Hkrati so raziskave pokazale, da je prestrukturiranje s finančnim vzvodjem ustvarilo ogromno povečanje vrednosti premoženja lastnikov podjetij kot tudi izboljšalo učinkovitost poslovanja podjetij (Chew, 2001).

V obdobju do začetka osemdesetih let se je namreč pojavil problem poglobljanja prepada med lastniki in managementom, katerega lastniški delež v podjetjih se je v tem času močno zmanjšal. Interesi lastnikov so v podjetjih izgubili pomen, management pa je zasledoval svoje interese ter prosta denarna sredstva podjetij kljub slabim naložbenim možnostim zaradi

³ Med različne oblike korporacijskega prestrukturiranja štejemo prevzeme, združitve in odcepitve (angl. spin-off) podjetij, s posojili financirane odkupe (angl. leveraged buy-out) ter managerske odkupe podjetij (Chew, 2001).

⁴ V magistrskem delu bomo dosledno uporabljali besedi manager oziroma management in ju ne bomo prevajali. Delo managementa bomo opredelili kot vodenje poslov, čeprav vemo, da je proces managementa sestavljen iz več funkcij: planiranja, organiziranja, vodenja in kontroliranja (Dimovski, Penger, Žnidaršič, 2003, str. 5).

zrelosti panog vlagal v rast podjetja in/ali diverzifikacijo. Zaradi slabih donosov investicij bi bilo proste denarne tokove bolj smotrno izplačati lastnikom, do česar pa je prišlo šele s pojavom korporacijskega prestrukturiranja. Le-ta je z uporabo visokega finančnega vzvodja diskrecijsko izplačevanje dividend spremenil v obvezno plačevanje obresti, kar je zahtevalo dezinvestiranje kapitala iz nedonosnih investicij ter povečalo vrednost za lastnike podjetij. Ta proces je hkrati omogočil koncentracijo lastništva in pojav aktivnih lastnikov, ki dejansko upravljajo podjetja (Chew, 2001).

Tako je začelo veljati pravilo, da je podjetje uspešno, kadar ustvarja ekonomsko vrednost za svoje lastnike, vendar je ustvarjanje vrednosti mogoče doseči le z investicijami, katerih donosnost presega stroške vloženega kapitala (Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. vii). V zadnjih dveh desetletjih smo priča združevanju dveh do sedaj ločenih razmišljanj, dejavnosti – poslovnih financ in strateškega managementa. V ospredje se je prebila nova oblika managementa, ki na prvo mesto postavlja povečevanje vrednosti podjetja in bi jo v slovenskem jeziku lahko poimenovali kot management za večanje vrednosti (angl. value-based management) (Bolčič, 1999, str. 10).

Kadar managerji niso hkrati tudi lastniki podjetja ni presenetljivo, da ustvarjanje vrednosti ni njihov primarni cilj, saj morebiti ustvarjena vrednost pripada drugim. Posledično managerji zasledujejo druge cilje (rast podjetja ali tržnega deleža, zadovoljstvo kupcev ipd.), ki so nemalokrat v nasprotju z ustvarjanjem vrednosti in lahko pripeljejo do zmanjšanja vrednosti podjetja. Problem ni v tem, da bi bili ti drugi cilji nezaželeni, ampak jih mora podjetje zasledovati zato, ker je na ta način možno povečati vrednost podjetja. Problem se pojavi, kadar se na doseganje ustreznih donosov na kapital v (večjih) podjetjih pozabi in managerji spregledajo dejstvo, da kapital prihaja s trga (Young, O'Byrne, 2000, str. 3-5). Na kapitalskem trgu podjetja med seboj tekmujejo za sredstva, s katerimi bodo financirala svoje investicijske projekte, a omejena sredstva dobijo le najboljše.

Z deregulacijo kapitalskih trgov, na katero so vplivali razvoj trgov vrednostnih papirjev, napredek informacijske tehnologije, listinjenje in vzpon institucionalnih investorjev, je začelo veljati pravilo: če podjetje ne zadovoljuje pričakovanj svojih investorjev, gredo ti drugam in podjetje propade. Tudi za Slovenijo velja, da so postali investitorji (lastniškega) kapitala v podjetja bolj obveščeni in zahtevnejši. Če podjetje ne bo izpolnilo njihovih pričakovanj, se bodo obrnili drugam, zato je nujno komunicirati s kapitalskimi dobavitelji, zadovoljevati njihove potrebe (jim zagotavljati vrednost) ter jim to tudi pokazati (Rijavec, 2000).

Pospešeno korporacijsko prestrukturiranje zadnjih dveh desetletij, katerega rezultat naj bi povečal razliko med donosom na vloženi kapital ter stroški tega kapitala, je dokaz o ponovnem osredotočanju na ustvarjanje vrednosti za lastnike, pri čemer kot mera uspešnosti

podjetja prihaja v ospredje ekonomski dobiček.⁵ Pri ustvarjanju vrednosti je najpomembnejše osredotočanje na ekonomske in finančne dejavnike, ki povečujejo ekonomski dobiček ter z njim povezan uspeh na kapitalskem trgu: doseganje ugodnih donosov z obstoječimi sredstvi, analiza tveganja v povezavi s stroški kapitala, investiranje v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, ki rezultira v rasti ekonomskega dobička, razumevanje vpliva zunanjih dejavnikov na poslovanje podjetja ter usklajevanje tržnih in notranjih pričakovanj o rasti ekonomskega dobička (Grant, Abate, 2001, str. 1-2).

1.1 Različne opredelitve podjetja

Pred nadaljevanjem razprave o pomenu ustvarjanja vrednosti za lastnike se nam zdi primerno opozoriti na nekatere razlike, ki se pojavljajo pri definiranju podjetja in vplivajo tudi na njegovo delovanje oziroma obnašanje.

Ekonomska teorija opredeljuje **dva modela podjetij**. Pri lastniškem modelu (angl. shareholder model) je temeljni cilj podjetja maksimiranje premoženja lastnikov, kjer so managerji dolžni zagotavljati delovanje podjetja v korist lastnikov, pri čemer je temeljno merilo uspešnosti tržna vrednost podjetja. Drugi model imenujemo model interesnih skupin (angl. stakeholder model) ter pomeni mrežo formalnih in neformalnih odnosov med interesnimi skupinami, ki so povezane s podjetjem. Prvi model prevladuje v anglosaksonskem poslovnem svetu, medtem ko je drugi značilen za poslovni svet kontinentalne Evrope. V zadnjem času tudi lastniški pristop odkriva pomembnost poslovne etike in odnosov med interesnimi skupinami pri dolgoročni uspešnosti podjetja (Maher, Andersson, 1999).

Ravno tako obstajajo različni **sistemi vladanja podjetjem** (angl. corporate governance).⁶ Najbolj poudarjena je delitev na zunanji ali anglosaksonski sistem ter notranji ali nemško-japonski sistem. Prvega najdemo v Veliki Britaniji in ZDA, drugi pa prevladuje v državah kontinentalne Evrope.⁷ Temeljno vprašanje pri obeh sistemih je problem nadzora managerjev ter preprečevanje njihovega oportunističnega obnašanja oziroma problem agentov (Robič, 2001, str. 9). Na problem agentov naletimo, ko z razvojem podjetja pride do stopnje, kjer se kontrola in lastništvo v podjetju ločita, lastniki velikih podjetij najemajo managerje, da bi vodili podjetje v njihovo dobro (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 22). Postavi se vprašanje, kako principal (lastniki) zagotovijo, da se njihovi agenti (managerji) obnašajo v skladu z interesi lastnikov in ne zgolj v skladu z lastnimi interesi maksimiranja osebnih koristi.

⁵ S pojmom ekonomski dobiček bomo v magistrskem delu označevali vsako obliko dobička, ki pri izračunu upošteva tako stroške dolžniškega kot lastniškega kapitala. Izraz ekonomska dodana vrednost bo namenjen izključno prevodu koncepta EVA, ki ga je razvila svetovalna hiša Stern Stewart, čeprav v slovenski literaturi zasledimo tudi prevod ekonomski dobiček. Lahko bi torej dejali, da je ekonomska dodana vrednost ena izmed različic ugotavljanja ekonomskega dobička.

⁶ V slovenski literaturi se »corporate governance« prevaja na različne načine: vodenje in upravljanje, obvladovanje (glej na primer Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999; Peklar et al., 2003).

⁷ Glede na glavni vir financiranja lahko sisteme vladanja razdelimo na bančno usmerjene in tržno usmerjene (Robič, 2001, str. 9) ali pa sisteme delimo na enotirne, značilne za anglosaksonski poslovni svet, in dvotirne, ki jih pozna germanski svet (Tekavčič, 1998, str. 120).

Lastniki potrebujejo ustrezne vzvode, s katerimi bodo zagotavljali, da management ne bo škodoval njihovemu premoženju, ampak ga bo ohranjal in povečeval (Jensen, Meckling, 1976).⁸

Glavne značilnosti zunanjih in notranjih sistemov vladanja povzemamo po Maherju in Anderssonu (1999). Za zunanje sisteme vladanja podjetjem je značilno široko razpršeno lastništvo, visoke stopnje zamenjav managerjev ter zelo razvit in likviden trg kapitala. Nadzor nad managerji v veliki meri izvajajo kapitalski trgi (pogosti so prevzemi), v manjši meri pa tudi odbori direktorjev. Razpršeno lastništvo sicer dodatno poudari težave, povezane z ločitvijo lastništva in nadzora, a na drugi strani zagotavlja veliko likvidnost delnic ter boljše možnosti diverzifikacije tveganja investitorjev. V teh sistemih je značilna dominacija institucionalnih investitorjev, hkrati pa je zaščita pravic delničarjev, predvsem manjšinskih, močno poudarjena. Najpogostejša kritika razpršenemu lastništvu je kratkoročna usmerjenost investitorjev, ki negativno vpliva na dolgoročno uspešnost podjetij. Notranji sistemi vladanja podjetjem izstopajo po koncentraciji lastništva in/ali glasovalne moči. Prevladujejo odnosi z bankami, navzkrižna lastništva in korporacijski holdingi. Institucionalni investitorji imajo pri vladanju precej manjšo vlogo. Trg za korporacijski nadzor (angl. market for corporate control) zaradi koncentriranega lastništva in slabše razvitih trgov kapitala še ne igra pomembne vloge pri nadzoru managerjev, čeprav število prevzemov in združitvev v zadnjem času narašča. Koncentracija lastništva v teh sistemih bolje rešuje problem nadzora nad managerji, a je pravna zaščita investitorjev slabša.

Mramor (2000) različnim poslovnim okoljem pripisuje tudi različne **razlage finančnega obnašanja podjetij** (način odločanja o financiranju podjetja in o njegovem investiranju). V tržnih gospodarstvih z visoko razvitim finančnim sistemom in relativno učinkovitim trgom kapitala se najpogosteje uporablja neoklasična razlaga finančnega obnašanja podjetja. Ta razlaga v ospredje finančnega odločanja postavlja lastnike podjetja, kot primarni cilj pa maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala. Kljub izredni empirični podpori obstaja vrsta dilem glede neoklasične razlage, zato se je razvila tudi postkeynesianska razlaga finančnega obnašanja podjetja. Pri njej je bistven element problem agentov, zato je maksimiranje verjetnosti dolgoročnega preživetja podjetja poglobilni cilj poslovanja. Okoli tretje razlage, to je razlage delavskega podjetja, konsenza med večjim delom avtorjev ni. Podjetju vladajo zaposleni z relativno kratkoročnim ciljem, to je maksimiranje plač.

Predstavljeni dejstva opozarjajo na razlike med anglosaksonskim in kontinentalnim pogledom na podjetje ter okoljem, v katerem le-ta deluje. Koncept ustvarjanja vrednosti za lastnike in njegovo merjenje z ekonomsko dodano vrednostjo izhajata iz anglosaksonskega poslovnega sveta, zato se je njuna uvedba ter preverjanje učinkov le-te najbolj razmahnila prav tam. Tudi večina argumentov o prednostih uporabe teh konceptov izhaja iz dogajanja v

⁸ Jensen in Meckling sta prva opozorila na potencialno škodo, ki bi jo zaradi razhajanj v interesih managerjev in lastnikov v javnih podjetjih lahko utrpeli slednji. Hkrati sta navedla, da agentske stroške zmanjšuje konkurenca na prodajnih trgih podjetja in na trgih managerjev, sistemi motiviranja in nagrajevanja ter v končni fazi tudi trg za korporacijski nadzor (Jensen, Meckling, 1976).

anglosaksonskem svetu, pri čemer se ustreznost uporabe v kontinentalnem svetu argumentira s procesom globalizacije, ki zmanjšuje razlike med obema. Kljub vsemu smo mnenja, da je potrebno pri tehtanju uvajanja obeh konceptov v kontinentalna podjetja upoštevati institucionalne razlike, ki se kljub globalizaciji še nekaj časa ne bodo popolnoma izničile.

1.2 Lastniki podjetja

V razvitih tržnih gospodarstvih podjetja na različne načine pridobivajo (lastniški ali dolžniški) kapital,⁹ ki ga uporabljajo kot vir sredstev za financiranje svoje dejavnosti oziroma razvoja. Pri tem igrajo pomembno vlogo finančni trgi in finančne institucije, ki omogočajo prenos prihrankov od tistih, ki varčujejo, do tistih, ki investirajo v produktivne namene. Finančne naložbe v podjetja na splošno razdelimo na lastniške in upniške finančne naložbe (Mramor, 1993, str. 113). Vlagatelji v lastniške finančne naložbe predstavljajo lastnike podjetja, medtem ko dobi podjetje dolžniški kapital od upnikov. Bistvena razlika med lastniki podjetja ter upniki je v tem, da dobijo slednji v naprej določene donose, medtem ko imajo lastniki pravico do solastništva podjetja in do ostanka doseženega rezultata poslovanja podjetja, potem ko so upnikom poplačane vse pogodbene obveznosti. Donos lastniških finančnih naložb je torej negotov in odvisen od uspešnosti poslovanja podjetja, zato si lastniki prizadevajo za čim uspešnejše poslovanje. Med različnimi interesnimi skupinami, ki sestavljajo podjetje, imajo lastniki najpomembnejšo vlogo, saj ponujajo *sine qua non* vsakega podjetja – lastniški kapital. Glavni cilj podjetja oziroma njegovega managementa pa mora biti prav ustvarjanje vrednosti za lastnike (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 3).

Ustvarjati vrednost le za lastnike ali tudi za druge interesne skupine podjetja¹⁰ je pomembno vprašanje. Razprave potekajo med tistimi, ki zagovarjajo ustvarjanje vrednosti za lastnike kot edini cilj podjetja (če je podjetje uspešno, bodo pridobile tudi druge interesne skupine), in tistimi, ki trdijo, da mora podjetje pretehtati interese vseh interesnih skupin pri vsaki večji odločitvi. Stern, Shiely in Ross (2003, str. 55-56) so mnenja, da je postavitve delničarjev na prvo mesto v kapitalski družbi neizbežno, čeprav na kratki rok nedvomno obstajajo konflikti v interesih med lastniki (delničarji) in drugimi interesnimi skupinami podjetja. Toda na dolgi rok so interesi delničarjev in drugih interesnih skupin usklajeni, saj podjetje dolgo ne more dobro poslovati, če ima nemogoče delovne razmere, če so poslovni učinki za kupce neustrezni, če so odnosi z dobavitelji napeti ali če je neprijazno v širši družbeni skupnosti.

Tudi Copeland, Koller in Murrin (2000) verjamejo, da managerji, katerih glavni cilj je ustvarjanje vrednosti za delničarje, ustvarjajo uspešnejša podjetja, ki so temelj močnejšemu

⁹ V pričujočem magistrskem delu se izraz kapital uporablja v širšem, finančnem pomenu kot vsota vseh vložkov investitorjev v podjetje in ne v pomenu slovenskih računovodskih standardov kot obveznost do lastnikov (SRS, 2001, str. 73-79). Kadar bomo govorili o kapitalu kot o obveznosti do lastnikov, bomo uporabljali pojem (navadni in/ali prednostni) lastniški kapital (angl. equity).

¹⁰ Interesne skupine podjetja nekateri slovenski avtorji imenujejo zainteresirani udeleženci oziroma deležniki. Poleg lastnikov med interesne skupine uvrščamo še kupce, management, zaposlene, dobavitelje, upnike, državo, družbo in javnost (Bergant, 1998, str. 88).

gospodarstvu, višjemu življenjskemu standardu ter številnejšim poslovnim in zaposlitvenim priložnostim posameznikov. Ideološki in pravni okvir ZDA ter Velike Britanije poudarjata lastniški model podjetja in posledično ustvarjanje vrednosti za lastnike kot glavni cilj podjetja, medtem ko je v kontinentalni Evropi vplivnejši širši vidik pojmovanja ciljev poslovanja podjetja in prevladuje model interesnih skupin. Omenjeni avtorji vztrajajo, naj se managerji kljub vsemu osredotočajo na ustvarjanje vrednosti za lastnike, saj v večini razvitih držav vplivnost delničarjev že tako ali tako prevladuje, hkrati pa se kaže delovanje gospodarstev, v katerih dominira model lastnikov, kot bolj uspešno. K premoči ustvarjanja vrednosti za delničarje pred drugimi cilji poslovanja podjetja so v zadnjem času pripomogli štirje dejavniki (Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 4-10).

- Aktivnost trga za korporacijski nadzor v osemdesetih letih 20. stoletja, ki se je do danes močno okrepila. V osemdesetih letih so proizvodi in trgi številnih podjetij dozoreli ter postali nedonosni, zato je bilo potrebno prestrukturiranje. Ker se mnoga podjetja tega niso pravočasno lotila, so postala tarča prevzemnikov. Glavno vodilo pri tem je bilo, da obstoječi managerji lahko vodijo podjetje, dokler se ne pojavi druga skupina managerjev, ki lahko pomembno poveča vrednost podjetja. Tarče so torej postala podjetja, katerih poslovanje je bilo z vidika ustvarjanja vrednosti za lastnike neuspešno.
- Naraščanje pomena tistih oblik nagrajevanja vodilnih managerjev, ki temeljijo na lastniškem kapitalu podjetja, to je predvsem delniških opcij. Le-te naj bi poenotile interese managerjev in lastnikov, vendar se je njihov motivacijski pomen okrepil šele v osemdesetih letih, ko je kapitalski trg ob številnih prevzemih res zaživel. Vse širša uporaba delniških opcij pri nagrajevanju managerjev, tako v ZDA kot tudi v Veliki Britaniji in Franciji, je močno poudarila pomen donosnosti delnic kot merila uspešnosti delovanja managerjev.¹¹
- Povečanje deleža gospodinjstev, ki del svojih naložb namenjajo investicijam v lastniški kapital podjetij. Od začetka osemdesetih let so tako evropski kot ameriški trgi lastniškega kapitala ponujali dobre donose, kar je na trg privabilo nove akterje in v mnogih državah povečalo delež gospodinjstev, ki svoje prihranke, ponavadi preko različnih investicijskih in pokojninskih skladov, vlagajo v delnice. K razvijanju delniške kulture v Evropi so dodatno pripomogle privatizacije velikih državnih monopolov. Z večanjem deleža prebivalstva, ki ima v lasti delnice podjetij, se zmanjšujejo tenzije v razpravi o pomenu delničarjev proti ostalim interesnim skupinam v podjetju.
- Zadnji dejavnik, ki poudarja pomembnost ustvarjanja vrednosti za lastnike podjetij, je spoznanje, da postajajo obstoječi pokojninski sistemi (posebno v kontinentalni Evropi in na Japonskem) nevzdržni. Večina teh sistemov temelji na principu sprotnega prispevnega kritja, po katerem se prispevki trenutno zaposlenih namenjujejo izplačevanju pokojnin trenutno upokojenim (Stanovnik, 2002, str. 167). Zaradi vse manjšega števila zaposlenih, ki odpadejo na enega upokojenca, postajajo ti sistemi nevzdržni. Sistem je potrebno

¹¹ Mnenja glede ustreznosti delniških opcij kot instrumenta nagrajevanja vodilnih managerjev so si v zadnjem času precej nasprotujoča. Groznik in Valentinčič (2004) na primer argumentirata zmanjšanje priljubljenosti delniških opcij v državah z razvitimi trgi kapitala, medtem ko Krašovec (2004) navaja lansko analizo združenja evropskih borz, ki ugotavlja, da velik del pomembnejših podjetij v EU uporablja opcije kot obliko nagrajevanja managerjev (v povprečju ena polovica do tri četrtine družb v borznih kotacijah).

spremeniti v smeri, kjer se bodo prispevki zaposlenih investirali in ustvarjali donose, iz katerih se bodo kasneje izplačevale pokojnine. Največji problem predstavlja prehod iz stare na novo obliko sistema, kjer je potrebno za investirana sredstva zagotoviti relativno visoke donose. Le-te bo mogoče doseči samo s pritiskom na podjetja, ki naj se osredotočajo na ustvarjanje čim večje vrednosti za dobavitelje kapitala.

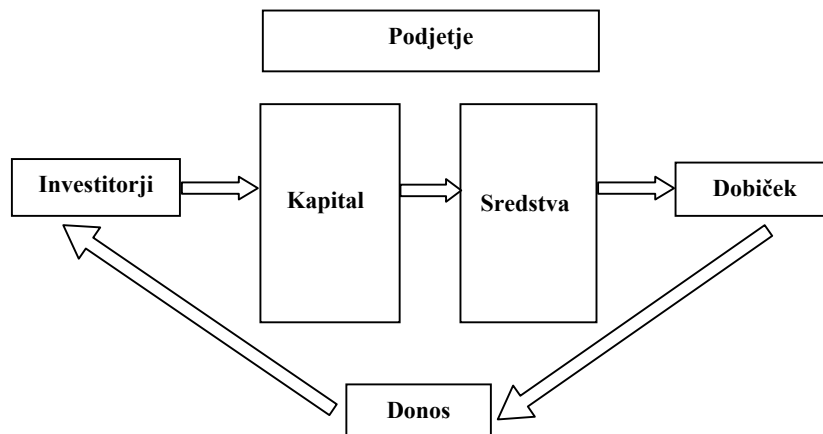
V pričujočem magistrskem delu bomo na podjetje najpogosteje gledali z vidika njegovih (obstojećih in potencialnih) lastnikov. Ti s pomočjo analize poslovanja ugotavljajo, kako uspešno je poslovanje podjetja, v katerega so (bodo) vložili sredstva, predvsem pa poskušajo predvideti, kakšno bo poslovanje podjetja v prihodnosti, ker je od tega odvisna donosnost njihovih naložb. Lastnike podjetij je mogoče na osnovi različnih opredelitev deliti na zunanje in notranje lastnike, strateške in portfeljske lastnike, fizične in institucionalne lastnike idr. Posamezna lastniška skupina ima navadno več lastnosti, vendar jih lahko razdelimo v dve ključni skupini: manjšinski lastniki z neizraženo željo po vladanju podjetju ter večinski lastniki z izraženo željo po vladanju podjetju. Pri obravnavi ekonomske dodane vrednosti nas bodo zanimali predvsem zunanji lastniki, ki so zainteresirani za čim uspešnejše poslovanje podjetja in za katere delnica predstavlja naložbo, ki ob za njih sprejemljivem tveganju prinaša ugodnejše donose od obrestnih mer za bančne vloge (Filipič, 1998, str. 151-153). Lastnike podjetij bomo najpogosteje imenovali kar delničarji, saj tako obravnavanje managementa za večanje vrednosti kot tudi ekonomske dodane vrednosti izvirata iz anglosaksonskega sveta in temeljita na delniških družbah.

1.3 Cilj poslovanja podjetja

Pri poslovanju podjetja je potrebno najprej določiti cilj njegovega poslovanja in nato glede na okoliščine sprejemati odločitve, ki omogočajo uresničitev cilja. Vendar odgovor na vprašanje, kaj želi podjetje s svojim poslovanjem doseči, ni preprost, saj poslovanje podjetja usmerja vrsta ciljev, od katerih so si nekateri tudi popolnoma nasprotujoči. Podjetje je namreč združba skupin ljudi z različnimi interesi v zvezi s poslovanjem podjetja. Za podjetja, ki delujejo v tržnem (kapitalističnem) gospodarstvu je značilno, da je njihov osrednji element v podjetje investirani kapital, ki nosi celotno poslovno in finančno tveganje (lastniški kapital), zato je cilj podjetij enak cilju lastnikov (Mramor, 2002, str. 13-14). Kljub temu, da imajo lastniki veliko različnih ciljev, je najustreznejši tisti, ki upošteva pričakovane donose lastnikom ter z njimi povezano tveganje, to je maksimiranje tržne vrednosti podjetja (Mramor, 2002, str. 40).

Tudi v magistrskem delu bomo izhajali iz sodobne teorije poslovnih financ, ki temelji na racionalnem obnašanju ekonomskih subjektov in prevladi interesne skupine lastnikov, ter kot temeljni cilj poslovanja podjetij, katera poslujejo v tržnih gospodarstvih, upoštevali maksimiranje vrednosti premoženja, ki so ga v podjetje vložili lastniki (Mramor, 1998, str. 362). Slika 1.1 prikazuje cilj poslovanja podjetja s stališča investitorjev.

Slika 1.1: Cilj poslovanja podjetja v tržnem gospodarstvu.



Vir: Cook, Bolčič, 1997, str. 2.

Vrednost premoženja, ki so ga v podjetje vložili lastniki, je tem večja, čim večji so pričakovani prihodnji denarni donosi in čim manjše je tveganje, da dejanski denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim. Vrednost je odvisna tudi od časovne razporeditve denarnih donosov – prej ko jih bodo lastniki prejeli, več bodo vredni. Strinjamo se z ugotovitvijo Filipiča (1998, str. 154), da so prav pričakovani donosi bistveni element razvojne moči kapitala, saj so investitorji zaradi pričakovanih ugodnih prihodnjih donosov investicij motivirani za spreminjanje svojih prihrankov v kapital. Hkrati je bistveno, da lastniki dobijo ostanek doseženega rezultata poslovanja podjetja, potem ko so upnikom poplačane vse pogodbene obveznosti. Maksimiranje pričakovanega preostanka pri določenem tveganju pa je njihov cilj in zato tudi najpomembnejši cilj poslovanja podjetja kot celote (Mramor, 1998, str. 362). Izkaže se, da primarno sledenje temu cilju v tržnem gospodarstvu zagotavlja dolgoročni obstoj in rast podjetja ter zadovoljivo doseganje ciljev ostalih interesnih skupin podjetja (Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999, str. 223).

Poseben problem opredelitve ciljev podjetja predstavljajo okoliščine, kot so razmere tranzicije, razmere visoke razpršenosti lastništva ter razmere pomembnih notranjih in institucionalnih lastnikov. V takšnih razmerah je dolgoročno rast vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala težko uveljaviti, čeprav ta cilj omogoča tudi narodno gospodarsko blaginjo (Bergant, 1998, str. 89). Takšna opozorila so na mestu tudi za podjetja, ki delujejo v slovenskem gospodarskem prostoru.

1.4 Management za večanje vrednosti

K razvoju modelov in metod managementa za večanje vrednosti je pripomogel paradoks, da imamo na eni strani teoretično ustrezno izpeljano neoklasično finančno teorijo,¹² katere temelj sta denarni tok in tveganje kot generatorja vrednosti podjetja, a na drugi strani nimamo na razpolago ustreznih kazalcev, ki bi omogočali praktično aplikacijo merjenja denarnih tokov in njihovega tveganja (Javornik, 2003, str. 50).

V sedemdesetih letih 20. stoletja, tako Reimann (1987), so bili delničarji ameriških podjetij nad donosi svojih delnic precej razočarani, hkrati pa so se spraševali, zakaj toliko, po rezultatih poslovanja sodeč, dobičkonosnih podjetij ne uspe ustvariti višje vrednosti za svoje lastnike. Skrb za večanje vrednosti premoženja lastnikov se je v osemdesetih letih, zahvaljujoč procesu korporacijskega prestrukturiranja, močno okrepila. To je povzročilo pravo poplavo novih metod in tehnik, ki podjetjem pomagajo pri doseganju tega cilja. Eden prvih, ki je metode strateškega managementa združil s finančnimi metodami vrednotenja, je bil Rappaport (1981). Proces strateškega managementa, ki je usmerjen k ustvarjanju dolgoročne ekonomske vrednosti za lastnike podjetja kot tudi za ostale interesne skupine, Reimann (1987, str. 4) poimenuje kot (strateški) management za večanje vrednosti. Le-ta združuje finančne metode vrednotenja, kot sta diskontiranje denarnih tokov in Tobinov Q, z metodami strateškega managementa, kot sta portfolio planiranje in analiza konkurenčnih strategij.

Temeljna paradigma managementa za večanje vrednosti poudarja, da samo podjetja, katerih donosnost kapitala presega stroške kapitala, povečujejo vrednost premoženja lastnikov, medtem ko podjetja, katerih stroški kapitala so višji od njegove donosnosti, vrednost uničujejo. Ker je ustvarjanje vrednosti rezultat poslovnih priložnosti ter njihove izvedbe, mora najprej strategija podjetja poskrbeti za prave priložnosti, še pomembneje pa je, da ima podjetje zaposlene, ki so pripravljeni ter sposobni izkoristiti prednosti teh priložnosti. Management za večanje vrednosti se ukvarja prav s tem, kako spodbuditi zaposlene v podjetju, da bi razmišljali in delovali kot lastniki (Martin, Petty, 2000, str. 4).

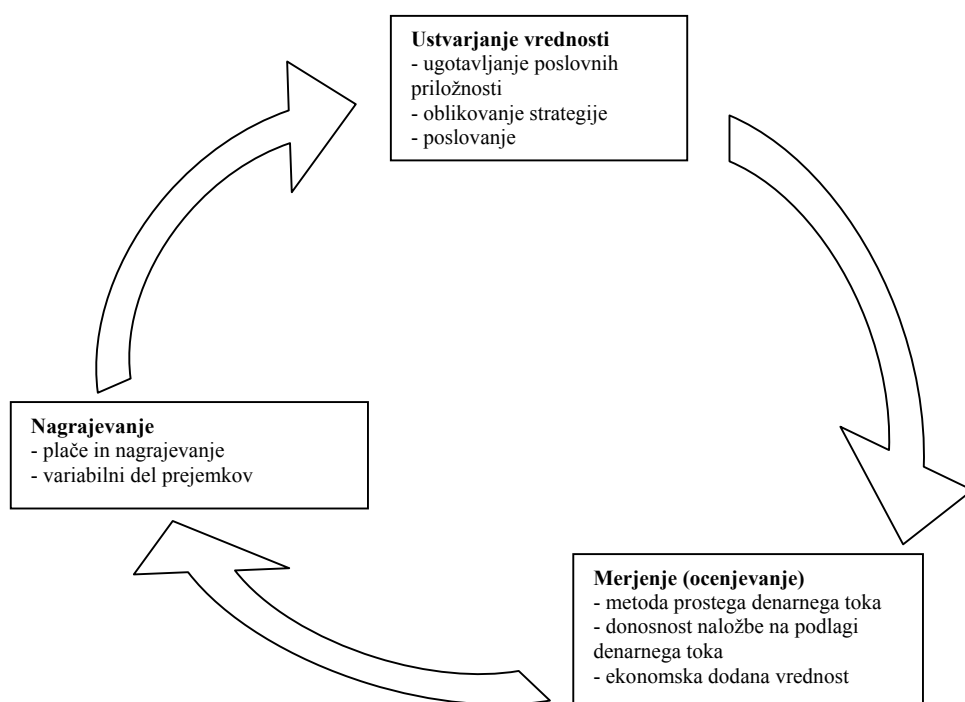
Postati manager, ki se osredotoča na ustvarjanje vrednosti za lastnike, ni zagoneten proces, vendar zahteva drugačno perspektivo, kot je prisotna pri večini managerjev. V središče je namesto četrletnih sprememb dobička na delnico potrebno postaviti dolgoročne donose, ki temeljijo na denarnih tokovih, ter nepristransko obravnavati poslovne priložnosti, ki predstavljajo zgolj investicijske projekte, katerih donosi presežejo oportunitetne stroške vloženega kapitala ali ne. Potrebno je zavzeti perspektivo zunanjega opazovalca poslovanja ter se ustrezno odzvati na priložnosti, ki ustvarjajo dodatno vrednost. Najpomembnejše pa je razviti ter vzpostaviti razmišljanje o ustvarjanju vrednosti po celotni organizaciji (Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 17), saj je management za večanje vrednosti stalen proces

¹² Neoklasično teorijo poslovnih financ Mramor enači s sodobno teorijo poslovnih financ (Mramor, 2002, str. 1).

povečevanja vrednosti podjetja, ki usmerja odločanje na vseh njegovih ravneh z vidika ustvarjanja ekonomskega dobička oziroma dolgoročne rasti vrednosti delnice (Bolčič, 1999, str. 10).

Knight (1997) poudarja nujnost razumevanja potreb in zahtev delničarjev s strani managerjev ter ustreznih metod za zadovoljevanje teh potreb. Samo podjetja, ki se bodo usmerila k povečanju vrednosti za delničarje, bodo sposobna preživeti v visoko konkurenčnem poslovnem okolju. Hkrati pa velja, da so strategije podjetij, ki maksimirajo svojo vrednost, ugodne tako za lastnike kot za ostale interesne skupine podjetja. Z razvojem managementa za večanje vrednosti se je pokazalo, da so nekatere metode in tehnike posebej koristne. Med temi orodji Martin in Petty (2000) posebej izpostavljata metodo prostega denarnega toka, pristop z uporabo donosnosti naložbe na podlagi denarnega toka ter metodo ekonomske oziroma tržne dodane vrednosti, ki bo v pričujočem magistrskem delu podrobneje predstavljena.

Slika 1.2: Vzpostavitev vzdržnega krogotoka ustvarjanja vrednosti.



Vir: Martin, Petty, 2000, str. 6.¹³

Namen managementa za večanje vrednosti je ustvariti in podpirati vzdržen krogotok ustvarjanja vrednosti, katerega glavni elementi so predstavljeni v sliki 1.2. Poseben poudarek je na vzdržnosti, saj se vrednost ustvarja v času skozi kontinuiran proces strateških in operativnih odločitev. Proces ustvarjanja vrednosti zahteva, da je delovanje managementa

¹³ Pri nagrajevanju smo prevode povzeli po Zupan, 2000, str. 121: plače in nagrajevanje (angl. total compensation), variabilni del prejemkov (angl. variable (incentive) compensation).

merjeno in nagrajeno z merili, ki so neposredno povezana z ustvarjanjem vrednosti za lastnike. To zahteva združevanje meril poslovne uspešnosti ter sistemov nagrajevanja zaposlenih (posebno managerjev), pri čemer pa morata biti sistema merjenja uspešnosti ter nagrajevanja usmerjena na kapitalski trg. Če želimo, da bodo zaposleni razmišljali in delovali kot lastniki, moramo njihovo delo ocenjevati in nagrajevati z merili, ki so vzporedna nagradam, ki jih zaslužijo lastniki. Oblikovati takšen interni sistem merjenja in nagrajevanja, ki čim bolj odseva zunanji sistem nagrajevanja na kapitalskem trgu, je glavni izziv managementa za večanje vrednosti (Martin, Petty, 2000, str. 6-7).

Kljub pogostemu enačenju pojmov ekonomska dodana vrednost in management za večanje vrednosti je pojem managementa za večanje vrednosti precej širši in predstavlja miselnost, kjer vsak posameznik v podjetju sprejema odločitve na podlagi njihovega doprinosa k vrednosti podjetja. To pomeni, da so vsi procesi in sistemi podjetja usmerjeni k ustvarjanju vrednosti. Management za večanje vrednosti naj bi vseboval sledeče elemente (Young, O'Byrne, 2000, str. 18):

- strateško planiranje,
- alokacijo kapitala,
- ugotavljanje uspešnosti,
- plačevanje in nagrajevanje managementa,
- interno komuniciranje ter
- eksterno komuniciranje (s kapitalskim trgom).

V najožjem smislu predstavlja ekonomska dodana vrednost sicer merilo uspešnosti poslovanja podjetja, a dejansko zmore veliko več in lahko predstavlja osrednjo kategorijo pri uvajanju vseh zgoraj naštetih elementov.

2 USPEŠNOST PODJETJA

Da je podjetje uspešno samo kadar ustvarja ekonomsko vrednost za lastnike, drži za podjetja povsod po svetu, tako za proizvodna podjetja kot za podjetja na področju visoke tehnologije. To trditev Copeland, Koller in Murrin (2000, str. vii) argumentirajo s posledicami, ki se pojavijo, kadar podjetja na ustvarjanje vrednosti pozabijo: na primer sovražni prevzemi podjetij v ZDA v osemdesetih letih 20. stoletja, zlom rastočega japonskega gospodarstva v devetdesetih letih, vzhodnoazijska kriza leta 1998 ter vztrajna počasna rast in visoka brezposelnost v Evropi. Čeprav je nastanek takšnih posledic mogoče povezati z različnimi faktorji, avtorji kot glavni člen v verigi, ki vodi do gospodarskih kriz, navajajo prav pomanjkljivo osredotočanje na ustvarjanje vrednosti.

2.1 Poslovni uspeh podjetja

V povezavi z uspehom podjetja Lipovec pravi, da se reprodukcijski proces zaključi z nekim rezultatom – uspehom (Lipovec, 1983, str. 258). V tem primeru uspeh razumemo kot tisto, kar je bilo doseženo. Po drugi strani je uspeh možno pojmovati kot doseganje ali preseganje cilja, medtem ko se nedoseganje smatra za neuspeh. Mi se bomo naslonili na prvo opredelitev uspeha, kjer ga razumemo kot doseženi rezultat in ki je lahko večji ali manjši.

Glavni cilj obstoja in poslovanja podjetja je sicer ustvarjanje poslovnega uspeha, vendar se pojavi dilema, ko želimo ta poslovni uspeh konkretizirati. Obstaja namreč določena razlika med ekonomskim uspehom poslovanja in tistim, ki ga tradicionalno ugotavlja računovodstvo v podjetju (Pučko, 2001, str. 146). **Računovodsko izkazan poslovni uspeh**, ki se praviloma nanaša na krajše obdobje, je le del slike o dosežkih podjetja in sam ne pove vsega o stvarnem ekonomskem uspehu poslovanja podjetja. **Ekonomski uspeh poslovanja podjetja** je razlika med končno vrednostjo lastniškega kapitala ter začetno vloženo vrednostjo tega kapitala in ga je načeloma mogoče popolnoma pravilno ugotoviti samo v obdobju, ki se ujema s celotno življenjsko dobo podjetja.¹⁴ V krajših poslovnih obdobjih bi bilo mogoče ekonomski uspeh ugotavljati samo v podjetjih, katerih delnice kotirajo na borzi, saj razlika med tržno vrednostjo lastniškega kapitala na koncu in začetku poslovnega obdobja ponazarja dosežen ekonomski uspeh poslovanja (Pučko, 1995, str. 64).

Ugotavljanje razlike v vrednosti podjetja na koncu in na začetku krajšega poslovnega obdobja z metodami, ki jih uporablja stroka vrednotenja podjetja, je za analizo poslovanja zaradi časovne zahtevnosti in prevelikih stroškov nepraktično. Hkrati se ne sme pozabiti, da je kratkoročen poslovni uspeh ponavadi drugačen od dolgoročnega, saj ga poleg dejavnikov, ki jih upoštevamo pri ugotavljanju kratkoročnega poslovnega uspeha, določajo še številni drugi dejavniki.¹⁵ Zaradi tega se mora kratkoročna analiza poslovnega uspeha in uspešnosti poslovanja še vedno nasloniti na računovodsko ugotovljeni poslovni uspeh, ki ga je potrebno popraviti tako, da bi se kar najbolj približal stvarnemu ekonomskemu uspehu (Pučko, 2001, str. 147-149). Zgornja ugotovitev implicira, da je merjenje poslovne uspešnosti s pomočjo ekonomskega dobička (oziroma ekonomske dodane vrednosti kot ene izmed njegovih oblik) na pravi poti k ugotavljanju stvarnega ekonomskega uspeha, saj se naslanja na računovodsko ugotovljeni poslovni uspeh (le-ta je sicer ustrezno prilagojen z vsebinskimi popravki računovodskih izkazov) ter hkrati upošteva stroške celotnega kapitala podjetja.

¹⁴ Še v tem primeru je potrebno pozabiti na inflacijske vplive ali pa popraviti nominalno izraženi uspeh za vplive inflacije.

¹⁵ Pri dolgoročnem poslovnem uspehu gre za dejavnike, ki določajo celoto prednosti in slabosti podjetja v razvojnem smislu; več o tem v Pučko, 2001.

2.2 Spremljanje uspešnosti poslovanja podjetja

Naj najprej razjasnimo, da uspešnosti ni mogoče enačiti z uspehom. Šele ko uspeh izmerimo v skladu z načelom racionalnosti z vlaganji, ki so bila potrebna za doseg tega uspeha, pridemo do uspešnosti (Pučko, 2001, str. 153).

Pri uspešnosti poslovanja podjetja naletimo na terminološko vprašanje, ali je prav govoriti o merjenju uspešnosti, ocenjevanju uspešnosti, presojanju uspešnosti ali o čem drugem (Rejc, 2002, str 20-22). O **merjenju** lahko govorimo, kadar je enota mere natančno določena in imamo orodje, s katerim merimo. Če nimamo orodja (enota mere namreč še ni dovolj, da bi govorili o merjenju), govorimo o **ocenjevanju**. Merjenje je bolj zaželeno kot ocenjevanje, ker omogoča primerljivost rezultatov med različnimi enotami, njegove ugotovitve pa so za uporabnika bolj verodostojne. **Presojanje** je naknaden proces, kjer kritično ovrednotimo vsebino izmerjenega oziroma ocenjenega z drugih, v okviru merjenja in ocenjevanja neupoštevanih vidikov. **Spremljanje uspešnosti** poslovanja je najširši pojem, saj zajema tako merjenje, ocenjevanje kot presojanje. Rejc ga definira kot »nenehen proces merjenja, ocenjevanja in presojanja uspešnosti poslovanja podjetja s pomočjo izbranih finančnih in nefinančnih kazalcev«.

Uspešnost poslovanja podjetja je tema, ki še dolgo ne bo izgubila svoje aktualnosti. Obravnava uspešnosti podjetja je pomembna tako v teoretičnem kot v praktičnem pogledu. Na to kaže dejstvo, da v praksi uspeh podjetij pogosto izenačujemo z računovodsko izkazanim dobičkom (ki je morda še primerjan s kapitalom), kar zaradi nekritičnosti do knjigovodskih informacij pogosto pomeni zbiranje dezinformacij. Na tako zbrane (dez)informacije se neredko veže tudi motivacijski sistem managementa podjetij, ki je osnovan na knjigovodsko izkazanih kategorijah uspeha podjetja. Vse to se velikokrat kaže v kratkoročni naravnosti uprav, v pritiskih na računovodske usmeritve in standarde, v varčevanju tam, kjer dolgoročno to ni dobro, v neučinkovitih sanacijskih procesih ter v redkih in neustreznih odločitvah o dolgoročnih naložbah (Bergant, 1998, str. 87-88).

V sodobnem gospodarstvu ima lastnik kapitala številne možne načine investiranja, zato lastnike in managerje podjetij zanima, ali donos kapitala, naloženega v neko podjetje, presega njegovo ceno, to je donose, ki jih je možno doseči pri drugih vlaganjih s primerljivim tveganjem. Od začetka 20. stoletja dalje so zato lastniki uspešnost poslovanja pričeli meriti z razmerjem med dobičkom in sredstvi, ki ga najbolj splošno poimenujemo kazalec dobičkonosnosti naložb (angl. return on investment – ROI¹⁶), in ne več z absolutnim dobičkom. Čeprav je primerjanje dobička z vloženi sredstvi korak naprej pri ocenjevanju

¹⁶ Kazalec dobičkonosnosti naložb (ROI) je razmerje med dobičkom in naložbami, glede na opredelitev naložb pa razlikujemo (Hočevar, Jaklič, Zagoršek, 2003, str. 218-219):

- ROE – dobičkonosnost lastniškega kapitala (dobičkonosnost naložb lastnikov kapitala)
- ROA – dobičkonosnost sredstev (vsa sredstva oziroma premoženje podjetja)
- dobičkonosnost lastniškega in dolžniškega kapitala (lastniški kapital in dolgoročni dolgovi oziroma stalna in čista gibljiva sredstva).

uspešnosti podjetja, nastajajo pri uporabi tega kazalca številni problemi, med katerimi je največja težava v tem, da kazalec motivira managerje h kratkoročni, in ne dolgoročni uspešnosti. Zaradi omenjenih slabosti kazalnika ROI so v petdesetih letih prejšnjega stoletja nekatera podjetja in akademiki poiskali merilo za ocenjevanje uspešnosti podjetja, ki te slabosti odpravlja. To merilo so poimenovali preostali dobiček (angl. residual income), a je kasneje postalo bolj znano kot ekonomska dodana vrednost (Hočevar, Jaklič, Zagoršek, 2003, str. 218-220).

2.3 Analiza poslovanja

Analizo poslovanja je najprej mogoče klasificirati kot eno izmed poslovnih ved. Le-ta se je kot prva pričela sistematično ukvarjati s proučevanjem možnosti za izboljševanje uspešnosti poslovanja podjetja (Pučko, 2001, str. 3).

Nas bo analiza poslovanja zanimala predvsem kot praktična dejavnost. Za boljše odločanje o poslovanju podjetja, ki hkrati prispeva k večji uspešnosti poslovanja, je potrebno izvesti analizo poslovanja podjetja, torej spoznavanje podjetja z vidika uporabnika (Rozman, 1995, str. 57). **Analiza poslovanja** je presojanje in pojasnjevanje stanja ter uspešnosti oziroma neuspešnosti poslovanja podjetja. Zasnovana je na primerjanju podatkov o preteklem in načrtovanem poslovanju, ugotavljanju odmikov med njimi ter vzrokov in posledic teh odmikov ter služi za odločanje o izboljšanju uspešnosti poslovanja tega podjetja z vidika uporabnika analize (Hočevar, Jaklič, Zagoršek, 2003, str. 217). V izhodišču se mora analiza poslovanja nasloniti na računovodsko ugotovljeni poslovni uspeh ter ga poskušati popraviti, da bi se čimbolj približal stvarnemu ekonomskemu uspehu (Pučko, 1995, str. 64-65).

Pojem uspešnosti poslovanja nedvomno presega okvire analiziranja finančnih posledic poslovnih odločitev, vendar se ugotavljanje uspešnosti pogosto v največji meri nanaša ravno na finančno analizo podjetja. Če upoštevamo, da se posledice celotnega poslovanja odražajo prav v finančnih rezultatih, je takšen pristop razumljiv in opravičljiv. Finančni vidik poslovanja bi namreč lahko opredelili kot povezovalni člen, ki preizkuša ustreznost strategije ter vseh ostalih elementov managerskega sistema. Strategija podjetja predstavlja njegov pogled na svet, ki pa ni nujno pravilen - kadar finančni uspeh strategije izostane, jo je potrebno prilagoditi (Brewer, Chandra, Hock, 1999). Tudi v pričujočem magistrskem delu se bomo pri spremljanju uspešnosti v največji meri posvetili prav finančni analizi.

V zadnjem času se vedno bolj poudarja, da tradicionalni sistemi analize uspešnosti poslovanja podjetja, temelječi na vrednostih računovodskih kazalcev, ne dajejo vseh potrebnih signalov za usmerjanje aktivnosti v podjetju (Pučko, 2001, str. 147). Vse več se razpravlja o nefinančnih kazalcih uspešnosti poslovanja oziroma o dopolnitvi finančnih kazalcev s

sodobnimi nefinančnimi kazalci.¹⁷ Na tem področju je zadnjih deset do petnajst let posebne pozornosti deležen uravnoteženi izkaz avtorjev Kaplana in Nortona, ki uspešnost presoja s štirih vidikov: z vidika kupcev, notranjih procesov, učenja in rasti ter finančnega vidika (Rejc, 1996, str. 2). Od konca osemdesetih let se namreč pojavljajo vse številnejši prispevki z ugotovitvami, da tradicionalna računovodska poročila in izkazi s prevladujočimi finančnimi podatki niso zadostna podlaga za presojo tega, ali podjetje posluje uspešno ali ne (Eccles, 1991; McGee, 1992; Drucker, 1995).

2.3.1 Finančna analiza

Večina avtorjev s pojmom **finančna analiza** razume analizo finančnih posledic preteklih in/ali možnih prihodnjih poslovnih odločitev v podjetju. Vsaka izmed interesnih skupin v podjetju ima svoje cilje v zvezi s poslovanjem podjetja in zato tudi svojo opredelitev, kaj so finančne posledice poslovnih odločitev. Ker imajo interesne skupine poleg tega na razpolago še različen obseg in kakovost podatkov o podjetju, finančna analiza ni enovita niti z vidika namena in možnosti niti z vidika metod in tehnik, ki se uporabljajo (Mramor, 1999, str. 327).

Finančni analitik je uporabnik javno dostopnih finančnih podatkov o podjetju, ki jih uporablja kot podporo pri sprejemanju ekonomskih odločitev, in hkrati nima dostopa do notranjih informacij o podjetju (Rees, 1995, str. 2). Ena najpogosteje uporabljenih metod analize podjetja z vidika (obstojećih in potencialnih, zunanjih) lastnikov je gotovo analiza s pomočjo finančnih kazalcev, katere glavno omejitev predstavlja omejenost podatkov, saj se mora finančni analitik opirati predvsem na zunanje, javno dostopne podatke (Valentinčič, 1999, str. 339), medtem ko management pri analizi poslovanja nima omejitve dostopa do podatkov. Raziskave so pokazale, da finančni analitiki med različnimi informacijskimi viri najpogosteje uporabljajo ravno finančne podatke o poslovanju podjetja, ki jih najdejo v računovodskih izkazih (Barker, 1998, str. 4).

Finančno analizo podjetja je mogoče razdeliti na tradicionalno in sodobno. **Tradicionalna finančna analiza** temelji na razlagi, da se premoženje lastnikov povečuje takrat, ko podjetje maksimira dobiček. Njen analitični instrumentarij je skromen, prvenstveno se nanaša na analizo računovodskih kazalnikov, zato njeno jedro predstavlja analiza računovodskih izkazov podjetja. **Sodobna finančna analiza** jasno opredeli cilj poslovanja podjetja kot maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala. Pojma dobička in finančne moči zamenjajo prihodnji pričakovani denarni tokovi, njihovo tveganje in časovna razporeditev. V okviru sodobne finančne analize so se razvili v praksi uporabni modeli za določanje obsega tveganja in njegovo prevedbo v zahtevano donosnost naložb. Vse to pa na žalost še bolj

¹⁷ S finančnimi kazalci (angl. financial performance measures) mislimo tiste, ki se nanašajo na finančne kategorije oziroma so izraženi v denarni enoti mere, medtem ko so nefinančni kazalci (angl. non-financial performance measures) izraženi v fizični enoti mere ali opisno (Rejc, 2002, str. 18-20). V Slovenskih računovodskih standardih (SRS 30) zasledimo, da ima večina računovodskih kazalnikov »... naravo finančnih kazalnikov; kot finančni kazalniki za potrebe finančnega področja nalog pa se pojavljajo tudi številni drugi kazalniki, ki nimajo izhodišča v računovodskih podatkih ali pa so prirejeni drugače« (SRS, 2001, str. 199).

poudari razlike v dostopu do podatkov in informacij o podjetju med managementom in lastniki (Mramor, 1999, str. 328-337).

2.4 Sistemi nagrajevanja managerjev

Poseben zagon analiziranja in raziskovanja nagrajevanja managerjev je zaznati od leta 1990, ko sta Jensen in Murphy ugotovila majhno soodvisnost med nagrajevanjem managementa in rezultati podjetij, v katerih vodijo posle. Podjetje je namreč skupek pogodb med različnimi interesnimi skupinami, ki v poslovanju podjetja neposredno ali posredno sodelujejo (Mramor, 1999, str. 327), med njimi pa je eden najpomembnejših odnos med lastniki in managerji, ki je zaradi problema agentov tudi najbolj izpostavljen. Ker so lastniki zainteresirani za čim uspešnejše poslovanje podjetja, mora biti ocenjevanje in nagrajevanje dela managerjev povezano prav z uspešnostjo poslovanja.

Za managersko delo je značilno, da ga je precej težje definirati kot delo ostalih zaposlenih. Vse večja konkurenca, informacijska tehnologija in globalizacija zahtevajo neprestano prilagajanje podjetij zahtevam njihovega okolja, zato se ključni vir konkurenčnih prednosti išče v ljudeh, v njihovem znanju ter ustvarjalnosti, kar pomeni tudi precej spremenjeno vlogo vrhnjih managerjev. Njihovo delo postaja še bolj zahtevno in kompleksno, manj predvidljivo in težje nadzirano. Prav zato s toliko večjo močjo stopa v ospredje osnovno vprašanje teorije agentov: kako principalni (lastniki) zagotovijo, da se njihovi agenti (managerji) obnašajo v skladu z interesi lastnikov in ne zgolj v skladu z lastnimi interesi maksimiranja osebnih koristi. Kot učinkovit mehanizem usklajevanja interesov principalov in agentov je ponujena pogodba o plačevanju in nagrajevanju managerjev, pri čemer je posebej pomembna povezava plačila z uspešnostjo (Zupan, 2000, str. 120). S tem je poudarjena pomembnost meril uspešnosti poslovanja kot osnove stimuliranja in nagrajevanja managerjev pri uresničevanju ciljev lastnikov. Managerji bodo kot racionalni subjekti skušali optimizirati vrednost meril tako, da bodo realizirali največjo možno nagrado. Merilo, ki je nekonsistentno s temeljnim ciljem poslovanja, bo tako rezultiralo v maksimiranju neke druge kategorije in ne v večanju vrednosti premoženja lastnikov.

Tradicionalni računovodski sistemi nagrajevanja vežejo nagrade na doseganje načrtovane stopnje rasti prodaje, dobička iz poslovanja, čistega dobička (na delnico) ali vrednosti drugih računovodskih kazalcev. Na računovodskih kategorijah temelječi sistemi tako na eni strani navajajo k zasledovanju netemeljnih ciljev in na drugi strani ponujajo tudi precejšen manevrski prostor za manipuliranje s predračunskimi in obračunskimi podatki. Izigravanje lastniških interesov, na primer pri predračunavanju, ki vključuje podcenjevanje predračunskih količin, porastov cen ali možnosti zniževanja stroškov ter precenjevanje izdatkov za tržne raziskave, oglaševanje in podobno, so praksa mnogih managerjev (Bart, 1997, str. 187). V večjih svetovnih podjetjih sisteme nagrajevanja in stimuliranja, ki temeljijo na tradicionalnih računovodskih kazalcih, že nekaj časa izpodrivajo sistemi, ki so bolj orientirani k merjenju resničnega ekonomskega uspeha.

Marsikatero javno podjetje je nagrade managerjev vezalo na tržno vrednost lastniškega premoženja (ceno delnice), vendar so taki sistemi uporabni le za nagrajevanje najvišjih ravni managementa, katerih delovanje je vsaj delno neposredno povezano z gibanjem cen delnic (Bown, 1999, str. 45). Za nižje ravni managementa takšni sistemi niso priporočljivi, saj operativni management nima na voljo mehanizmov za pomemben in jasen vpliv na tržne kategorije. Nagrajevanje na osnovi rezultatov, na katere ima manager jasen vpliv, je namreč prvi pogoj sistemov stimuliranja in nagrajevanja. Idealen sistem nagrajevanja bi moral uspešno uravnotežiti naslednje štiri cilje: zblížiti cilje lastnikov in managerjev, zagotoviti potrebne motivacijske vzvode za managerje, omejiti tveganje, da bo manager odšel iz podjetja, ter minimizirati stroške lastnikov (Young, O'Byrne, 2000, str. 114-115).

Kljub vsemu trend zadnjih dvajsetih let kaže, da se je sestava managerskih plač in nagrad precej spremenila, opazne pa so tudi precejšnje razlike med državami. Pri inovacijah glede sistemov nagrajevanja managerjev prednjačijo ZDA, kjer so tudi najbolj razvili programe variabilnih nagrad, to je povezovanja nagrad z uspešnostjo. Razlogi v zmanjševanju fiksnega dela prejemkov v korist povečanja plačila po uspešnosti niso le v težnji po uravnavanju odnosov med managerji in lastniki, temveč tudi spodbudni empirični rezultati, ki kažejo, da je današnje uvajanje plačila po uspešnosti povezano s povečanjem ekonomske uspešnosti v naslednjem obdobju (Zupan, 1998, str. 188, 194).

V petdesetih letih prejšnjega stoletja so v ZDA pričeli intenzivno uporabljati motivacijsko orodje, ki naj bi tesno povežalo blaginjo in usodo managerjev ter lastnikov – to so delniške opcije. Le-te naj bi cilje delovanja managerjev uskladile s cilji lastnikov podjetja tako, da bi managerji postali (so)lastniki podjetja. Popularnost delniških opcij se je do devetdesetih let stopnjevala, saj je za uspešnost managerjev pomembno, kako so nagrajeni in ne koliko dobijo. Pogosta kritika na račun opcij je njihovo neustrezno računovodsko obravnavanje, ki povzroča napihovanje računovodskega dobička, ker niso obravnavane kot (ekonomski) strošek. Še pomembnejša pa je v zadnjem času kritika, da opcije, namesto da bi usklajevale interese managerjev in lastnikov, pogosto vodijo do še večjih razlik med njimi. Opcijsko nagrajevanje, pravita Groznik in Valentinčič (2004), očitno ni dovolj pregledno ter ekonomsko dobro zamišljeno in izpeljano, zato njihova priljubljenost v državah z razvitimi trgi kapitala pada. Nasprotno pa Krašovec (2004) navaja, da je v letu 2003 velik del pomembnejših družb v EU za nagrajevanje vrhnjega managementa uporabljal delniške opcije.

Šibka konjunktura v Evropi je povzročila, da podjetja v zadnjem času spreminjajo sisteme nagrajevanja svojih vodilnih kadrov, katerih prejemki naj bi bili bolj odvisni od razvoja podjetja. Višino nagrad za vodilne managerje je doslej v številnih podjetjih določal nadzorni svet bolj ali manj po lastni presoji, sedaj pa naj bi o višinah nagrad odločala trdna poslovna merila (Urbanija, 2003, str. 30). Medtem ko je v ZDA in Veliki Britaniji plačilo številnih managerjev že nekaj časa povezano z ekonomsko dodano vrednostjo, se v evropskih podjetjih podobni sistemi šele uvajajo. Urbanija navaja primere večjih evropskih podjetij (Volkswagen, Lufthansa, Henkel, Bayer, Deutsche Post itd.), ki svoje sisteme nagrajevanja managerjev spreminjajo v smer večje odvisnosti od poslovnih rezultatov.

S 139,5 milijona dolarjev plače in nagrad direktorja newyorške borze je po mnenju Petrovčiča (2003) dokončno padlo merilo, ki so ga v številnih svetovnih podjetjih najpogosteje uporabljali pri nagrajevanju managerjev: čim večja je bila vrednost delnice na borzi, tem boljše so bile plače managerjev. Številna večja zahodna podjetja so se namreč odločila, da bodo svoje managerje spet plačevala samo po tem, kako uspešni so njihovi tekoči posli oziroma kako posli povečujejo priliv denarja. Pri tem se podjetja odločajo za merila, kot so ekonomska dodana vrednost, dodana vrednost denarnega toka (angl. cash value added – CVA), dobičkonosnost naložb (ROI) ipd. Vsem sistemom nagrajevanja, ki temeljijo na novejših merilih, je skupno to, da pri plačah in nagradah managerjev na različne načine upoštevajo rast dobička, rast prometa, zadolženost, stanje naložb in skrb za razvoj.

V Sloveniji je dodaten dejavnik oteženega nadzora lastnikov nad managerji tudi razpršeno lastništvo, relativno pomemben delež notranjih lastnikov v mnogih podjetjih, nerazvito vladanje podjetjem in nepreglednost na trgu managerjev. Zato bi bilo še toliko pomembnejše oblikovanje managerskih plač v povezavi z doseženo uspešnostjo (Zupan, 2000, str. 120). Vse več študij v Sloveniji kaže, da so variabilni deleži plač managerjev, ki so vezani na rezultate podjetja, nizki (Zupan, 2000; Slapničar, 2003; Čeh, 2004).

Sesutje delniških trgov v minulih dveh letih je razvrednotilo številne sisteme nagrajevanja v obliki delniških opcij, ki po mnenju nekaterih niso prav nič pripomogli k vrednosti za delničarje. Če upoštevamo še pretirana izplačila nagrad nekaterim managerjem, lahko sklenemo, da je potreba po spreminjanju doslej razširjenega ustroja managerskih plač in nagrad neizbežna, predvsem naj bi se pomen variabilnega deleža prejemkov podvojil (Urbanija, 2003, str. 31). Kako na predstavljene spremembe in dileme odgovarja sistem nagrajevanja, ki temelji na ekonomski dodani vrednosti, bomo predstavili v naslednjem poglavju, pri čemer njegovi zagovorniki poudarjajo, da naj bi se takšen sistem nagrajevanja in motiviranja uvedel za vse zaposlene in ne le za vrhnji management.

2.5 Merila poslovne uspešnosti

Vse večje zanimanje za merila poslovne uspešnosti gre po Brinkerjevem (1996) mnenju pripisati spoznanjem o neustreznosti tradicionalnih meril. Tako v poslovnih kot ekonomskih vedah je kvantifikacija na pohodu zadnjih 50 let, vendar po mnenju Druckerja (1995) še vedno ni na voljo pravih meril – takšnih, ki bi omogočala nadzor poslovanja.

Eccles (1991) pravi, da sega nezadovoljstvo z uporabo finančnih meril pri spremljanju poslovne uspešnosti vsaj v petdeseta leta 20. stoletja. To nezadovoljstvo se je s časom samo še krepilo. Dokazi o zastarelosti in neuporabnosti, če ne že škodljivosti tradicionalnih računovodskih meril poslovne uspešnosti so številni, vsi pa poudarjajo neustrezno (ne)obravnavanje investicij v nove tehnologije in trge ter zaposlene, ki so ključna sestavina dolgoročne poslovne uspešnosti na globalnih trgih. Ko so vrhnji managerji ugotovili, da nove strategije in visoko konkurenčno poslovno okolje zahtevajo nove sisteme spremljanja

poslovne uspešnosti, se je pričela revolucija. Le-ta je povzročila zasuk v razmišljanju, in sicer se je o finančnih merilih poslovne uspešnosti začelo razmišljati kot o delu širšega nabora meril. Nabor se je najprej razširil z merili o kvaliteti in nato še z merili zadovoljstva kupcev ter benchmarkingom. Do celotne revolucije je lahko prišlo zaradi razvoja informacijske tehnologije, s katero so bili podjetjem omogočeni hitrejša in cenejša generiranje, distribucija, analiza ter arhiviranje večje količine informacij.

V magistrskem delu se bomo osredotočali na tista nova merila, ki še vedno temeljijo na finančnih kategorijah, in bomo nefinančne kazalce pustili ob strani. Če se vrnemo k temeljnemu cilju maksimiranja vrednosti premoženja lastnikov, se postavlja vprašanje, kako ta cilj meriti. Za podjetja, s katerih delnicami se trguje na kapitalskih trgih, se na prvi pogled kot očitna mera uspešnosti podjetja ponuja cena delnice, vendar ima veliko pomanjkljivost, in sicer je odvisna od mnogih dejavnikov, ki jih managerji ne morejo kontrolirati; posebno to velja za management na nižjih ravneh (Bacidore et al., 1997, str. 11). Merjenje cilja maksimizacije tržne vrednosti premoženja lastnikov se še bolj zaplete, če imamo opravka z nerazvitim trgom kapitala ali s podjetjem, s katerega lastniškim kapitalom se ne trguje. Pučko (2001, str. 147-149) opozarja, da je ugotavljanje razlike v vrednosti podjetja na koncu in na začetku krajšega poslovnega obdobja z metodami, ki jih uporablja stroka vrednotenja podjetja, časovno zahtevno in povezano s prevelikimi stroški. Bergant (1998, str. 91-92) k temu dodaja še probleme primerljivosti ocene tržne vrednosti podjetja na začetku in koncu obdobja; pomanjkanje informacijske vrednosti razlike v tržni vrednosti, ki ne pokaže vzrokov za spremembo; majhno zanesljivost ocen pri podjetjih, ki ne kotirajo na borzi, ter v razmerah nerazvitega trga kapitala; razpolaganje le z grobimi ocenami dejanske vrednosti podjetja, ki je v današnjem času vse bolj odvisna od »mehkih« dejavnikov; in osredotočenje na ugotavljanje stanja tržne vrednosti, namesto na ugotavljanje smeri gibanja tržne vrednosti in njegovo intenzivnost.

Za investitorje lastniškega kapitala je bistveno vse, kar na dolgi rok povečuje tržno vrednost lastniškega kapitala, to je vse, kar dodaja vrednost podjetju. Da bi lahko ugotavljali uspešnost podjetja in s tem povečevanje njegove vrednosti za lastnike z enim samim merilom, bi bilo zaželeno, da bi takšno merilo imelo naslednje lastnosti (Bergant, 1998, str. 90):

1. neposredno in pregledno vzročno posledično povezavo z vrednostjo podjetja;
2. možnost vrednostnega izražanja;
3. možnost stalnega spremljanja s preteklim dogajanjem in z načrtovanimi rezultati;
4. možnost primerjave z drugimi podjetji;
5. relativno preprost postopek izračunavanja v praksi;
6. možnost podrobnejše analize o vzrokih sprememb;
7. možnost uporabe na nižjih organizacijskih ravneh podjetja.

Uporaba merila z naštetimi lastnostmi bi gotovo dala podlago za oblikovanje informacij, ki jih management potrebuje pri odločanju s ciljem povečanja vrednosti podjetja. Z ustreznimi informacijami je potrebno merilo uspešnosti opisovati ter analizirati vplive na njegovo gibanje v preteklosti in prihodnosti. Pri tem mora oblikovanje informacij o uspešnosti nujno

zajeti kratkoročni in dolgoročni vidik, analiza uspešnosti pa ne sme ostati samo pri primerjavi doseženega rezultata s ciljem, temveč mora zajemati tudi analizo učinkovitosti poslovanja (Bergant, 1998, str. 90).

Bacidore s sodelavci (1997, str. 12). še meni, da mora ustrezno merilo poslovne uspešnosti izmeriti vpliv strategije podjetja na vrednost podjetja s strani lastnikov. Da bi merilo lahko pokazalo uspešnost poslovne strategije, mora upoštevati zahtevano stopnjo donosa investitorjev kapitala, natančno izmeriti vrednost kapitala, ki ga podjetje uporablja, ter visoko korelirati z za tveganje prilagojeno donosnostjo, ki jo dosegajo investitorji lastniškega kapitala.

2.6 Modeli merjenja uspešnosti podjetja

Večino sedanjih modelov merjenja poslovne uspešnosti bi lahko glede različnega izhodišča razdelili v dve večji skupini (Bergant, 1998, str. 92-93):

1. modeli s poskusom oblikovanja enotne mere uspešnosti, ki v glavnem temelji na finančnih kategorijah, in
2. modeli, ki poleg finančnih (računovodskih) rezultatov poslovanja vključujejo tudi druge izide poslovanja.

Vsi modeli izhajajo iz kritik računovodskih informacij, ki med drugim podpirajo kratkoročno usmerjenost, dajejo prednost naložbam z enostavneje merljivimi učinki, manj spodbujajo k notranjim razvojnim projektom, ki se jih teže vrednoti, in pogosto prenizko vrednotijo kapital ter kažejo pesimistično sliko finančnega položaja podjetja. Pomembno slabost računovodskih informacij odraža tudi dejstvo, da je mogoče z različnimi (dopustnimi) računovodskimi rešitvami vplivati na nekatera klasična merila uspešnosti (dobiček na kapital, dobiček na delnico ipd.).

Možnost manipuliranja z računovodskimi podatki je številne managerje, analitike in finančnike usmerila k osredotočanju na denarne tokove v prepričanju, da le-ti bolje in natančneje odražajo ekonomsko stanje v podjetju kot računovodski dobiček (Eccles, 1991, str. 132). Predstavniki **prve skupine modelov** se zato osredotočajo na denarne tokove ter z namenom povečanja izrazne moči popravljajo računovodske informacije. V drugem poglavju bomo model ekonomske dodane vrednosti podrobneje predstavili, na tem mestu pa bomo naštetli nekatere druge modele, ki spadajo v prvo skupino.

Konkurenca med svetovalnimi podjetji je ustvarila množico meril, orientiranih k ustvarjanju vrednosti (angl. value-based measures). Tako je podjetje HOLT Value Associates oblikovalo model donosnosti sredstev na podlagi denarnega toka (angl. cash flow return on investment – CFROI), Boston Consulting Group je oblikovalo model skupnega donosa (angl. total business return – TBR) in model dodane vrednosti denarnega toka (angl. cash flow value added – CVA). Podjetje LEK/Alcar ponuja model dodane vrednosti za delničarje (angl. shareholder

value added – SVA), pri Marakon Associates so razvili model diskontiranega ekonomskega dobička (angl. discounted economic profit – EP), medtem ko management ekonomske vrednosti (angl. economic value management – EVM) ponuja podjetje KPMG (Biddle, Bowen, Wallace, 1999, str. 5). Merilo dobičkonosnosti investiranega kapitala (angl. return on invested capital – ROIC) se pojavlja pri podjetju McKinsey (Dilon, Owers, 1997, str. 36).

Young in O'Byrne (2000, str. 44-48) kot vse pogostejše merilo poslovne uspešnosti, ki poleg produktivnosti dela upošteva tudi sredstva, s katerimi zaposleni ustvarjajo prihodke, ter opozarja managerje na stroške pridobivanja in uporabe kapitala, navajata donosnost čistih sredstev (angl. return on net assets – RONA). Merilo je izračunano kot razmerje med dobičkom iz poslovanja po davkih ter neto sredstvi in pomeni uspešno poslovanje podjetja, kadar so stroški celotnega kapitala podjetja nižji od izračunanega razmerja.

Modeli merjenja poslovne uspešnosti, ki jih uvrščamo v **drugo skupino**, poudarjajo pomembnost razumevanja številnih faktorjev, ki vplivajo na uspešnost posameznikov, skupin ter podjetja kot celote. Za dolgoročno uspešnost morajo podjetja poleg finančnih meril spremljati tudi druga strateška merila s področja zadovoljstva kupcev, kvalitete, inovativnosti, fleksibilnosti itd. Nekateri radikalisti celo menijo, da je razmišljanje o finančnih merilih odveč, saj finančni uspeh ne izostane, če podjetje ponudi kupcem tisto, kar želijo (Brinker, 1996). Splošno vodilo sistemov druge skupine je torej dopolnjevanje finančnih kazalcev z nefinančnimi ter ocenami »mehkih«¹⁸ področij poslovanja, s čimer se izboljša ocenjevanje perspektiv podjetja.

2.6.1 Kritike računovodskih informacij

Zanimanje za koncept ekonomskega dobička oziroma ekonomske dodane vrednosti kot enega izmed predstavnikov sodobnih modelov merjenja uspešnosti podjetja je od osemdesetih let 20. stoletja, ko je svetovalna hiša Stern Stewart dokončno razvila zasnovo ekonomskega dobička, tako v ZDA kot v zahodnoevropskih državah strmo naraščalo. Ob tem se postavi vprašanje, od kod nenadno zanimanje za to sodobno merilo, ko imamo vendar povsem uporabna in preskušena tradicionalna računovodska merila (Rijavec, 2000, str. 30).

Računovodstvo je dejavnost, ki se je oblikovala s ciljem, da ugotavlja, meri in posreduje informacije o gospodarskih celicah, ki bodo v pomoč uporabnikom, da bi izboljšali kakovost svojih poslovnih odločitev. Računovodski izkazi, katerih namen je dajati informacije o finančnem položaju, uspešnosti in spremembah finančnega položaja podjetja, so zapis dogodkov, ki so se zgodili v preteklosti, uporabniki računovodskih informacij ter lastniki pa potrebujejo za odločanje tudi najnovejše in druge informacije (Odar, 2001, str. 9). Podjetja pripravljajo računovodske izkaze z namenom, da predstavijo »stanje zadev«¹⁸ na določen dan in za določeno obdobje, vendar moramo pri tem upoštevati, da predstavljene informacije

¹⁸ Med najbolj uveljavljene modele gotovo sodi uravnoteženi izkaz poslovanja (angl. balanced scorecard – BSC), katerega podrobnejšo predstavitev je najti v izvorni literaturi avtorjev Kaplana in Nortona (1996).

odražajo kombinacijo zabeleženih dejstev, računovodskih konvencij ter osebne presoje. Računovodstvo ima prirojene omejitve v tem, da je vsak računovodski izkaz neobhodno stvar ocene in stališč sestavljalcev (Perner, 1998, str 102-103).

Opozorili smo že, da se računovodsko izkazan poslovni uspeh podjetja razlikuje od ekonomskega uspeha (Pučko, 2001, str. 146). Še splošneje lahko rečemo, da obstajajo razlike v računovodskem in ekonomskem pojmovanju kategorij. Finančna stroka opredeljuje ekonomsko vrednost kot vsoto diskontiranih prihodnjih denarnih tokov. Tako je ekonomska vrednost določenega sredstva opredeljena kot sposobnost le-tega, da v prihodnosti ustvarja denarne tokove. Zaradi različne časovne razporeditve teh denarnih tokov in prevzetega tveganja je potrebno vse denarne tokove diskontirati z ustreznim diskontnim faktorjem. To torej pomeni, da je ekonomska vrednost sredstva enaka sedanji vrednosti njegovih prihodnjih denarnih tokov (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 85).

Računovodstvo ugotavlja poslovni uspeh z izdelavo izkaza uspeha. Odkloni računovodsko izkazanega poslovnega uspeha od stvarnega ekonomskega uspeha podjetja pa izvirajo predvsem iz ustvarjanja tihih oziroma skritih rezerv in izgub v podjetju. Čeprav je to težko, mora analitik skrite rezerve oziroma izgube poskušati izločiti iz računovodsko izkazanega poslovnega uspeha. Pri tem običajno ugotovi, da poslovni uspeh po obdobjih bolj niha, kot to izkazuje računovodstvo. Zdi se, da računovodstvo z delnim izravnavanjem ugotovljenega kratkoročnega poslovnega uspeha le-tega bolj približuje dolgoročnemu uspehu, kar pa ni vedno res (Pučko, 1995, str. 65).

Buckley in sodelavci (1998, str. 52) opozarjajo na razliko v opredelitvi kategorije čistega dobička z računovodskega oziroma s finančnega vidika. Čisti dobiček je računovodsko izračunan tako, da od prihodkov odštejemo odhodke in davke, medtem ko je s finančnega vidika enak vsoti denarnega toka, ki je razpoložljiv delničarjem, in spremembi tržne vrednosti lastniškega kapitala. Če bi se v računovodskem pojmovanju upoštevala vsa uporabljena sredstva in viri sredstev po njihovi dejanski (ekonomski) tržni vrednosti, med obema načinoma izkazovanja kategorij ne bi bilo razlike.

Računovodska poročila so pripravljena na podlagi predpisanega nabora alternativnih računovodskih metod in parametrov, zato je odvisnost računovodskih informacij od izbranih konkretnih metod in parametrov bistvena. Nabor že *a priori* omogoča določeno mero fleksibilnosti pri pripravljanju računovodskih informacij, zato se ob zaželenosti širokega nabora postavlja vprašanje, ali management podjetij, odgovoren za pripravo računovodskih informacij, uporablja svojo diskrecijsko moč tako, da manipulira z računovodskimi informacijami. Z manipuliranjem je mišljena uporaba diskrecijske moči v okviru izbire dopustnih računovodskih metod, ki omogoča, da se koristi ene interesne skupine povečajo na druge (na primer koristi managementa na račun lastnikov). Četudi se zunanji uporabniki računovodskih izkazov zavedajo oportunističnega vedenja pri njihovi pripravi, je zanje iz informacij nemogoče izločiti oportunistični vpliv (Slapničar, 2001). V finančnih teorijah ima računovodska informacija vrednost le, če je z njo mogoče napovedati denarne tokove ter

tveganje, ki je z njimi povezano. Vrednost podjetja ni odvisna od računovodskega dobička, temveč od denarnega toka, na katerega uprava z diskrecijsko izbranimi računovodskimi metodami ne more vplivati. Kljub vsemu obstaja možnost, da bi uprava z uravnavanjem dobička vplivala na napovedi denarnih tokov v prihodnosti (Slapničar, 2002, str. 26). Motiva za uravnavanje dobička sta predvsem dva: asimetrija informacij med managerji in lastniki ter obstoj pogodbenih razmerij, pri čemer so eden izmed osrednjih sistemi nagrajevanja managerjev, kjer so koristi managerjev vezane na uresničevanje računovodsko postavljenih ciljev. Možnost manipuliranja računovodskih informacij je povod za vsebinske prilagoditve računovodskih informacij pri izračunu ekonomske dodane vrednosti.

Razpravo o pomenu računovodskega poročanja na svetovnih kapitalskih trgih Perner (1998, str. 116) zaključuje z ugotovitvijo, da trgovanje na svetovnih kapitalskih trgih zahteva jasne in zanesljive informacije o njihovih udeležencih, pri čemer temeljne informacije nudijo prav računovodski izkazi. Ne glede na slabosti, ki jih kažejo računovodski izkazi, zlasti v prikazovanju tako imenovanega ekonomskega dobička, pa v svetu še vedno prevladuje mnenje, da zanje trenutno ni boljšega nadomestila. To utemeljuje dejstvo, da pripravljavci (skozi uporabo računovodskih standardov) govorijo isti jezik, kar pomeni, da je vsebina posamičnih postavk, pa čeprav bi bile neustrezno vrednotene, enotno predstavljena.

Z namenom zagotavljanja usklajenih računovodskih informacij ter preglednosti in primerljivosti računovodskih izkazov je bila tudi v Evropski uniji sprejeta uredba, po kateri bodo morala od 1. 1. 2005 vsa javna podjetja¹⁹ v državah članicah, ki izdelujejo konsolidirane računovodske izkaze, te pripravljati po mednarodnih standardih računovodskega poročanja (MSRP). S polnopravnim članstvom bomo morali uredbo upoštevati tudi v Sloveniji. Pri slovenskih podjetjih bo navzven najbolj vidna sprememba uporabe novih standardov nekoliko višji prikazan dobiček, saj so snovalci SRS izhajali predvsem iz načela previdnosti, medtem ko je v MSRP bolj poudarjeno načelo poštene vrednosti (Petrič, 2003, str. 30-31). Kljub številnim spremembam, ki se dogajajo na področju računovodskih standardov povsod po svetu, nekateri strokovnjaki s področja računovodstva vztrajajo pri argumentu, da se računovodski standardi vedno bolj oddaljujejo od ekonomske stvarnosti (Ehrbar, 1998, str. 161).

V prvih dveh poglavjih magistrskega dela smo predstavili argumente, ki potrjujejo prevlado lastniškega modela podjetja nad modelom interesnih skupin ter posledično definirajo ustvarjanje vrednosti za lastnike kot temeljni cilj poslovanja podjetja. Sledila je predstavitev pojmov, ki so povezani z ugotavljanjem poslovne uspešnosti podjetja in nagrajevanjem managementa. Pri tem pa ves čas ugotavljamo, da se ekonomska uspešnost podjetja razlikuje od računovodsko ugotovljene ter da imajo računovodske informacije številne »objektivne« omejitve, zato lahko njihovo nekritično sprejemanje pripelje do zmanjševanja vrednosti podjetja. Pri iskanju učinkovitega modela, ki bo pokazal, kako podjetja poslujejo z vidika

¹⁹ Natančneje se uredba nanaša na podjetja, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in pripravljajo računovodske izkaze (Petrič, 2003, str. 31).

ekonomske uspešnosti, smo naleteli na različne možnosti in se odločili podrobneje predstaviti koncept ekonomske dodane vrednosti.

3 EKONOMSKA DODANA VREDNOST

Sodobni modeli spremljanja uspešnosti poslovanja podjetja, tudi tisti, kjer so finančni kazalci dopolnjeni z nefinančnimi, odražajo dejstvo, da je uspešnost poslovanja v osnovi treba razumeti v smislu maksimiranja vrednosti za lastnike podjetja. Vendar finančnim kazalcem, ki kažejo doseganje ciljev lastnikov podjetja, pripada dominantna vloga končnih kriterijev uspešnosti poslovanja (Rejc, 2002, str. 1). To dejstvo nas je dodatno spodbudilo, da podrobneje raziščemo model ekonomske dodane vrednosti kot sodobnega merila uspešnosti poslovanja podjetja, ki se naslanja na finančne (računovodske) podatke o poslovanju podjetja.

Lastniki podjetij (sedanji in potencialni) v sodobnih tržnih gospodarstvih z razvitim trgom kapitala predstavljajo investitorje denarnih sredstev. Kot investitorji pri sprejemanju finančnih odločitev uporabljajo različne informacijske vire, pri čemer so na zelo pomembnem mestu finančne informacije, med katerimi gre velik poudarek računovodskemu podatkom (Rees, 1995, str. 9-33). Podatke iz objavljenih računovodskih izkazov uporabljajo za ocenjevanje uspešnosti preteklega poslovanja podjetja in za napovedovanje le-te v prihodnosti. Uporabniki računovodskih informacij morajo upoštevati, da so računovodski izkazi osredotočeni na računovodski dobiček in ne na denarne tokove, ki edini kažejo pravo ekonomsko vrednost podjetja. Pri iskanju ustreznega merila uspešnosti, s katerim bi ob računovodskih podatkih dobili vpogled v pravo (ekonomsko) vrednost podjetja, so se v teoriji razvili številni novi modeli merjenja poslovne uspešnosti. Med modeli, ki poskušajo oblikovati enotno mero uspešnosti, katera izhaja predvsem iz finančnih podatkov, gre v zadnjih dvajsetih letih največ pozornosti ekonomski dodani vrednosti. Razvoj tega modela gre razumeti kot kritiko tradicionalnih računovodskih kazalcev in metod ocenjevanja uspešnosti poslovanja podjetij (Javornik, 2003, str. 50).

Koncept ekonomske dodane vrednosti je kot orodje za merjenje uspešnosti podjetja osnovan na temeljnem cilju poslovanja podjetja - ta je dolgoročna rast vrednosti navadne delnice oziroma enote navadnega lastniškega kapitala-, ter v ospredje postavlja lastnike, ki so zagotovili kapital za poslovanje podjetja (Lukežič, 2000, str. 5). Pomembno je, da koncept meri uspešnost glede na tveganje in pričakovani donos investitorjev. Tržna vrednost enote (navadnega) lastniškega kapitala je odvisna od sedanje vrednosti pričakovanih prihodnjih donosov, ki jo opredeljujejo višina pričakovanih neto denarnih tokov lastnikom in njihova časovna razporeditev ter tveganje, da dejanski denarni tokovi ne bodo enaki pričakovanim.

Ekonomska dodana vrednost se najpogosteje označuje kot mera finančne uspešnosti podjetja, ki temelji na dobičku iz poslovanja po davkih, vlaganjih, zahtevanih za ustvarjanje tega dobička, ter stroških, povezanih s temi vlaganji. Kot finančno merilo poslovanja podjetij je

najtesneje povezana z ustvarjanjem bogastva investitorjev lastniškega kapitala na dolgi rok, hkrati pa managerjem omogoča boljše razumevanje njihovih reakcij, zaradi česar laže sprejemajo poslovne odločitve (Rijavec, 2000, str. 30). Vendar je oznaka ekonomske dodane vrednosti samo kot finančnega merila preozka, saj predstavlja celovit koncept za merjenje in povečanje vrednosti podjetja ter je sestavljena iz treh podsistemov: merjenja uspešnosti, sistema nagrajevanja in finančnega managementa. V nadaljevanju poglavja bomo predstavili zgodovinski razvoj razmišljanj o ekonomskem dobičku in prehod na ekonomsko dodano vrednost, izračunavanje ekonomske dodane vrednosti in njegove posebnosti ter predstavili sisteme nagrajevanja, ki temeljijo na ekonomski dodani vrednosti.

3.1 Zgodovinsko ozadje

Ekonomska dodana vrednost ni novo odkritje na področju ekonomsko-poslovne znanosti. Razmišljanja, da podjetje ustvarja vrednost le, če zasluži več, kot znašajo njegovi stroški dolžniškega in lastniškega kapitala, so stara že stoletja, pravijo Biddle, Bowen in Wallace (1999, str. 2), ki navajajo objavo Hamiltona iz leta 1777. Nekoliko kasneje, in sicer leta 1890, je klasični ekonomist Alfred Marshall razvil zamisel o **preostalem dobičku**. Ugotovil je, da mora dobiček podjetja, ki želi zaslužiti, zadostovati ne le za pokritje operativnih stroškov, pač pa mora zagotoviti tudi normalen donos lastnikom investiranega kapitala; šele potem lahko rečemo, da je podjetje poslovalo z dobičkom. Takšen pogled na dobiček podjetja je osnovni temelj današnjega razumevanja ekonomskega dobička (Grant, Abate, 2001, str. 3). V 20. stoletju se je pojem preostalega dobička operacionaliziral (pomenil je dobiček iz poslovanja po davkih minus stroški investiranega kapitala) in se pojavljal z različnimi imeni. Priporočali so ga tako za interno mero uspešnosti poslovnih enot kot za zunanje merilo poslovne uspešnosti v finančnih poročilih (Biddle, Bowen, Wallace, 1997, str. 302).

Za razcvet Marshallove zamisli rezidualnega dobička so v sredini 20. stoletja poskrbeli trije ameriški ekonomisti – Irving Fisher v tridesetih ter Franco Modigliani in Merton Miller v poznih petdesetih in šestdesetih letih –, ki so popolnejši pomen ekonomskega dobička prenesli na področje vrednotenja podjetij. Fisher je osnoval temeljno povezavo neto sedanje vrednosti podjetja in toka njegovih diskontiranih pričakovanih denarnih tokov, medtem ko sta Modigliani in Miller pokazala, da so investicijske odločitve podjetja s pozitivno neto sedanjo vrednostjo glavni dejavnik vrednosti podjetja in cene njegove delnice (Grant, 2003, str. 4). Modigliani in Miller sta tudi orisala prednosti ekonomskega modela podjetja pred računovodskim modelom ter pokazala, da je ekonomski in ne računovodski dobiček tisti, ki določa vrednost podjetja, da je zahtevana stopnja donosa proporcionalna prevzetemu tveganju, da je tržna vrednost podjetja rezultat racionalnega obnašanja vodilnih investitorjev, ki vodijo ostale investitorje, ter da je možno ločiti poslovno tveganje podjetja od finančnega tveganja (Ehrbar, 1998, str. xiii). Kot rezultat sta se razvila **metoda diskontiranja denarnih tokov**, ki upošteva časovno vrednost denarja, in **neto sedanja vrednost** kot merilo tega postopka. Managerji naj bi v skrbi za vrednost podjetja oba pristopa uporabljali pri sprejemanju odločitev, a so kljub sodobnim spoznanjem še dolgo vztrajali pri tradicionalnih

računovodskih merilih. Eden od vzrokov je bila neuporabnost sodobnih modelov kot osnov za stimuliranje in nagrajevanje managementa, drugi problem pa je predstavljalo ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala. Pri premagovanju teh težav velja omeniti prispevek Harrya Markowitza in Williama Sharpa, ki sta oblikovala model določanja cen dolgoročnih naložb za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala - CAPM (angl. capital asset pricing model) (Vrtač, 2000, str. 10).

Drugi temelj koncepta ekonomske dodane vrednosti predstavlja **teorija agentov** Williama Mecklinga in Michaela Jensena. V velikih podjetjih je zaradi ločevanja lastništva in nadzora pričakovati, da bodo managerji delovali v svojo korist na račun lastnikov, zato morajo slednji vzpostaviti ustrezne mehanizme nadzora, s čimer so povezani stroški nadzora – agentski stroški (Jensen, Meckling, 1976). Pojavile so se različne rešitve tega problema, ključno vlogo pa so odigrali sistemi nagrajevanja in stimuliranja, na katere je potrebno vezati doseganje ekonomskega dobička (Ehrbar, 1998, str. xvii).

Med podjetji, ki so prva začela uporabljati ekonomski dobiček v najbolj osnovni obliki, se omenjata General Motors in General Electric. Prvo ameriško podjetje je merilo začelo uporabljati že v dvajsetih letih 20. stoletja, medtem ko je drugo podobno merilo vpeljalo v petdesetih. Pravi ekonomski dobiček pa je kot merilo poslovne uspešnosti zaživel v prvi polovici osemdesetih, ko so v ZDA delničarji začeli aktivno sodelovati pri upravljanju podjetij (Rijavec, 2000, str. 30).

Temeljno zasnovano preostalega dobička je v osemdesetih letih 20. stoletja dokončno razvilo ameriško podjetje Stern Stewart, ki je izdelalo model ekonomske dodane vrednosti (Grant, 2003, str. 1). Podjetje je specializirano za svetovanje na področju merjenja in ustvarjanja vrednosti za delničarje s sodobnimi orodji, med katerimi vodilno mesto zavzema prav ekonomska dodana vrednost. Teorijo preostalega dobička je razvilo v strokovno izpopolnjen model merjenja ekonomske uspešnosti s številnimi vsebinskimi prilagoditvami računovodskih podatkov, s čimer naj bi bile odpravljene pomanjkljivosti in omejitve računovodskih podatkov, ki izhajajo iz temeljnih značilnosti računovodskega procesa in predpisov. Ker je podjetje ime modela zaščitilo kot blagovno znamko, se je v praksi uveljavilo tudi alternativno pojmovanje tega merila z izrazom ekonomski dobiček (angl. economic profit).

Iz literature izhaja, da je razširjenost ekonomske dodane vrednosti največja v ameriškem gospodarstvu. Za merjenje poslovne uspešnosti jo uporabljajo tudi nekatera evropska podjetja, najbrž pa jo na podlagi razpoložljive literature ter seminarjev izračunavajo tudi v nekaterih slovenskih podjetjih, čeprav uradnih izračunov v letnih poročilih še ni zaslediti (Kordež, 2000, str. 18).

3.1.1 Preostali dobiček

Preostali dobiček, ki predstavlja predhodnika ekonomske dodane vrednosti, spada med starejša in tradicionalnejša finančna merila poslovne uspešnosti ter zadovoljivo presega pomanjkljivosti kazalca dobičkonosnosti naložb (ROI), ki se kažejo v nekonsistentnosti investicijskih ciljev celotnega podjetja in v prevzemanju večjega tveganja.²⁰ Kljub vsemu se uporaba preostalega dobička, ki predstavlja razliko med dobičkom podjetja in stroški celotnega kapitala, ni močnejše razmahnila. Ob uporabi preostalega dobička, katerega pozitivna vrednost signalizira sprejemljiv investicijski projekt, ne prihaja do nekonsistentnosti pri zasledovanju ciljev posameznih delov podjetja ter podjetja kot celote in ne do sprejemanja večjega tveganja (Adler, 1999, str. 83-84). Do zasuka v razmišljanju je prišlo v poznih osemdesetih letih, ko so bile objavljene študije, iz katerih je bila razvidna močna odvisnost med spreminjanjem preostalega dobička podjetij in spreminjanjem tržne cene delnice teh podjetij. Uporaba preostalega dobička je postala še bolj priljubljena, ko se je njegov naziv spremenil v ekonomsko dodano vrednost in je podjetje Stern Stewart kratico EVA zaščitilo kot blagovno znamko (Hočevar, Jaklič, Zagoršek, 2003, str. 221).

Danes se preostali dobiček v računovodstvu še uporablja, in sicer se lahko pojavlja kot sodilo pri presojanju dosežkov naložbenega mesta odgovornosti v poslovnem računovodstvu (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 1998, str. 212-213). Mesta odgovornosti nastajajo v velikih podjetjih, kjer se pojavi potreba po prenosu odgovornosti za vsakdanje poslovne odločitve ter vsakdanji nadzor na nižje ravni managementa. Ločimo štiri temeljne vrste mest odgovornosti, ki se med seboj razlikujejo predvsem po stopnji prenosa odgovornosti. Največja stopnja odgovornosti se prenese na naložbeno mesto odgovornosti, saj je poslovodja odgovoren tako za dobiček kot za naložbene odločitve (Hočevar, Igljčar, Zaman, 2002, str. 317).

Posledično je potrebno pri presojanju dosežkov naložbenega mesta odgovornosti uporabljati merila, ki bodo temeljila na dobičku in sredstvih. Ustrezna merila se morajo gibati skladno z gibanjem dobička in naložb ter morajo zagotavljati, da dobiček mesta ne bo naraščal z dejanji, ki bi zmanjševala dobiček podjetja kot celote, da dobiček mesta ne bo odvisen od odločitev drugih mest ali podjetja kot celote in da se bodo v dobičku mesta odražali vsi dogodki, ki jih obvladuje poslovodja oziroma njegovi podrejeni. Čeprav ima našete lastnosti le merilo preostalega dobička, se za presojanje uspešnosti naložbenega mesta odgovornosti najpogosteje uporablja dobičkonosnost naložb. Uporaba tega merila je za podjetje kot celoto lahko celo škodljiva, saj pogosto ne spodbuja mesta k sprejemanju odločitev, ki bi bile skladne s cilji podjetja kot celote. Preostali dobiček, ki je izračunan kot razlika med dobičkom ter zmnožkom ciljne ROI in povprečne vrednosti sredstev, teh pomanjkljivosti nima. Ciljna ROI je navadno enaka strošku kapitala podjetja ali doseženi ROI celotnega podjetja, pozitivna

²⁰ To merilo spodbuja managerje posameznih delov podjetja k sprejemanju investicijskih projektov, katerih ROI je višja od povprečne dobičkonosnosti tega dela podjetja, čeprav bi bilo z vidika celotnega podjetja smiselno sprejeti tudi projekte z nižjo dobičkonosnostjo. Takšne odločitve so za podjetje kot celoto z dolgoročnega vidika slabe. Druga pomanjkljivost ROI je v iskanju projektov z vedno višjimi dobičkonosnostmi, kar je nujno povezano tudi s prevzemanjem večjega tveganja (Adler, 1999, str. 82-83).

vrednost preostalega dobička pa pomeni, da je investicijska odločitev za podjetje kot celoto ugodna (Turk et al., 2003, str. 171-173).

3.2 Opredelitev ekonomske dodane vrednosti

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

Razvoj koncepta ekonomske dodane vrednosti temelji na ideji, da merila preostalega dobička ne zadoščajo za ugotavljanje prave ekonomske uspešnosti, ker temeljijo na računovodskih podatkih (Young, 1999, str. 8). Po drugi strani pa bi lahko dejali, da je to samo različica preostalega dobička, pri kateri se pri izračunu dobička iz poslovanja in investiranega kapitala upoštevajo potrebne vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov (Makelainen, 2000). Ekonomska dodana vrednost je zasnovana na dejstvu, da morajo vsi investitorji kapitala²¹ v podjetje dobiti ustrezen donos. Tradicionalna merila uspešnosti namreč upoštevajo vse vire financiranja podjetja, razen lastniškega kapitala; to je posledica dejstva, da ta merila temeljijo na računovodskih podatkih. Investitorji lastniškega kapitala so upravičeni do preostanka doseženega rezultata poslovanja podjetja, potem ko so vsi drugi vlagatelji svoj donos že dosegli. Lastniški kapital, vložen v določeno podjetje, je zato precej tvegana naložba, saj višina donosov na vložek ni vnaprej znana.

Da bi ohranili lastnike, ki so s poslovanjem podjetja zadovoljni, jim je potrebno zagotavljati donos, ki ustreza prevzetemu tveganju. Če se managementu zdi lastniški kapital morda »brez cene«, to gotovo ne drži za delničarje, ki vlagajo svoje prihranke v podjetje. Zgovorni so podatki iz leta 1998, po katerih 90,5 % slovenskih podjetij stroškom lastniškega kapitala pripisuje ničelno vrednost (Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999, str. 229). Takšno razmišljanje prav gotovo ne pripomore k hitrejšemu razvoju slovenskega gospodarstva v pravo tržno ekonomijo. Ob neuspešnem poslovanju bodo namreč investitorji lastniškega kapitala (delničarji) svoje naložbe prodali (in s tem povzročili padec tržne cene delnice) ter denar naložili v podjetje, ki bo sposobno na dolgi rok zagotavljati vsaj zahtevani²² donos na vloženi kapital. Managerji se bodo zato morali naučiti komunicirati z delničarji ter

²¹ Kapital podjetja zato vsebuje (navadni in prednostni) lastniški kapital, dolgoročni in kratkoročni dolžniški kapital, vrednost poslovnih najemov in vse druge obveznosti podjetja, ki predstavljajo strošek.

²² Strošek lastniškega kapitala se teoretično izračuna s pomočjo verjetnostne porazdelitve in ga imenujemo pričakovana stopnja donosa. Če strošek lastniškega kapitala obravnavamo kot oportunitetni strošek, to je stopnja donosa, ki bi jo investitorji lahko dosegli drugje, ga imenujemo zahtevana stopnja donosa. Kadar je trg v ravnovesju, je pričakovana stopnja donosa enaka zahtevani (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 161, 374). V magistrskem delu je strošek lastniškega kapitala obravnavan v smislu oportunitetnega stroška, zato uporabljamo izraz zahtevana donosnost. Kadar pa govorimo o donosnosti celotnega kapitala podjetja, uporabljamo tudi izraz pričakovana donosnost oziroma pričakovani donos.

zadovoljevati njihove potrebe – začetni bodo morali meriti, prikazovati in utemeljevati poslovanje podjetja s stališča lastnikov.

Računovodsko izkazani dobiček ter ekonomska dodana vrednost se pomembneje razlikujeta predvsem v dveh stvareh (Bolčič, 1998):

- z vsemi sredstvi podjetja, ki so angažirana v poslovnem procesu, je potrebno ustvariti več, kot znašajo stroški vseh obveznosti do virov sredstev. Pri tem mora ekonomsko uspešno podjetje poleg stroškov drugih virov financiranja pokriti tudi strošek (ceno) lastniškega kapitala – zahtevani donos, ki je odvisen od donosnosti alternativnih naložb s primerljivim tveganjem;
- ekonomska dodana vrednost je odraz uspešnosti osnovne dejavnosti poslovanja podjetja in ne upošteva slučajnih oziroma občasnih (zunajposlovnih) prihodkov. Samo tak dobiček na dolgi rok povečuje tržno vrednost enote lastniškega kapitala – delnice.

Najpogosteje se ekonomska dodana vrednost opredeli kot razlika med čistim dobičkom iz poslovanja²³ po prilagojenih davkih ter stroški investiranega kapitala, ki je potreben za doseganje tega dobička (Stewart, 1991, str. 137):

$$\text{ekonomska dodana vrednost} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{IC})$$

Pri čemer pomeni:²⁴

NOPAT računovodsko prilagojeni dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih – od dobička iz poslovanja je odštet davek na dobiček, kot če bi bil zanj osnova dobiček iz poslovanja (angl. net operating profit after tax);

WACC cena investiranega kapitala, ki je izračunana kot tehtano povprečje stroškov (dolžniškega – obresti, in lastniškega – pričakovana donosnost) kapitala (angl. weighted average cost of capital);

IC obseg poslovno investiranega kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega – (angl. invested capital).

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

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

²³ V magistrskem delu pogosto govorimo o izračunavanju ekonomske dodane vrednosti in s tem v zvezi o čistem dobičku iz poslovanja po prilagojenih davkih. V tem kontekstu čisti pomeni računovodsko prilagojeni, popravljen za anomalije v računovodskih podatkih.

²⁴ Navajamo prevode najpogosteje uporabljenih angleških izrazov, čeprav obstaja tudi tu nekaj različic, ki pa se bolj ločijo glede na avtorja kot glede na vsebino. Opomba velja za oba načina izračuna.

$$\begin{aligned} \text{ekonomska dodana vrednost} &= (\text{dosežena donosnost} - \text{pričakovana donosnost}) * \text{IC} \\ &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{IC} \end{aligned}$$

Pri čemer pomeni:

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

Osnovna načela modela ekonomske dodane vrednosti so preprosta in razumljiva. Pri interpretaciji izračunane vrednosti velja, da je podjetje uspešno, če je uspelo pokriti vse stroške, vključno s stroški kapitala. Večja kot je ekonomska dodana vrednost, bolj je podjetje uspešno (Lahovnik, 2003, str. 46). Racionalni investitorji pričakujejo, da bo dodatno ustvarjena vrednost prišteta njihovem vložku v podjetje. Če ekonomska dodana vrednost ni pozitivna, bodo delnice takšnega podjetja prodali in kapital vložili v vrednostne papirje ekonomsko uspešnega podjetja. Na ta način je na narodnogospodarski ravni zagotovljena učinkovita alokacija kapitala od neuspešnih k uspešnim podjetjem.

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

- **ekonomska dodana vrednost > 0** – podjetje je poslovalo zelo uspešno, saj je preseglo pričakovanja investitorjev. Ker je donos vseh investitorjev, razen investitorjev navadnega lastniškega kapitala, ponavadi določen vnaprej, pomeni pozitivna ekonomska dodana vrednost povečanje vrednosti lastnikov navadnega lastniškega kapitala. To povečanje predstavlja dodatni donos, ki presega zahtevanega, podjetje pa na ta način tekoče povečuje premoženje svojih delničarjev;
- **ekonomska dodana vrednost = 0** – donos poslovno investiranega kapitala ravno enak strošku le-tega in podjetje ravno še dosega zahtevan donos na kapital. Lahko rečemo, da je podjetje poslovalo uspešno, saj je investitorjem zagotovilo ravno tak donos, kot jim je bil obljubljen oziroma kakršnega so navadni delničarji pričakovali;
- **ekonomska dodana vrednost < 0** – negativna vrednost pomeni neuspešno poslovanje podjetja, saj le-to ni uspelo pokriti vseh stroškov, četudi morda izkazuje pozitivni računovodski dobiček. Tisti vlagatelji kapitala, ki so imeli vnaprej določene donose, so te donose realizirali, medtem ko investitorji navadnega lastniškega kapitala niso dosegli zahtevane donosnosti na vloženi kapital. Realizirana donosnost je nižja od zahtevane in neuspešno podjetje uničuje vrednost svojih delničarjev. Izkušnje razvitih gospodarstev (predvsem ZDA) kažejo, da dolgoročno negativna vrednost ekonomske dodane vrednosti vpliva na manjšo vrednost delnic podjetja. Kljub vsemu ni nenavadno, če ima sicer uspešno podjetje v določenih obdobjih razvoja negativno ekonomsko dodano vrednost (na primer v začetnem obdobju izvajanja ambicioznega in razvojno zahtevnega investicijskega programa).

Da bi kar najbolj povečal vrednost lastniškega kapitala, si mora management podjetja prizadevati za čim večjo ekonomsko dodano vrednost. Tudi če je ekonomska dodana vrednost v podjetju negativna, je pomembno, da si vsi zaposleni prizadevajo za njeno izboljšanje.

Možnosti povečevanja ekonomske dodane vrednosti sistematično predstavimo s štirimi načini, ki vsebinsko izhajajo iz njene temeljne opredelitve (Stewart, 1991, str. 137-138; Ehrbar, 1998, str. 134-135; Stern, Shiely, Ross, 2003, str. 76-77).

- Najprej je mogoče ekonomsko dodano vrednost povečati s povečanjem čistega dobička iz poslovanja po davkih, ne da bi se hkrati povečal obseg poslovno investiranega kapitala. To rezultira v višji doseženi donosnosti investiranega kapitala (povečanje ROIC), saj gre za racionalizacijo poslovanja, zmanjševanje stroškov in davkov ter povečevanje produktivnosti, kar se kaže v večjem dobičku iz poslovanja. Uporaba takšnih ukrepov je lahko za podjetja zavajajoča, posebno kadar ostanejo le pri njih in tako ne izrabijo celotnega potenciala za povečanje ekonomske dodane vrednosti.
- Investiranje v nove investicijske projekte, pri katerih donosnost presega tehtane povprečne stroške kapitala in se torej čisti dobiček iz poslovanja po davkih poveča bolj, kot se povečajo stroški kapitala, tudi povečuje ekonomsko dodano vrednost. Takšno investiranje je prava dobičkonosna rast, saj pomeni sprejemanje investicijskih projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Naložbe v projekte, katerih donosnost presega stroške investiranega kapitala, so tisto pravo orodje za ustvarjanje dodatne vrednosti za delničarje podjetja.
- Naslednji način je osredotočen na zmanjševanje obsega poslovno investiranega kapitala na področjih, kjer donosnost kapitala ne presega njegovih stroškov. Pri tem se pojavijo prihranki, saj zmanjšanje stroškov kapitala presega zmanjšanje čistega dobička iz poslovanja po davkih. Takšno dezinvestiranje brzda razsipnost s kapitalom. Največje spremembe na tem področju so mogoče z odprodajo sredstev, ki so več vredna drugim, z zmanjšanjem zalog ter hitrejšo izterjavo terjatev do kupcev.
- Optimiranje strukture poslovno investiranega kapitala je četrti način, s katerim je mogoče povečati ekonomsko dodano vrednost podjetja. Struktura virov financiranja poslovne dejavnosti je namreč za podjetje izrednega pomena, saj predstavljajo različni viri za podjetje različne stroške. Ti stroški skupaj z deležem posameznega vira financiranja vstopajo v izračun tehtanega povprečnega stroška poslovno investiranega kapitala (WACC). Za podjetje je pomembno, da poskuša doseči takšno strukturo virov financiranja, ki povzroča čim nižje stroške financiranja ter s tem večjo ekonomsko uspešnost poslovanja podjetja. Posebnost tega zadnjega načina je, da je njegova uporaba omejena izključno na finančno službo in vrhnji management podjetja.

S predstavljenimi načini je možno izboljšati ekonomsko uspešnost podjetja ter ustvarjati novo vrednost za njegove lastnike. Ekonomska dodana vrednost je torej opredeljena kot preostala mera uspešnosti in predstavlja razliko med čistim dobičkom iz poslovanja po prilagojenih davkih ter stroški poslovno investiranega kapitala, ki je potreben za doseganje tega dobička.

Maksimiranje ekonomske dodane vrednosti je zato pomembnejše kot maksimiranje drugih meril poslovne uspešnosti (Stewart, 1991, str. 137-138).

Koncept ekonomske dodane vrednosti je spodbudil konkurenčna podjetja, ki so pričela ponujati sorodne oziroma konkurenčne modele managementa za večanje vrednosti. Ostro konkurenco na tem področju so v finančnem tisku poimenovali kar merske vojne (Myers, 1996, str. 41). Ponujena merila se med seboj razlikujejo predvsem v metodologiji izračunavanja, medtem ko konceptualnih razlik med njimi skorajda ni.

3.3 Vhodni podatki za izračun ekonomske dodane vrednosti

V tem razdelku bomo predstavili postopke, ki omogočajo pridobitev bolj ali manj natančnih vhodnih podatkov, potrebnih za izračun ekonomske dodane vrednosti podjetja: čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih, obseg poslovno investiranega kapitala ter tehtani povprečni strošek kapitala.

Iz mnogih študij je razvidno, da kategorije in merila, ki temeljijo na računovodskih podatkih, ne odsevajo in še manj pojasnjujejo tržne vrednosti kapitala na kapitalskem trgu. Iz šibkih povezav med temi kategorijami je mogoče sklepati, da je uporaba izključno računovodskih izkazov pri ugotavljanju uspešnosti podjetja in s tem njegove vrednosti omejena.²⁵ Tako šibke povezave kažejo, da računovodski dobiček morda ni dober približek za merjenje ustvarjanja vrednosti ter da managerji, ki so vrednoteni in nagrajevani na podlagi računovodskega dobička, delujejo na način, ki povečuje računovodski dobiček ter uničuje vrednost podjetja, in ne na način, ki morda zmanjšuje dobiček, a pripomore k povečanju vrednosti (Young, 1999, str. 8).

Eden vodilnih strokovnjakov s področja računovodstva, ameriški profesor Baruch Lev, v svojih študijah ugotavlja, da se povezanost tržnih vrednosti in računovodskih informacij s časom celo poslabšuje (Ehrbar, 1998, str. 161). Vzroke je mogoče iskati v konzervativizmu, ki izhaja iz temeljnega računovodskega načela previdnosti in je zajet v računovodskem procesu. Računovodski izkazi ne dajejo informacij o denarnih vložkih, ki so jih investitorji z upoštevanjem stopnje tveganja vložili v podjetje, in kot taki bolj prikazujejo vrednosti, kakršne bi lahko pričakovali ob morebitni likvidaciji podjetja. To izhaja iz dejstva, da zgodovinski razvoj računovodstva temelji na upniško-dolžniškem odnosu, kjer so potrebe posojilodajalcev po nadzoru podjetja dolžnika pripeljale do računovodskega sistema. Upnike so bolj kot donosnost in uspešnost poslovanja zanimala sredstva, ki bi jih bilo ob morebitnem bankrotu mogoče unovčiti za poplačilo dolgov. Računovodski konzervativizem spodbuja tudi zakonodaja na področju vrednostnih papirjev; ker tožbe zaradi prevar temeljijo predvsem na previsokem izkazovanju dobička ali sredstev, želi zakonodaja takšno izkazovanje omejiti. V

²⁵ Tudi analiza korelacij tržne vrednosti in nekaterih računovodskih kategorij za slovenska podjetja, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, je pokazala šibko odvisnost donosnosti delnic od računovodskih kategorij (Kosi, 2001; Kosi, Valentinčič, 2003).

zadnjem času se spreminja tudi narava poslovanja podjetij, zato k izkrivljanju ekonomske stvarnosti dodatno pripomorejo številne razmejitvene postavke (Ehrbar, 1998, str. 162-163).

Kljub vsem naporom, ki jih je v zadnjem času vložil Odbor za standarde finančnega računovodstva (angl. Financial Accounting Standards Board – FASB) in izdal preko 100 novih predpisov, so se računovodski standardi vedno bolj oddaljevali od ekonomske stvarnosti (Ehrbar, 1998, str. 161). Zaradi tega sta teorija in praksa pričeli iskati merilo poslovne uspešnosti, ki bi pripeljalo do učinkovitejše alokacije kapitala s stališča ekonomske uspešnosti. Takšno merilo potrebujejo tako lastniki kot managerji podjetja. Z njegovo pomočjo bi bilo moč zanesljivo sprejemati investicijske odločitve, ki vodijo k povečanju vrednosti podjetja, in ugotavljati, ali izbrana poslovna strategija dodaja vrednost podjetju oziroma njegovim lastnikom. Prav to omogoča uporaba ekonomske dodane vrednosti kot merila poslovne uspešnosti, trdijo njeni zagovorniki.

3.3.1 Vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov

Izhodišče za opredelitev čistega dobička iz poslovanja po davkih ter poslovno investiranega kapitala so podatki iz izkaza stanja in izkaza poslovnega izida, ki pa jih je treba pred izračunom ekonomske dodane vrednosti še prečistiti (Korošec, 2001, str. 106). Zagovorniki ekonomske dodane vrednosti namreč ugotavljajo, da uporaba računovodskih standardov (tudi brez namere manipuliranja) nujno izkrivlja vrednost dobička in kapitala podjetja. Temu se izognemo z ustreznimi prilagoditvami računovodskih podatkov, pri čemer je potrebno opustiti uporabo tistih predpisov in standardov, ki izkrivljajo merjenje ustvarjanja vrednosti (Young, 1997, str. 335). Vsebinske prilagoditve računovodskih izkazov zagotavljajo eno temeljnih značilnosti ekonomske dodane vrednosti, to je njena neodvisnost od računovodskih predpisov in standardov, ter njeno vrednost bolj približajo denarnim tokovom, torej resničnemu ekonomskemu rezultatu poslovanja podjetja.

Strokovna literatura navaja različno število potrebnih vsebinskih prilagoditev oziroma popravkov računovodskih izkazov. Pri podjetju Stern Stewart so dognali, da je mogoče uporabiti več kot 160 prilagoditev računovodskih izkazov, izdelanih po ameriških računovodskih standardih – GAAP,²⁶ s katerimi dobimo boljše vrednosti dobička iz poslovanja in investiranega kapitala (Stern Stewart & Co., 2003). Glede na stopnjo natančnosti vsebinskih prilagoditev izvernih računovodskih podatkov za izračun ekonomske dodane vrednosti lahko uporabimo štiri vrste prilagoditev (Horvat, 2000, str. 18):

1. **osnovna prilagoditev** pomeni upoštevanje izvernih računovodskih podatkov brez kakršnihkoli vsebinskih prilagoditev. Dodatno je potrebno upoštevati samo še stroške poslovno investiranega kapitala pri izračunu ekonomske dodane vrednosti;
2. **razkrita prilagoditev** je tista, ki je opravljena na podlagi javno dostopnih podatkov;
3. **prilagoditev računovodskih podatkov »po meri« podjetja** je izdelana glede na potrebe in značilnosti konkretnega podjetja;

²⁶ GAAP – Generally Accepted Accounting Principles.

4. **prava prilagoditev** pa omogoča najnatančnejši izračun ekonomske dodane vrednosti z vsemi potrebnimi vsebinskimi prilagoditvami računovodskih podatkov.

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

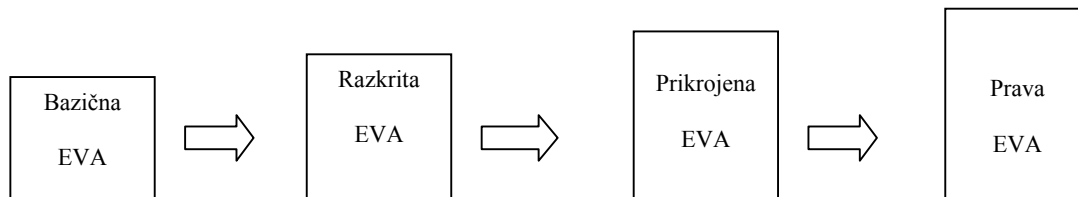
Vsaka prilagoditev povzroči nekoliko drugačno ekonomsko dodano vrednost. Zato se glede na število uporabljenih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov, upoštevanih pri izračunu, ekonomske dodane vrednosti raztezajo na intervalu, kot ga prikazuje slika 3.1. Natančneje bomo predstavili štiri različice ekonomske dodane vrednosti (Ehrbar, 1998, str. 164-166).

1. **Bazično ekonomsko dodano vrednost** (angl. basic EVA) dobimo ob uporabi osnovne prilagoditve računovodskih izkazov. Le-ta predstavlja razliko med računovodsko izkazanim dobičkom iz poslovanja v izkazu poslovnega izida in stroški celotnega kapitala v bilanci stanja. Vse anomalije računovodskega procesa so pri tem izračunu ohranjene, ker izvornih računovodskih podatkov ne popravljamo. Kljub temu je bazična ekonomska dodana vrednost boljše merilo poslovne uspešnosti kot računovodsko izkazani čisti dobiček, saj upošteva tudi stroške navadnega lastniškega kapitala.
2. **Razkrita ekonomska dodana vrednost** (angl. disclosed EVA) je posledica uporabe razkrite prilagoditve računovodskih izkazov, kjer je uporabljenih okoli 10 standardnih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov. Tako izračunana ekonomska dodana vrednost je boljši kazalec poslovne uspešnosti kot bazična različica, saj ima bistveno večjo izrazno moč in je sposobna pojasni približno 50 % sprememb v tržni dodani vrednosti podjetja.²⁷ Vseeno ostaja razkrita ekonomska dodana vrednost preslabo sodilo poslovne uspešnosti za notranje poslovodstvo, zato se poskuša njeno izrazno moč še povečati z nadaljnjimi vsebinskimi prilagoditvami računovodskih podatkov.
3. Naslednjo različico, to je **podjetju prikrojeno ekonomsko dodano vrednost** (angl. tailored EVA), dobimo ob uporabi prilagoditev računovodskih podatkov »po meri« podjetja. Izračun take ekonomske dodane vrednosti prilagodimo konkretnemu podjetju glede na njegovo poslovno dejavnost, organizacijsko strukturo, strategijo ter izbrano računovodsko politiko. Pomembno je pretehtati izmenjavo med enostavnostjo izračuna in razumevanja ter natančnostjo, s katero podjetje v svoje podatke zajema resnični ekonomski dobiček. Podjetju prikrojena ekonomska dodana vrednost lahko pojasni od 60 % do 85 % sprememb v tržni dodani vrednosti podjetja. Podjetje Stern Stewart meni, da v tem primeru zadostuje do 15 prilagoditev in da mora biti način izračuna, ko je enkrat določen, stalen.
4. **Prava ekonomska dodana vrednost** (angl. true EVA) se nahaja na skrajni desni strani spektra vseh možnih različic in jo je mogoče izračunati, če uporabimo pravo prilagoditev računovodskih podatkov. Takšen izračun je teoretično najpravilnejši in

²⁷ Tržno dodano vrednost podjetja pojasnjujemo v razdelku 3.4.

najnatančnejši, saj dosledno upošteva vse relevantne vsebinske prilagoditve ter natančno izračunani strošek kapitala za vsak del (enoto) podjetja. Tako natančen izračun prave ekonomske dodane vrednosti zahteva ne le veliko več znanja, temveč povzroča tudi previsoke stroške, ki ne opravičujejo njegove informacijske dodane vrednosti pri uporabi.

Slika 3.1: Spekter različic ekonomske dodane vrednosti glede na število vsebinskih prilagoditev računovodskih izkazov, uporabljenih pri izračunu ekonomske dodane vrednosti.



Vir: Ehrbar, 1998, str. 165.

Iz grafičnega prikaza spektra različic ekonomske dodane vrednosti bi bilo moč sklepati, da večje število vsebinskih popravkov vodi do večje (pozitivne) ekonomske dodane vrednosti. S tem se nikakor ne moremo strinjati, saj ni nujno, da računovodske anomalije, ki jih z vsebinskimi popravki odpravljamo, vedno vplivajo na (pozitivno) ekonomsko dodano vrednost v negativni smeri. Ravno tako za podjetje z negativno ekonomsko dodano vrednostjo ni moč trditi, v kateri smeri (pozitivni ali negativni) delujejo računovodske anomalije.

Različni avtorji zagovarjajo različno število potrebnih vsebinskih prilagoditev izvornih računovodskih podatkov podjetja, a so si enotni, da je za konkretno podjetje resnično pomembnih ne več kot petnajst popravkov. Zanimivo je opažanje, da je priporočeno število prilagoditev v zadnjem času upadlo. Sprva so svetovalci zagovarjali od 10 do 12 vsebinskih prilagoditev, medtem ko se je v zadnjem času norma spustila na šest ali manj. Young (1999, str. 9) navaja dva razloga: 1) managerji nasprotujejo odstopanjem od računovodskih standardov, 2) podjetja ugotavljajo, da ima večina predlaganih prilagoditev malo ali nič vrednostnega vpliva na dobiček. Podjetje Coca Cola na primer velja za eno prvih podjetij, ki je uvedlo koncept ekonomske dodane vrednosti ter s tem močno izboljšalo svojo uspešnost, zato jo avtorji koncepta vedno radi omenjajo. Zaradi tega je še posebej zanimiva odločitev podjetja, da z letnim poročilom za leto 2003 ukinejo javno objavljanje ekonomske dodane vrednosti. Kot razlog navajajo nenaklonjenost odstopanjem od računovodskih standardov (Coca Cola, 2004).

Pri izbiri ustreznega nabora prilagoditev iz široke množice vseh možnih je najpomembnejša **bistvenost posamezne prilagoditve**. To pomeni, da so spremenjene računovodske vrednosti pomembne na nivoju sprejemanja odločitev in da lahko spremenijo odločitve na način, ki vpliva na premoženje lastnikov. Pri izbiranju potencialnih prilagoditev je koristno upoštevati nekaj napotil (Young, 1997, str. 338; Ehrbar, 1998, str. 178):

- na voljo morajo biti vse potrebne informacije;

- učinek mora biti pomemben, opazen;
- prilagoditve naj bodo razumljive – tako managementu kot lastnikom in zaposlenim;
- zaposleni, predvsem pa managerji vseh ravni, bi morali imeti vpliv na kategorijo, za katero se vpeljuje prilagoditev, ki mora hkrati vplivati na njihovo vedenje;
- prilagoditev računovodskih kategorij naj bo dokončna in nepreklicna;
- uporaba vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov za izračun ekonomske dodane vrednosti mora imeti precejšen vpliv na tržno vrednost podjetja.

Ob uporabi okoli 12 prilagoditev računovodskih podatkov pridemo do ekonomske dodane vrednosti, ki ponuja relativno dobro informacijo o ekonomski uspešnosti podjetja, sam izračun pa ni preveč kompliciran. Hkrati je izbrano število prilagoditev odvisno od namena izračunavanja ekonomske dodane vrednosti. Izračun je namreč toliko zahteven in zapleten, kot to želi njegov uporabnik. Tako nekatera podjetja, ki uporabljajo ekonomsko dodano vrednost, pri njenem izračunu upoštevajo le osnovno prilagoditev, saj je takšen sistem lažje upravljati in razumeti. Na drugi strani pa želijo finančni analitiki opraviti vsaj nekatere predlagane prilagoditve, pri čemer jih omejujejo javno dostopne finančne informacije. Napotila za ugotavljanje ustreznosti prilagoditev računovodskih podatkov so po Youngovem mnenju z vidika managementa potreben, ne pa tudi zadosten pogoj. Z vidika finančnih analitikov (na primer upravljavcev skladov) je uporabo prilagoditev za izračun ekonomske dodane vrednosti lažje utemeljiti, saj je zelo podobna naporom za izboljšanje kvalitete objavljenega računovodskega dobička, ki se uporablja v modelih ocenjevanja vrednosti (Young, 1999, str. 8).

Računovodskih prilagoditev je najprej deležen izkaz poslovnega izida, kjer se vrednosti, temelječe na načelu upoštevanja poslovnega dogodka, preoblikujejo v dobiček iz poslovanja na podlagi denarnega toka in se izločijo vplivi finančnih odločitev na ta dobiček. Te prilagoditve se dopolnjujejo s prilagoditvami v bilanci stanja za izračun poslovno investiranega kapitala (Grant, 2003, str. 169).

V nadaljevanju podajamo najpomembnejše in najpogostejše vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov, s katerimi se skušajo odpraviti anomalije v računovodskih podatkih (angl. accounting anomalies). S tem naj bi se računovodske vrednosti približale ekonomskim, izid poslovanja pa na bi bil bolj povezan z denarnim tokom podjetja (Stewart, 1991, str. 113-114; Ehrbar, 1998, str. 167-177; Young, 1999, str. 13; Horvat, 2000, str. 18; Korošec, 2001, str. 106-108; Grant, 2003, 170-175; Stern, Shiely, Ross, 2003, str. 26-28).

Sprememba vrednosti zalog, izkazana med poslovnimi prihodki, lahko vpliva na računovodsko izkazan poslovni izid. To velja za nemško različico izkaza poslovnega izida, kjer so stroški izkazani po naravnih vrstah. Zato mora podjetje ugotoviti, kolikšen del stroškov ostaja v zalogah nedokončane proizvodnje ter zalogah proizvodov. Za tiste stroške, ki niso zajeti v vrednosti zalog, velja, da jih je potrebno pokriti s prihodki. Izkazovanje postavke spremembe vrednosti zalog tako zagotavlja povezovanje stroškov in ustvarjenih prihodkov. Povečanje zalog se izkazuje kot povečanje poslovnih prihodkov, a ker proizvodi

niso bili prodani, prihodki niso bili realizirani. Problem so precenjeni prihodki v izkazu poslovnega izida ter podcenjene zaloge v bilanci stanja. Pri izračunu ekonomske dodane vrednosti je potrebno ugotoviti resnični obseg spremembe vrednosti zalog ter za ta znesek povečati investirani kapital, ob tem pa tega zneska ne smemo upoštevati med prihodki. Ker prihodki od prodaje niso bili realizirani za obseg spremembe vrednosti zalog, ta postavka ne spada med poslovne prihodke. Dejansko je bila ta poraba investicija v zaloge in jo upoštevamo kot del investiranega kapitala podjetja.

Kadar podjetje za zmanjševanje zalog uporablja metodo LIFO, lahko to privede do **LIFO prihranka** (angl. LIFO reserve). Nakupi posameznih vrst materiala se dogodijo ob različnem času ter so od različnih dobaviteljev, kar povzroči razlike v nabavnih cenah. Pri vrednotenju porabljenih količin surovin in materiala lahko podjetje izbira med različnimi metodami.²⁸ Ravno tako ima podjetje na voljo več metod zmanjševanja zalog materiala in proizvodov. V Sloveniji SRS 4 dovoljuje uporabo metode drsečih povprečnih cen, metode tehtanih povprečnih cen, metode zaporednih cen – FIFO, metode obratno zaporednih cen – LIFO, metode stalnih cen ali kakšne druge, vendar daje prednost uporabi metode FIFO (SRS, 2001, str.50). Tudi v nekaterih drugih državah lahko podjetja za zmanjševanje zalog uporabljajo metodo LIFO. V primerjavi z drugimi metodami ima metoda LIFO dve prednosti: omogoča davčni prihranek v obdobjih naraščanja cen ter ustvarjanje stroškov prodanih proizvodov, ki so bližje nadomestitvenim stroškom zalog, s čimer je ujemanje odhodkov in prihodkov ustrežnejše. Dejstvo, da so zaloge, ki ostanejo v podjetju, vrednotene po starih, nižjih stroških, pa pri izračunavanju ekonomske dodane vrednosti predstavlja pomanjkljivost (podcenjenost zalog in precenjenost poslovnega izida ob porabi teh zalog). Pri podjetjih, ki uporabljajo metodo LIFO, je v pojasnilih k računovodskim izkazom ponavadi prikazan LIFO prihranek, ki predstavlja razliko med vrednostjo zalog pri metodi LIFO in njihovo trenutno vrednostjo v razmerah naraščajočih cen (ta vrednost bolj ustreza metodi FIFO). V inflacijskih razmerah nastane bistvena razlika med izkazovanjem vrednosti zalog pri metodi FIFO ali metodi LIFO. Pri metodi LIFO se porabljene količine obračunavajo po zadnjih cenah nabav, medtem ko se končne količine v zalogi obračunavajo po prvih cenah nabav. Oddajo enot iz zaloge je treba torej obračunati po zadnjih dejanskih cenah, končno zalogo pa po prvih (Turk et al., 1999, str. 87). Obratno se po metodi FIFO nabava zalog izkazuje z vsakokratnimi nabavnimi cenami, poraba pa tako, da se zmanjšujejo zaloge po enakem vrstnem redu, kot so se povečevale (Turk et al., 1999, str. 86).

Ob uporabi metode LIFO se lahko podjetje odloči, da bo na koncu obračunskega obdobja porabo preračunalo, kot da je uporabljalo metodo FIFO ter za ugotovljeni znesek zmanjšalo stroške materiala in povečalo vrednost zalog, saj so le-te podcenjene. V inflacijskih razmerah se podjetja navadno odločajo za uporabo metode LIFO, ki omogoča stvarnejše izkazovanje stroškov in odhodkov ter izrabo davčnih ugodnosti, a povzroča podcenjenost zalog, precenjenost stroškov oziroma odhodkov ter podcenjenost poslovnega izida. Uporaba takšnih

²⁸ SRS 4 pravi, da lahko podjetje vrednoti zaloge na tri načine (metoda vrednotenja s proizvajalnimi stroški, z zoženo lastno ceno, s spremenljivimi stroški) izbere pa tistega, ki ustreza ugotovitvam računovodske analize (SRS, 2001, str. 49).

računovodskih podatkov pri izračunu ekonomske dodane vrednosti ni ustrezna, saj podcenjenost zalog vpliva na podcenjenost sredstev in obsega investiranega kapitala, precenjeni odhodki pa podcenjujejo dobiček iz poslovanja po davkih. Potrebno je vpeljati vsebinsko prilagoditev računovodskih podatkov, kjer razliko med tekočo in staro vrednostjo zalog pripišemo investiranemu kapitalu, hkrati pa letno povečanje (zmanjšanje) LIFO prihranka prištejemo (odštejemo) čistemu dobičku iz poslovanja. Če podjetje uporablja metodo FIFO, posebnih prilagoditev za izračun ekonomske dodane vrednosti ni potrebno vpeljevati, saj je v tem primeru računovodsko izkazana vrednost zalog relativno blizu njihovi tržni vrednosti.

Dolgoročne rezervacije se oblikujejo za pokrivanje prihodnjih obveznosti ter odražajo konzervativnost računovodskega procesa, saj zmanjšajo poslovni izid v tekočem obdobju in ne šele takrat, ko obveznosti dejansko nastanejo in pride do denarnega odtoka. Hkrati ponujajo dolgoročne rezervacije priložnost za manipuliranje poslovnega izida, ker jih lahko podjetja v praksi oblikujejo zaradi izravnanih nihanj v poslovnem izidu, vendar tako oblikovane dolgoročne rezervacije ne prikazujejo, kaj se je v posameznem poslovnem obdobju dejansko zgodilo. Priljubljena je praksa povečevanja dolgoročnih rezervacij, kadar podjetje posluje dobro, s čimer se zmanjša poslovni izid tekočega obdobja ter se ustvarijo skrite rezerve, ki jih podjetje uporabi v obdobjih, ko je poslovanje manj uspešno. Ob zmanjšanju dolgoročnih rezervacij pride do povečanja poslovnega izida, medtem ko njihovo povečanje nakazuje, da je podjetje poslovni izid negotovinsko obremenilo, saj odhodki iz naslova dolgoročnih rezervacij ne predstavljajo denarnega toka, temveč le oceno denarnega odliva v prihodnosti. Ta odliv bi, če rezervacije ne bi bile oblikovane, zmanjšal prihodnji dobiček in posledično tudi kapital. Če podjetje rezervacij ne bi oblikovalo, bi dobiček po odbitku davka od dobička postal del trajnega kapitala podjetja. Pri ugotavljanju ekonomske uspešnosti poslovanja podjetja oblikovanje dolgoročnih rezervacij ni obravnavano kot odbitna postavka pri izračunavanju dobička iz poslovanja, ampak kot del trajnega kapitala. Potrebno se je osredotočiti na denarne tokove in ugotoviti spremembe v stanju dolgoročnih rezervacij: morebitno povečanje postavke v obračunskem obdobju se prišteje k dobičku iz poslovanja, medtem ko se zmanjšanje od dobička odšteje. Vrednost oblikovanih dolgoročnih rezervacij v bilanci stanja pa se prišteje k investiranemu kapitalu.

Avtorji koncepta ekonomske dodane vrednosti močno poudarjajo problem neustreznega računovodskega obravnavanja stroškov oziroma **izdatkov za raziskovanje in razvijanje**,²⁹ saj se le-ti najpogosteje obravnavajo kot odhodki obračunskega obdobja, v katerem so nastali. Kadar ti stroški niso razporejeni čez celotno dobo koristnosti projekta, prisilno in umetno zmanjšajo poslovni izid podjetja in posledično trajni kapital. Po slovenskih računovodskih standardih (SRS 2) se v podjetju nastali stroški razvijanja pod določenimi pogoji pripoznajo

²⁹ SRS definirajo stroške raziskovanja kot »stroške izvirnega in načrtovanega preiskovanja, ki se opravlja v upanju, da bo pripeljalo do novega znanstvenega ali strokovnega znanja in razumevanja«. Stroški razvijanja pa predstavljajo »stroške 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« (SRS, 2001, str. 38).

kot neopredmeteno dolgoročno sredstvo, medtem ko v podjetju nastalih stroškov raziskovanja ni dopustno pripoznati kot neopredmeteno dolgoročno sredstvo, ampak se takoj obravnavajo kot odhodki obračunskega obdobja (SRS, 2001, str. 33-34). Z vidika ekonomske uspešnosti podjetja se stroške raziskovanja in razvijanja obravnava kot naložbo, ki bo v prihodnosti prinašala donose. Takšno obravnavanje pomeni pozitiven odnos do investicij v zanimive projekte, ki bodo v prihodnosti omogočali donosno poslovanje. Pri izračunavanju ekonomske dodane vrednosti stroškov raziskovanja in razvijanja ne obravnavamo kot odhodkov obračunskega obdobja, v katerem so nastali, zato jih pri ugotavljanju dobička iz poslovanja prištejemo nazaj in tako dobiček povečamo. Te stroške obravnavamo kot naložbo in jih v bilanci stanja prištejemo k investiranemu kapitalu. Vrednost naložbe se vsako leto zmanjša samo za letni znesek amortizacije kapitaliziranih stroškov, ki v vsakem obračunskem obdobju hkrati zmanjšuje dobiček iz poslovanja.

Mnoga podjetja zaradi strogega upoštevanja računovodskih standardov in pravil pri pripoznavanju nekaterih stroškov in izdatkov izgledajo manj dobičkonosna, čeprav so s stališča ekonomske uspešnosti poslovanja ti izdatki in stroški naložbe za donose v prihodnosti. Med takšne kategorije sodijo predvsem **stroški za trženje** ter **stroški izobraževanja**. Stroški za oglaševanje in promocijo (stroški trženja za uveljavljanje blagovnih znamk, prodiranja na nove trge ter večanje tržnega deleža) imajo pomembnejšo vlogo v podjetjih, ki proizvajajo izdelke za široko porabo, ter v mladih, hitro rastočih podjetjih. Čeprav ima trženje krajšo dobo koristnosti kot raziskovanje in razvijanje, so ti izdatki z vidika ekonomske uspešnosti podjetja prav tako naložba, ki na dolgi rok povečuje vrednost lastnikom v obliki novih izdelkov in blagovnih znamk. Tudi stroški za izobraževanje (usposabljanje in razvoj zaposlenih) predstavljajo za podjetja naložbo, ki bo donose prinašala šele v prihodnosti. Računovodsko obravnavanje takšnih stroškov kot odhodkov obračunskega obdobja, v katerem so nastali, ni primerno, saj podjetja z obsežnejšim deležem teh stroškov izgledajo manj uspešna, a se pojavlja zato, ker ti stroški ne bi bili vredni nič, če podjetje propade. Takšno razmišljanje je sicer v interesu posojilodajalcev, je pa popolnoma nerealno za ugotavljanje uspešnosti podjetja. Po strogi ekonomski logiki je potrebno stroške trženja in izobraževanja kapitalizirati (prišteti k vrednosti investiranega kapitala), za njihov znesek povečati dobiček iz poslovanja ter jih v času dobe koristnosti postopno amortizirati (le letni znesek amortizacije je tisti, ki iz tega naslova zmanjšuje dobiček); samo s takšnim obravnavanjem lahko ugotovimo resnično ekonomsko uspešnost podjetja.

Strateške naložbe so posebne v tem, da donosa ne prinašajo takoj, temveč je le-ta pričakovan šele kasneje v prihodnosti (navadno šele čez več kot eno leto). Zaradi te posebnosti bi lahko prišlo do situacije, kjer bi managerji ob uporabi ekonomskega dobička kot merila poslovne uspešnosti takšne naložbe zavračali. Stroški kapitala nove naložbe bi namreč takoj obremenili ekonomsko dodano vrednost, medtem ko naložba na drugi strani še ne bi ustvarjala dobička iz poslovanja. S tem bi se uspešnost poslovanja podjetja navidezno zmanjšala. Čeprav je disciplina pri uporabi kapitala in pokrivanju vseh njegovih stroškov temelj ekonomske dodane vrednosti, je pri strateških naložbah dovoljena izjema. Višino investiranega kapitala je pri strateških naložbah mogoče zadržati na posebnem začasnem računu (angl. special suspension

account). Kapital na začasnem računu in njegovi stroški ne bremenijo ekonomske dodane vrednosti vse dokler naložba ne prične generirati dobička iz poslovanja; se pa ti stroški redno pripisujejo na začasen račun, katerega stanje tako odraža vse oportunitetne stroške naložbe. Potem, ko naj bi naložba po planu pričela ustvarjati dobiček, se kapital s posebnega začasnega računa prenese v izračun ekonomske dodane vrednosti. Takšno obravnavanje strateških naložb usmerja management v uspešne dolgoročne poslovne naložbe in s tem prepreči, da bi v želji po doseganju kratkoročnih ciljev poslovne uspešnosti zanemaril dolgoročne.

Raziskovalci računovodskih anomalij so si enotni, da pri računovodjih prihaja do nelagodja, ko se srečajo z neopredmetenimi sredstvi. Mednje spada tudi **dobro ime**, ki se pojavlja pri prevzemnih dejavnostih podjetij in enostavno predstavlja razliko med višjo nabavno ceno in pošteno vrednostjo prevzetega podjetja. Računovodsko obravnavanje dobrega imena je v posameznih državah različno urejeno. Do nedavno so ameriški GAAP omogočali dva računovodska načina obravnavanja prevzema podjetja. Prvi je imenovan nakupna metoda (angl. purchase accounting), ker prevzemnik plača prevzeto podjetje po nabavni ceni. Kadar nastane dobro ime, se le-to pojavi kot sredstvo v bilanci stanja prevzemnika. Letni amortizacijski zneski dobrega imena (doba koristnosti je največ 40 let) zmanjšujejo računovodski dobiček, medtem ko popravek vrednosti zmanjšuje vrednost kapitala in sredstev, kar vpliva na tradicionalne kazalnike dobičkonosnosti. Po letu 1970 je pod določenimi pogoji mogoče delež dobrega imena razporediti na neopredmetena sredstva (na primer na stroške raziskovanja in razvoja), kar pa privede do tega, da se ta delež takoj odpiše kot odhodek. To povzroči izkazovanje nižje vrednosti dobrega imena v bilanci stanja (zniža vrednost kapitala podjetja), in višjih vrednosti dobičkov, ki so manj obremenjeni s stroški amortizacije; oboje napihne tradicionalne kazalnike donosnosti. Za izračunavanje ekonomske dodane vrednosti amortiziranje dobrega imena v dobi koristnosti ni sprejemljivo, saj gre ponavadi za neopredmetena sredstva z neomejeno dobo koristnosti, hkrati pa delničarji od managementa pričakujejo trajno ustvarjanje donosa na kapital, vložen v prevzem. Pri ugotavljanju dobička iz poslovanja naj se letni znesek amortizacije prišteje nazaj, medtem ko naj se popravek vrednosti prišteje k investiranemu kapitalu. Drugi način je imenovan spajalna metoda (angl. pooling-of-interest acquisition), a je v ZDA že odpravljen, v MRS pa je v ukinjanju. Ob prevzemu ne pride do denarnega toka, saj je nabavna cena plačana z delnicami prevzemnika in se bilanci stanj obeh podjetij enostavno združita. Tudi če je prevzemnik ponudil prevzemno premijo, se dobro ime ne evidentira. Ker je prevzeto podjetje vrednoteno po (nižji) knjigovodski vrednosti, pri izračunavanju ekonomske dodane vrednosti prihaja do deformacij, ker so tako vloženi kapital kot njegovi stroški podcenjeni. Ta način računovodskega obravnavanja prevzemov je torej še manj ustrezen kot prvi. V Veliki Britaniji in na Nizozemskem pa je odpis dobrega imena mogoč takoj ob prevzemu, zato je potrebno pri ekonomski dodani vrednosti za ta znesek povečati investirani kapital.

V SRS, ki dovoljujejo le nakupno metodo, je dobro ime opredeljeno kot presežek nabavne vrednosti prevzetega podjetja nad določljivo pošteno vrednostjo pridobljenih sredstev, zmanjšano za dolgove pridobljenega podjetja. Nastane torej presežek plačane nabavne vrednosti nad pridobljenim čistim premoženjem prevzetega podjetja, ki ga ni mogoče

utemeljeno razporediti na pridobljena opredmetena osnovna sredstva ali zaloge (SRS, 2001, str. 33). Dobro ime se praviloma amortizira v petih letih, a z utemeljitvami je dobo koristnosti mogoče podaljšati na največ 20 let (SRS, 2001, str. 35). Kot že omenjeno je s stališča ekonomske uspešnosti odpisovanje dobrega imena z amortiziranjem neustrezno, saj predstavlja del investiranega kapitala, ki naj bi trajno ustvarjal donos. Stroški amortizacije dobrega imena vsako leto odpišejo del investitorjeve naložbe in tako zmanjšajo vrednost investiranega kapitala, ki zahteva minimalni donos v višini stroškov kapitala tako kot vsaka naložba v katerikoli opredmeteno sredstvo. Potrebni popravki računovodskih podatkov za izračun ekonomske dodane vrednosti velevajo, da se letni znesek amortizacije v zadnjem obračunskem obdobju prišteje nazaj k dobičku iz poslovanja, popravek vrednosti dobrega imena pa poveča vrednost investiranega kapitala.

Letni zneski **amortizacije osnovnih sredstev** kot odhodki poslovnega obdobja zmanjšujejo poslovni izid podjetja, problem pa nastane pri izbiri amortizacijske metode. Večina podjetij namreč uporablja enakomerno časovno amortiziranje, ki ponavadi dokaj dobro odseva dejansko zastarevanje sredstev. Pri podjetjih, ki imajo veliko opreme z daljšo dobo koristnosti, pa takšen način amortiziranja ni primeren, saj povzroča močno pristranost proti investicijam v novo opremo, če se kot kriterij uporablja ekonomska dodana vrednost. Ekonomska dodana vrednost je v prvih letih amortiziranja manjša, z dobo amortiziranja pa se povečuje, čeprav podjetje ne ustvarja večjega dobička (pri stari opremi z nižjo vrednostjo so stroški kapitala nižji pri kot pri novi opremi z višjo vrednostjo). Zaradi tega managerji nimajo spodbude za nakup novejše sodobnejše opreme, ker je stara oprema podcenjena. Ta problem je mogoče rešiti z uporabo rastočega časovnega amortiziranja, kjer so letni zneski amortizacije v prvih letih dobe koristnosti nižji (stroški kapitala pa so zaradi večje vrednosti opreme višji) in skozi leta dobe koristnosti naraščajo (stroški kapitala v teh obdobjih posledično padajo). Vsota letnega zneska amortizacije in stroška kapitala med leti ostaja konstantna. Takšen način amortiziranja je za podjetja z veliko opreme, ki ima daljšo dobo koristnosti, z ekonomskega stališča veliko primernejši kot enakomerno časovno amortiziranje, saj ne ustvarja pristranosti pri nakupu nove opreme in bolje odraža ekonomsko stvarnost; oprema z dolgo dobo koristnosti v prvih letih zgublja malo vrednosti, medtem ko začne kasneje zaradi zastarevanja hitro zgubljeni svojo vrednost. Pri pospešenem časovnem amortiziranju bi bil opisani problem še večji, ker nižji davki povečujejo računovodski dobiček.

Računovodsko gledano so **stroški prestrukturiranja** stroški zapoznelega spoznanja o napaki oziroma izgubi zaradi slabe poslovne odločitve, storjene v preteklosti, in obremenijo poslovni izid v obračunskem obdobju, v katerem nastanejo. Managerji bi morali na te stroške (z vidika ekonomske uspešnosti) gledati kot na prezaposlitev kapitala, s katero se bo izboljšala dobičkonosnost, saj se bodo zmanjšale izgube, ki že nastajajo zaradi preteklih napak. Vendar pa računovodstvo pri stroških prestrukturiranja poudarja zgolj priznavanje preteklih napačnih odločitev, česar se managerji seveda izogibajo. Ekonomska dodana vrednost se raje osredotoča na verjetno izboljšanje premoženja lastnikov podjetja, tako da prestrukturiranje obravnava kot priložnost, od katere si je mogoče obetati boljši poslovni izid in s tem

ustvarjanje nove vrednosti za lastnike. Pri ugotavljanju dobička iz poslovanja za izračun ekonomske dodane vrednosti tovrstnih stroškov ne obravnavamo kot odbitne postavke in jih prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja. Prilagoditev v bilanci stanja zahteva povečanje investiranega kapitala za znesek stroškov prestrukturiranja, saj so ti stroški vsebinsko naložba za prihodnje poslovanje.

Naslednja vrsta vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov obravnava **popravke obratnih sredstev**. Ti vključujejo uskladitve knjigovodske vrednosti zalog z nabavnimi ali tržnimi cenami ter popravke vrednosti terjatev. Tako v zalogah kot v terjatvah so vezana sredstva, ki so jih v podjetje vložili investitorji, zato je potrebno to postavko vsebinsko prilagoditi. Popravkov obratnih sredstev se z vidika ekonomske uspešnosti podjetja ne sme obravnavati kot odbitne postavke, ki zmanjšuje dobiček iz poslovanja, ampak je jo treba vsebinsko obravnavati kot naložbo. To pomeni, da se za znesek popravkov obratnih sredstev poveča vrednost investiranega kapitala v bilanci stanja, medtem ko se v izkazu poslovnega izida ta znesek prišteje k dobičku iz poslovanja. Pred izvedbo teh popravkov bi bilo smotno natančneje proučiti razloge za oblikovanje teh popravkov; v primeru, da so terjatve dokazljivo neizterljive, jih lahko obravnavamo kot odhodke, saj je vsako delovanje v poslovnem svetu povezano z nekoliko tveganja.

Tudi pri kategoriji **poslovnih najemov** je potrebna ustrezna prilagoditev, vendar najprej pogledjmo razlike med finančnim in poslovnim najemom. Razlikovanje temelji na ugotavljanju, ali ostajajo tveganja, povezana z lastništvom predmeta najema, pri najemodajalcu ali se prenesejo na najemnika. Finančni najem je tisti, pri katerem se pomembna tveganja in pomembne koristi, povezane z lastništvom, prenesejo na najemnika.³⁰ Sredstva v finančnem najemu so izkazana v bilanci stanja najemnika, zato prilagoditve niso potrebne. Za poslovni najem, ki je v SRS definiran kot vsak najem, ki ni finančni (SRS, 2001, 29), pa velja, da so stvari, ki so predmet najema, pri najemojemalcu izkazane le izvenbilančno. To pomeni, da je vrednost sredstev, izkazana v bilanci stanja, nižja kot v primeru lastništva sredstev. Tako evidentiranje poslovnega najema je z vidika ekonomske poslovne uspešnosti neustrezno, saj se tovrstni najemni ne štejejo med sredstva oziroma kapital, angažiran v poslovnem procesu. Nerodno je tudi, da so stroški poslovnega najema v izkazu poslovnega izida zajeti med različnimi postavkami izkaza uspeha (na primer med stroški prodanih proizvodov in blaga ali med drugimi odhodki). Pri ekonomski dodani vrednosti je potrebno te stroške ugotoviti in za njihov znesek povečati dobiček iz poslovanja. Ker je poslovni najem po svoji vsebini zelo podoben dolgoročnemu dolgu, je pri ugotavljanju zneska, s katerim bomo povečali vrednost investiranega kapitala, potrebna previdnost. Ta znesek namreč predstavlja sedanjo vrednost prihodnjih plačil za najem, ki jo dobimo z diskontiranjem s tehtano povprečno ceno dolgoročnih dolgov.

³⁰ Natančna opredelitev finančnega najema pravi, da je to najem, »pri katerem se pomembna tveganja in pomembne koristi, povezane z lastništvom nad najetimi sredstvi, prenesejo na najemnika. Lastninska pravica lahko preide na najemnika ali pa tudi ne. Finančni najem najemodajalcu zagotavlja povrnitev naložbe v najem in še dobiček« (SRS, 2001, str. 30).

Za **postavke, ki niso povezane s poslovno dejavnostjo podjetja**, ponavadi velja, da ne sodijo v ekonomsko dodano vrednost. Posamezne poslovne dejavnosti namreč vsebujejo različne vrste in višine tveganj ter pričakovano donosnost. Investitorji zato izbirajo podjetja, ki imajo zanje sprejemljivo tveganje in ustrezen zahtevan donos. Vsako podjetje je ustanovljeno zato, da opravlja svojo poslovno dejavnost. Management mora podjetju zaupani kapital oplajati v svoji dejavnosti in po tem naj se ocenjuje tudi uspešnost managementa. Kljub temu se zgodi, da poskuša management 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 višinam tveganj, čeprav tega niso odobrili. Pri izračunu ekonomske dodane vrednosti je treba vrednost tovrstnih transakcij izključiti. Pri dobičku iz poslovanja zato ne upoštevamo prihodkov iz financiranja, kamor recimo spadajo kapitalski dobički od prodaje vrednostnih papirjev, ki jih podjetje kupi z denarnimi presežki. Ravno tako ne upoštevamo odhodkov od financiranja, na primer obresti, saj so že upoštevane v tehtanem povprečnem strošku kapitala in vsebinsko predstavljajo donos posojilodajalcev. Tudi izrednih prihodkov in izrednih odhodkov pri dobičku iz poslovanja in posledično pri ekonomski dodani vrednosti ne upoštevamo. Obravnavanje dolgoročnih finančnih naložb je lahko posebno, kadar gre za kapital, vložen v naložbe, s katerimi podjetje posredno opravlja svojo poslovno dejavnost. V takšnih primerih dolgoročne finančne naložbe obravnavamo kot poslovno investirani kapital, ki mora ustvariti minimalni donos v višini stroškov 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 iz poslovno investiranega kapitala izločimo.

Nazadnje predstavimo še popravek **davka od dobička**, katerega izračun izhaja iz računovodsko ugotovljenega dobička in ne temelji na ekonomskem rezultatu uspešnosti. Zato je treba davek od dobička prilagoditi tako, da pri njegovem izračunu kot osnovo upoštevamo dobiček iz poslovanja po opravljenih prilagoditvah. Najenostavneje je na tako popravljeni poslovni izid aplicirati efektivno davčno stopnjo podjetja;³¹ nato se dobljena vrednost davka odšteje od popravljenega dobička iz poslovanja. Druga različica omogoča, da od dejansko plačanega davka podjetja odštejemo sorazmerne dele tistih postavk, ki jih pri popravljanju dobička iz poslovanja nismo upoštevali. Dobljeno vrednost davka zopet odštejemo od popravljenega dobička iz poslovanja in dobimo prvo kategorijo, potrebno za izračun ekonomske dodane vrednosti – čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih³² davkih (NOPAT).

S prilagoditvami računovodskih podatkov poskušamo poslovni izid podjetja bolj približati denarnemu toku in odstraniti anomalije računovodskih podatkov. Hkrati želimo ugotavljanje uspešnosti poslovanja omejiti na osnovno dejavnost podjetja, saj slednja najbolje kaže sposobnost managementa, da povečuje vrednost lastnikov. Izbor števila prilagoditev temelji na odločitvi posameznega podjetja, medtem ko nekateri avtorji (Young, 1999; Chen, Dodd, 1998) menijo, da je za večino podjetij bolje, če ne prilagajajo podatkov in se osredotočijo le na nepopravljen rezidualni dobiček. Takšen sistem je namreč lažje tako upravljati kot

³¹ Efektivno davčno stopnjo ugotovimo kot razmerje med dejansko plačanim davkom in davčno osnovo.

³² Čeprav prilagojenih davkov vedno ne poudarjamo, se samo takšni odštevanje od dobička iz poslovanja.

razumeti. McIntyre (1999) na nekaj primerih pokaže, da lahko uporaba prilagoditev zadeva celo poslabša. Tudi Grant in Abate (2001, str. 3) menita, da bi morala managerje podjetij ter finančne analitike bolj zanimati celotna perspektiva faktorjev, ki vplivajo na ekonomski dobiček podjetja, ne pa toliko številne vsebinske prilagoditve računovodskih informacij, ki sicer prispevajo k bolj natančni oceni ekonomskega dobička.

3.3.2 Čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih

V konceptu ekonomske dodane vrednosti se kot rezultat poslovanja, ki najbolje odraža dolgoročno sposobnost podjetja, da ustvarja denarne tokove za investitorje iz poslovne dejavnosti podjetja ob tveganju, ki je značilno za to dejavnost, uporablja čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT). Čisti dobiček iz poslovanja predstavlja donos, ki je rezultat izključno z osnovno poslovno dejavnostjo podjetja³³ v posameznem letu in se zato razlikuje od računovodsko izkazanega dobička. Očiščen je vseh nedenarnih postavk, postavk izrednih poslovnih dogodkov, stroškov tekočega obdobja, ki bodo šele dolgoročno vplivali na pozitivni denarni tok, ter prilagoditev, ki so rezultat bilančne politike in izbranih računovodskih metod, dopustnih s strani računovodskih standardov (Bolčič, 1998).

Prilagoditve izkaza poslovnega izida vplivajo na višino čistega dobička iz poslovanja na takšen način, da posameznih postavk, ki v poslovnem letu ne izražajo denarnega toka podjetja, ne obravnavamo kot odbitne postavke pri izračunavanju poslovnega izida. Stroškov, ki v konceptu ekonomske dodane vrednosti to niso in so v izkazu bremenili poslovni izid, ne upoštevamo ter jih prištejemo nazaj. Prihodkov, ki izhajajo iz neposlovno vloženih sredstev, ne upoštevamo, torej jih od poslovnega izida odštejemo. Tabela 3.1 vsebuje zgoščen prikaz vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov.

Čisti dobiček iz poslovanja ne predstavlja poslovnega izida, opredeljenega v okviru finančnega računovodstva, temveč je popravljen tako, da bi izločil računovodsko pogojene anomalije in ga približal resničnemu ekonomskemu izidu. Tako popravljen izid iz poslovanja moramo nazadnje še zmanjšati za teoretični znesek davka na dobiček, ki ga izračunamo tako, da računovodsko izkazani davek od dobička popravimo za davčne učinke prihodkov in odhodkov, ki se ne nanašajo na poslovanje (Korošec, 2001, str. 107). To lahko storimo tudi tako, da od prilagojenega dobička iz poslovanja odštejemo davek, ki bi ga podjetje plačalo, če bi bil prilagojeni dobiček iz poslovanja osnova za plačilo davka. Tako izračunamo vrednost čistega dobička iz poslovanja po davkih, ki ga uporabimo pri izračunu ekonomske dodane vrednosti.

³³ Sredstva podjetja so lahko vložena v osnovno poslovno dejavnost ali v druge neosnovne dejavnosti. Ker investitorji izbirajo podjetja na podlagi specifične poslovne dejavnosti in njenega tveganja, se pri ugotavljanju uspešnosti podjetja z ekonomskega vidika upoštevajo le sredstva, ki jih je podjetje angažiralo za opravljanje svoje osnovne poslovne dejavnosti. Zatorej nas zanima poslovni izid, ki je bil dosežen v osnovni dejavnosti.

Tabela 3.1: Vpliv najpogostejših vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov na višino čistega dobička iz poslovanja.

Računovodska postavka	Vpliv na višino čistega dobička iz poslovanja	↑↓
Sprememba vrednosti zalog	- Povečanje vrednosti zalog neupravičeno povečuje poslovne prihodke, zato tega zneska pri čistem dobičku iz poslovanja ne upoštevamo.	↓
	- Zmanjšanje vrednosti zalog neupravičeno zmanjšuje poslovne prihodke, zato ta znesek prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja.	↑
LIFO prihranek	- Letno povečanje LIFO prihranka prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja.	↑
	- Letno zmanjšanje LIFO prihranka odštejemo od dobička iz poslovanja.	↓
Dolgoročne rezervacije	- Letno povečanje dolgoročnih rezervacij ne pomeni odbitne postavke, zato ga prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja.	↑
	- Letno zmanjšanje dolgoročnih rezervacij pa se od dobička iz poslovanja odšteje.	↓
Stroški za raziskovanje in razvijanje	Ti stroški ne pomenijo odbitne postavke, zato jih prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja; samo letni znesek amortizacije zmanjšuje dobiček.	↑
Stroški trženja in izobraževanja	Ti stroški ne pomenijo odbitne postavke, zato jih prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja; samo letni znesek amortizacije zmanjšuje dobiček.	↑
Dobro ime	Amortizacija dobrega imena ne predstavlja odbitne postavke, zato jo prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja.	↑
Stroški prestrukturiranja	Ne predstavljajo odbitne postavke, zato jih prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja.	↑
Popravki obratnih sredstev	Če ti popravki niso pravi stroški, jih ne obravnavamo kot odbitno postavko in jih prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja.	↑
Poslovni najemi	Stroški poslovnega najema so zajeti že v WACC in jih ne obravnavamo kot odbitne postavke; te stroške ocenimo ter jih prištejemo k dobičku iz poslovanja.	↑
Postavke, ki niso povezane s poslovno dejavnostjo: - če je postavka vplivala na povečanje poslovnega izida - če je postavka vplivala na zmanjšanje poslovnega izida	Višino izkazanega poslovnega izida prilagodimo v skladu z vsebino postavke tako, da njen vpliv izničimo:	
	- vrednost te postavke odštejemo od dobička iz poslovanja; - vrednost te postavke prištejemo nazaj k dobičku iz poslovanja.	↓ ↑

Opomba

↑ - Pri računovodskem ugotavljanju poslovnega izida je bila postavka odbitna ter je zmanjševala poslovni izid. Vsebine te postavke koncept ekonomske dodane vrednosti »ne priznava«, zato jo v procesu prilagoditve računovodskih podatkov prištejemo nazaj in je ne obravnavamo kot odhodek.

↓ - Pri računovodskem ugotavljanju poslovnega izida je postavka povečevala poslovni izid. Vsebine te postavke koncept ekonomske dodane vrednosti »ne priznava«, zato jo v procesu prilagoditve računovodskih podatkov od izkazanega poslovnega izida odštejemo in je ne obravnavamo kot prihodek.

Vir: Prirejeno po Ličen Čok (2001, str. 70).

3.3.3 Poslovno investirani kapital

Poslovno investirani kapital bi lahko poimenovali tudi za poslovanje potrebna čista sredstva oziroma viri financiranja. Njegovo vrednost opredelimo na podlagi podatkov iz aktive bilance stanja, saj nas zanima znesek poslovno potrebnih sredstev, ne glede na strukturo njihovih virov financiranja.

Tabela 3.2: Vpliv najpogostejših vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov na višino poslovno investiranega kapitala.

Računovodska postavka	Vpliv na višino čistega dobička iz poslovanja	↑↓
Sprememba vrednosti zalog	- Povečanje vrednosti zalog povečuje vrednost poslovno investiranega kapitala. - Zmanjšanje vrednosti zalog pa zmanjšuje vrednost poslovno investiranega kapitala.	↑ ↓
LIFO prihranek	Razliko med tekočo in staro vrednostjo zalog prištejemo poslovno investiranemu kapitalu.	↑
Dolgoročne rezervacije	Vrednost oblikovanih dolgoročnih rezervacij v poslovnem obdobju se prišteje poslovno investiranemu kapitalu.	↑
Stroški za raziskovanje in razvijanje	Te stroške obravnavamo kot naložbo (jih kapitaliziramo) in jih prištejemo poslovno investiranemu kapitalu.	↑
Stroški trženja in izobraževanja	Te stroške obravnavamo kot naložbo (jih kapitaliziramo) in jih prištejemo poslovno investiranemu kapitalu.	↑
Strateške naložbe	Ko začne naložba ustvarjati dobiček, se kapital s posebnega začasnega računa prenese v izračun ekonomske dodane vrednosti, torej poveča vrednost poslovno investiranega kapitala.	↑
Dobro ime	Popravek vrednosti dobrega imena prištejemo nazaj k poslovno investiranemu kapitalu.	↑
Stroški prestrukturiranja	Za znesek stroškov prestrukturiranja povečamo poslovno investirani kapital.	↑
Popravki obratnih sredstev	Ne pomenijo odbitne postavke, zato jih prištejemo nazaj k poslovno investiranemu kapitalu.	↑
Poslovni najemi	S sedanjo vrednostjo prihodnjih plačil za najem povečamo vrednost poslovno investiranega kapitala.	↑
Postavke, ki niso povezane s poslovno dejavnostjo: dolgoročne in kratkoročne (neposlovne) finančne naložbe	Za tovrstne naložbe, ki se ne nanašajo na opravljanje osnovne poslovne dejavnosti podjetja, zmanjšamo vrednost poslovno investiranega kapitala.	↓

Opomba

↑ - Vrednost računovodske postavke po svoji ekonomski vsebini predstavlja naložbo, zato jo prištejemo poslovno investiranemu kapitalu.

↓ - Vrednost računovodske postavke po svoji ekonomski vsebini ne predstavlja naložbe v osnovno poslovno dejavnost podjetja, zato jo od poslovno investiranega kapitala odštejemo.

Vir: Prirejeno po Ličen Čok (2001, str. 61).

V osnovi izhajamo iz knjigovodskih vrednosti poslovno potrebnih sredstev v začetku opazovanega obdobja, nato pa vsoto teh sredstev prilagodimo zaradi morebitnih pomembnih razlik med knjigovodskimi vrednostmi posameznih vrst sredstev in njihovimi vrednostmi z vidika lastnikov ter zaradi razlik med širšo ekonomsko in ožjo knjigovodsko opredelitvijo naložb. Nazadnje moramo od tako opredeljene vrednosti poslovnih sredstev odšteti še znesek tekočih obveznosti iz poslovanja, ki niso neposredno obrestovane, čeprav je zelo verjetno, da so »stroški financiranja« teh obveznosti vsebovani v cenah. Ti »stroški« se skrivajo v različnih odhodkih iz poslovanja ter s tem zmanjšujejo poslovni izid, zato je pri presoji ugodnosti tega poslovnega izida smiselno upoštevati le še obveznosti do tistih virov financiranja, ki imajo eksplicitno opredeljeno ceno (Korošec, 2001, str. 106-107). V tabeli 3.2 navajamo zgoščen pregled vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov, ki jih podjetja opravijo pri ugotavljanju višine poslovno investiranega kapitala.

Kapital podjetja je mogoče opredeliti na različne načine in mednarodni računovodski standardi ločijo dve temeljni pojmovanji kapitala: 1) po **stvarnem pojmovanju** je kapital opredeljen kot proizvodjalna zmogljivost podjetja, medtem ko 2) **finančno pojmovanje** definira kapital kot tisti del obveznosti do virov sredstev, ki predstavlja čisto premoženje podjetja, torej razliko med vrednostjo aktive podjetja in vrednostjo dolgov (MRS, 1995, str. 65).

V skladu z vsebino pričujočega magistrskega dela je najpomembnejši **ekonomski vidik** pojmovanja kapitala.³⁴ Medtem ko je za posameznega investitorja pomemben vložen lastniški kapital, je z ekonomskega vidika uspešnosti poslovanja pomemben celotni kapital (lastniški in dolžniški), ki je angažiran v poslovanju podjetja. Pri ekonomskem vidiku pojmovanja kapitala je pomembno, da se s celotnimi poslovno vloženimi sredstvi (kapitalom) ustvari več, kot je strošek vseh virov financiranja (celotne pasive). Pri tem stroškov ne pomenijo samo obresti posojilodajalcev, ampak tudi denarni pritoki, ki jih pričakujejo lastniki podjetja. Presežek dobička, ki je na voljo lastnikom, potem ko so pokriti vsi stroški, je ustvarjena ekonomska dodana vrednost, ki povečuje vrednost lastniškega kapitala podjetja (Bergant, 1997, str. 134-135).

Temelj za ekonomsko uspešnost poslovanja podjetja je racionalna raba kapitala (sredstev), vloženega v podjetje, zato lastnikom ni vseeno, s koliko investiranega kapitala je podjetje ustvarilo doseženi poslovni izid. Vrednost kapitala, ki je investiran v poslovno dejavnost podjetja, je mogoče ugotoviti na dva načina (Raztock, 1999, 4-5):

- pri **operativnem pristopu** vrednost investiranega kapitala dobimo, če od celotnih obveznosti do virov sredstev (ali celotnih sredstev podjetja) odštejemo tekoče obveznosti, ki niso neposredno obrestovane, in tiste naložbe, ki niso povezane s poslovno dejavnostjo podjetja;

³⁴ Poleg ekonomskega vidika pojmovanja kapitala Bergant navaja še naslednje: računovodski vidik, pravni vidik, davčni vidik, vidik financiranja podjetja, lastniško upravljalski vidik, analitično-informacijski vidik ter vidik revizije računovodskih izkazov (Bergant, 1997, str. 127-140).

- pri **finančnem pristopu** je vrednost investiranega kapitala opredeljena kot vsota vseh virov financiranja (lastniški kapital, kratkoročni in dolgoročni dolžniški kapital), ki so uporabljeni za opravljanje poslovne dejavnosti podjetja.

Pri ugotavljanju vrednosti poslovno investiranega kapitala se pojavi še vprašanje, ali naj se za izračun ekonomske dodane vrednosti uporabi knjižna ali tržna vrednost kapitala. Kadar se za izračun uporabi knjižna vrednost, se vrednost poslovno investiranega kapitala oceni s pomočjo podatkov iz bilance stanja, ki jih pred tem ustrezno prilagodimo. Ob uporabi tržne vrednosti kapitala pa je potrebno poznati tržne vrednosti vseh virov, s katerimi se financira poslovno investirani kapital. Na razvitih kapitalskih trgih so tržne vrednosti vseh uporabljenih virov financiranja ponavadi znane, zato je vsebinsko najbolj pravilno, da se za izračun ekonomske dodane vrednosti uporabi tržna vrednost poslovno investiranega kapitala; še posebno to velja v primeru, ko so tržne vrednosti posameznih virov financiranja višje od knjižnih vrednosti (Walsh, 1996, str. 277).

Pri določanju vrednosti kapitala, ki je investiran v poslovno dejavnost, je priporočljiva uporaba tržnih vrednosti takrat, ko je za posamezen vir financiranja mogoče ugotoviti njegovo realno tržno ceno. Na nerazvitih kapitalskih trgih, kamor sodi tudi slovenski trga kapitala, je to skoraj nemogoče, zato je v takšnih razmerah verjetno priporočljiva uporaba knjižnih vrednosti, čeprav koncept ekonomske dodane vrednosti temelji na tržnih vrednostih. Upoštevanje tržnih vrednosti pri določanju višine poslovno investiranega kapitala sledi logiki, da zahtevajo investitorji donos na svoja vložena sredstva. Če so na trgu kapitala za delnico plačali tržno ceno, bo njihov pričakovani donos temeljil na denarnem znesku, potrebnem za nakup delnice – knjižna vrednost delnice investitorju ne pomaga, če se razlikuje od tržne, saj svojih delnic na trgu ne more prodati po knjižni vrednosti, temveč le po tržni (Ličen Čok, 2001, str. 60-61).

Pri uporabi knjižnih vrednosti poslovno investiranega kapitala upoštevamo vrednosti dolgoročnih poslovnih naložb podjetja (nematerialnih, materialnih in poslovnih finančnih naložb) ter obratnega kapitala (čistih obratnih sredstev), ki so izkazane v bilanci stanja podjetja (Bolčič, 1998), in nato upoštevamo še vsebinske prilagoditve računovodskih izkazov, ki vplivajo na poslovno investirani kapital. Prilagoditve, ki se nanašajo na poslovno investirani kapital, se pojavljajo kot »protiutež« popravkov, potrebnih za izračun čistega dobička iz poslovanja.

Pri ugotavljanju vrednosti poslovno investiranega kapitala nekateri avtorji priporočajo uporabo začetnih vrednosti v obravnavanem obdobju (na primer Stewart, 1991), medtem ko drugi zagovarjajo povprečne vrednosti (na primer Copeland, Koller, Murrin, 2000).

3.3.4 Stroški kapitala

Razpravo o stroških kapitala Stewart (1991, str. 432) prične z definicijo štirih vrst stroškov, s katerimi se mora podjetje soočiti.

- Strošek kapitala za poslovno tveganje predstavlja donos, ki ga investitorji pričakujejo zaradi variiranja NOPAT. Izračunamo ga kot seštevek netvegane donosnosti dolgoročnih državnih obveznic in premije za poslovno tveganje.
- Strošek dolžniškega kapitala je posledica kreditnega tveganja, da podjetje ne bo izpolnilo pogodbenih obveznosti glede plačila obresti in odplačila glavnice. Pri njegovem izračunu upoštevamo trenutno posojilno obrestno mero (ali donosnost do dospelja, če se z dolgom podjetja trguje na trgu kapitala), ki je prilagojena za davčni prihranek.
- Strošek lastniškega kapitala zahtevajo investitorji zaradi variiranja čistega dobička podjetja. Zaradi plačila fiksnih obresti, ki jih odštejemo od variabilnega dobička iz poslovanja, čisti dobiček toliko bolj variira in je posledično bolj tvegan od dobička iz poslovanja. Strošek lastniškega kapitala je vsota stroška poslovnega tveganja in premije za finančno tveganje.
- Povprečni strošek kapitala je kombinacija stroškov dolžniškega in lastniškega kapitala podjetja, ki ga pri diskontiranju denarnih tokov podjetja uporabljamo kot diskontno stopnjo. Za njegov izračun uporabimo ostale vrste stroškov.

Tudi povprečni strošek kapitala je moč izračunati z uporabo operativnega ali finančnega pristopa. Operativni pristop pomeni, da od stroška poslovnega tveganja odštejemo davčni prihranek financiranja z dolžniškim kapitalom. Pri finančnem pristopu se povprečni strošek kapitala izračuna kot tehtano povprečje stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala, pri čemer so uteži enake deležu posamezne oblike kapitala v celotnem kapitalu podjetja. Iz tega vidika pomeni povprečni strošek kapitala donos, ki zadostuje za plačilo obresti (ob upoštevanju davčnega prihranka) in omogoča zadovoljiv donos investitorjem lastniškega kapitala (Stewart, 1991, str. 433).

V nadaljevanju se bomo posvetili izračunu povprečnega stroška kapitala³⁵ z uporabo tradicionalnejšega finančnega pristopa. Ponavadi so podjetja financirana iz različnih virov,³⁶ ki imajo vsak svojo ceno (zahtevano stopnjo donosa). Strošek kapitala naj bi odražal oportunitetne stroške vseh investitorjev kapitala, ki so tehtani z njihovim deležem v celotnem kapitalu podjetja, medtem ko se oportunitetni strošek posamezne skupine investitorjev ugotovi kot stopnja donosa, ki bi jo investitorji lahko dosegli z investiranjem v naložbe s primerljivim tveganjem (Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 134). Glavna značilnost stroška kapitala je njegova odvisnost od tveganja (večje tveganje pomeni večjo zahtevano donosnost), zato je v zvezi z njim pomembno vprašanje, kako meriti tveganje (Stewart, 1991, str. 432).

³⁵ Četudi v magistrskem delu uporabljamo besedno zvezo strošek kapitala, s tem mislimo na povprečni strošek kapitala, kot ga definira Stewart (1991, str. 432).

³⁶ Med najpogostejšimi oblikami virov financiranja se navajajo navadni in prednostni lastniški kapital ter dolžniški kapital, čeprav se pojavljajo tudi različne variante znotraj teh treh oblik (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 145).

Ugotavljanje stroškov kapitala je za podjetje težavna naloga, saj je poleg eksplicitno določenih stroškov potrebno upoštevati tudi ocenjene vrednosti.

Na višino stroškov kapitala pomembno vpliva struktura kapitala oziroma virov financiranja. Sprememba strukture kapitala vpliva na povečanje ali zmanjšanje stroškov financiranja podjetja v skladu z načelom finančnega vzvoda, saj lastniški kapital prinaša manj tveganja, a je dražji od dolžniškega (Bergant, 2000, str. 3). Ker se z večanjem deleža dolžniškega kapitala povečuje tveganje lastniškega kapitala, se vrednost enote navadnega lastniškega kapitala povečuje z rastjo dolgov do neke optimalne strukture kapitala, pri kateri so stroški financiranja najnižji (Bergant, 2000a, str. 13). Za podjetje je pomembno, da poskuša doseči optimalno strukturo kapitala, ki omogoča čim nižje stroške financiranja in čim večjo ekonomsko dodano vrednost.

Pri ugotavljanju računovodskega dobička podjetja so upoštevani le eksplicitni stroški dolžniškega kapitala, to so obresti, medtem ko ekonomska dodana vrednost upošteva tako obresti kot stroške lastniškega kapitala. Čeprav je ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala zelo subjektivno, zagovorniki ekonomske dodane vrednosti trdijo, da merila uspešnosti, ki te stroške zanemarjajo, ne uspejo pokazati, kako uspešno je bilo podjetje pri ustvarjanju vrednosti za svoje lastnike (Young, 1997, str. 335). Uporaba meril poslovne uspešnosti, ki temeljijo na preostalem dobičku, se je v nekaterih podjetjih pojavila že zgodaj, vendar se do nedavnega ni široko razmahnila; ne v podjetjih ne pri finančnih analitikih. Glavni problem so bili ravno (ne)zanesljivi načini ocenjevanja stroškov lastniškega kapitala. Uveljavitev modela CAPM je to spremenila in omogočila finančnikom na investicijskem in poslovnem področju kredibilnejše ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala (Young, 1999, str. 7).

Pri izračunavanju tehtanega povprečja stroškov kapitala je potrebno upoštevati vse vire financiranja, ki so jih zagotovili investitorji in za podjetje predstavljajo neposredni strošek: prednostni in navadni lastniški kapital, kratkoročni in dolgoročni dolgovi, izdane obveznice ter dolgoročni poslovni in finančni najemi. Vsak vir pomeni drugačen strošek za podjetje (Bolčič, 1998).

V tem razdelku bomo najprej predstavili splošno enačbo za izračun stroškov kapitala podjetja, nato pa obravnavali posebnosti določanja stroškov posameznih sestavin kapitala, to je različnih vrst virov financiranja. Čeprav bomo v tem razdelku vseskozi govorili o strošku (celotnega) kapitala podjetja, ne smemo pozabiti, da pri izračunu ekonomske dodane vrednosti ta strošek pomnožimo z vrednostjo poslovno investiranega kapitala in tako upoštevamo le stroške poslovno investiranega kapitala.

Ker podjetja uporabljajo različne oblike virov financiranja, ki imajo različne stroške, se strošek celotnega kapitala podjetja izračuna kot **tehtano povprečje stroškov kapitala** (WACC). Splošno enačbo za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala lahko zapišemo na sledeč način (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 166):

$$WACC = \sum w_i * k_i = w_1 * k_1 + w_2 * k_2 + \dots + w_n * k_n$$

Pri čemer pomeni:

- w_i – ponder (utež) posamezne sestavine kapitala (vrste vira financiranja);
- k_i – strošek posamezne sestavine kapitala;
- n – število različnih sestavin kapitala.

Kadar se podjetje financira z najpogostejšimi sestavinami kapitala, z navadnim in prednostnim lastniškim kapitalom ter dolžniškim kapitalom, ki ga razdelimo na dolgoročnega in kratkoročnega, je enačbo WACC mogoče zapisati takole (prirejeno po Brigham, Gapenski Ehrhardt, 1999, str. 383):

$$WACC = w_{LD} * k_{LD} * (1 - T) + w_{SD} * k_{SD} * (1 - T) + w_{PS} * k_{PS} + w_{CE} * k_{CE}$$

Pri čemer pomeni:

- w_{LD} – delež dolgoročnega dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu;
- k_{LD} – strošek dolgoročnega dolžniškega kapitala;
- w_{SD} – delež kratkoročnega dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu;
- k_{SD} – strošek kratkoročnega dolžniškega kapitala;
- T – efektivna stopnja davka na dobiček;
- w_{PS} – delež prednostnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu;
- k_{PS} – strošek prednostnega lastniškega kapitala;
- w_{CE} – delež navadnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu;
- k_{CE} – strošek navadnega lastniškega kapitala.

Pri izračunavanju povprečnega stroška kapitala je potrebno upoštevati vse tiste oblike virov financiranja, ki so za podjetje strošek.³⁷ Kot ponderji se upoštevajo deleži posameznega vira financiranja v celotnem kapitalu podjetja, pri čemer je priporočljivo, da ponderji temeljijo na tržnih vrednostih posameznih virov (Young, 1997, str. 341). Kadar tržne vrednosti posameznih virov financiranja niso poznane, se poslužujemo knjigovodskih vrednosti. Ker se struktura virov financiranja v času pogosto spreminja, strokovna literatura pri izračunavanju povprečnega tehtanega stroška kapitala svetuje uporabo ciljnih deležev posameznih virov (Stewart, 1991, str. 433; Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 375). Tiste vrste virov financiranja, ki ne zahtevajo plačila obresti ali kakšne druge vrste plačila (različne obveznosti iz poslovanja kot na primer obveznosti do dobaviteljev), se v izračunu WACC ne upoštevajo. Takšne vrste obveznosti sicer imajo svoj strošek, vendar je le-ta implicitno izražen v cenah dobrin, ki generirajo te obveznosti, in se zato izraža v odhodkih (stroških) iz poslovanja. Poskus izdvojitve teh implicitnih stroškov bi zahteval veliko časa in napora ter ne bi prinesel

³⁷ V tuji strokovni literaturi, kjer se tehtani povprečni strošek kapitala uporablja predvsem pri dolgoročnih investicijskih odločitvah, kratkoročni dolžniški kapital ponavadi v izračunu ni upoštevan. Pri ekonomski dodani vrednosti pa moramo upoštevati vse sestavine poslovno investirane kapitala, ki povzročajo stroške; tudi manjšinske deleže, poslovne najeme ipd.

občutnejših izboljšav ocene stroškov kapitala podjetja (Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 249).

V splošnem velja, da je stroške dolžniškega kapitala relativno enostavno določiti, saj so neposredno razvidni iz plačil obresti (Adler, 1999, str. 84), a se v praksi lahko pojavijo težave, saj obstajajo številne različice dolga (posojila s stalno ali spremenljivo obrestno mero, zamenljive obveznice ipd.) (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 147).

Ker je pri izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala pravilno upoštevati davčno primerljivo obravnavanje vseh vrst virov financiranja, je potrebno obresti kot strošek dolžniškega kapitala, ki v izkazu poslovnega izida zmanjšujejo poslovni izid kot odhodek od financiranja, ustrezno prilagoditi z efektivno davčno stopnjo podjetja. Zaradi plačila obresti je poslovni izid podjetja nižji in podjetje plača manj davka od dobička. Ta davčni prihranek imenujemo davčni ščit in ga od stroškov obresti odštejemo ter v izračunu WACC upoštevamo strošek dolžniškega kapitala po davkih.

3.3.4.1 Strošek dolgoročnega dolžniškega kapitala

Pri ugotavljanju stroškov dolgoročnega dolžniškega kapitala mora podjetje ugotoviti stopnjo donosa, ki jo zahtevajo posojilodajalci. Če je podjetje v preteklosti že izdalo dolžniški kapital, s katerim se trguje na kapitalskem trgu (na primer obveznice), lahko izračuna donosnost do dospelja, ki predstavlja zahtevano stopnjo donosa. Če se z dolžniškim kapitalom podjetja ne trguje, se lahko kot oceno zahtevane donosnosti upnikov uporabijo podatki o strošku dolgoročnega dolžniškega kapitala drugih po tveganju primerljivih podjetij ali trenutna obrestna mera poslovne banke, pri kateri ima podjetje najeto dolgoročno posojilo (Stewart, 1991, str. 434). Kot strošek dolgoročnega dolžniškega kapitala je mogoče upoštevati tudi povprečno trenutno obrestno mero poslovnih bank za dolgoročna posojila pravnim osebam.

Plačilo obresti predstavlja odhodke, ki zmanjšujejo dobiček in posledično davek od dobička, zato strošek dolgoročnega dolžniškega kapitala ustrezno zmanjšamo. Za podjetje so torej stroški manjši od zahtevane donosnosti upnikov, saj je potrebno upoštevati stroške po davku, katerih vrednost dobimo z odštetjem davčnega prihranka od obrestne mere dolgoročnega dolžniškega kapitala³⁸ (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 1999, str. 377):

$$k_{LD} - k_{LD} * T = k_{LD} (1 - T)$$

³⁸ Upoštevati je potrebno efektivno davčno stopnjo davka od dobička, pri čemer velja poudariti, da se stroški dolga za podjetja, ki poslujejo z izgubo, ne zmanjšajo, saj je zanje davčna stopnja nič. Ravno tako stroške dolžniškega kapitala obravnavamo izolirano, zato so vplivi na stroške lastniškega kapitala in nadaljnega povečanja dolžniškega kapitala zanemarljivi, kakor so zanemarljivi tudi stroški izdajanja dolga (Brigham, Gapenski, Ehrhardt, 377).

3.3.4.2 Strošek kratkoročnega dolžniškega kapitala

Strošek kratkoročnega dolžniškega kapitala predstavlja za veliko število slovenskih podjetij pomembno postavko v izračunu povprečnega tehtanega stroška kapitala, ker se kratkoročni dolgovi pogosto uporabljajo kot vir dolgoročnega financiranja. Takšno stanje je posledica omejenega dostopa do dolgoročnega dolžniškega financiranja doma in v tujini ter visoki stroški tega financiranja v Sloveniji (Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999, str. 231) Podjetja uporabljajo neko stalno višino kratkoročnih posojil, ki se ob zapadlosti obnavljajo in imajo naravo dolgoročnega vira financiranja.

Pri proučevanju sestave obveznosti do virov sredstev v slovenskih podjetjih leta 2002 je ugotovljeno, da je delež dolžniškega financiranja (finančne in poslovne obveznosti) 37,3 %, medtem ko predstavlja lastniško financiranje 58,7 odstoten delež. Podrobnejša analiza dolžniškega financiranja je pokazala, da podjetja uporabljajo več kratkoročnih virov, ki obsegajo 25,5 % celotnih obveznosti do virov sredstev, dolgoročni viri pa le 11,8 %, kar je za razmeroma velik delež stalnih sredstev v celotnih sredstvih (67 %) nenavadno. Pri kratkoročnem dolžniškem financiranju prevladuje financiranje prek dobaviteljev, ki predstavlja 10 % celotnih obveznosti do virov sredstev, delež financiranja prek bank je 7,8 %, prav takšen pa je tudi delež drugih virov. Primerjava sestave obveznosti do virov sredstev slovenskih in nizozemskih podjetij na primer pokaže, da je delež kratkoročnega dolžniškega financiranja v slovenskih podjetjih občutno večji (Groznik et al., 2003, str. 108-119). Podrobnejši podatki so na voljo v prilogi.

Kadar pomeni financiranje s kratkoročnim dolžniškim kapitalom zgolj odpravljanje občasne plačilne nesposobnosti zaradi ciklične narave poslovne dejavnosti podjetja in se v financiranju poslovne dejavnosti ne pojavlja stalno, ga v izračunu WACC ne upoštevamo. Če pa podjetje uporablja financiranje s kratkoročnim dolžniškim kapitalom kot stalno obliko financiranja, se kratkoročni dolgovi in njihov strošek upoštevajo v izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 183).

Pri ocenjevanju stroška kratkoročnega dolžniškega kapitala si lahko pomagamo s trenutno obrestno mero banke, pri kateri ima podjetje najeto posojilo, ali s povprečno trenutno obrestno mero poslovnih bank za kratkoročna posojila pravnim osebam.

Kadar se dejanska obrestna mera kratkoročnega posojila podjetja razlikuje od trenutne (tržne) obrestne mere, se postavi vprašanje, katero od obrestnih mer upoštevati. Ali naj podjetje upošteva resnične stroške financiranja ali tržno obrestno mero, po kateri bi lahko prišlo do novega posojila. Strinjamo se s Stewartom (1991, str. 432), ki opozarja, da upoštevanje dejansko doseženih obrestnih mer ni ustrezno, ker novih virov ni mogoče pridobiti pod enakimi pogoji.

3.3.4.3 Strošek prednostnega lastniškega kapitala

Nekatera podjetja kot vir financiranja uporabljajo prednostni lastniški kapital, to je prednostne delnice. Le-te navadno predstavljajo trajen vir financiranja, ki zahteva bolj ali manj fiksni donos, hkrati pa donos ni pogodbeno obveznost za podjetje. Prednostne delnice so lahko izdane z različnimi pravicami in omejitvami ter najpogosteje prinašajo dividende, ki so določene v znesku ali v odstotku od nominalne vrednosti delnice. Največja slabost financiranja podjetja s prednostnimi delnicami je visok strošek takšnega kapitala, saj so prednostne delnice ponavadi bolj tvegane kot dolžniški kapital (zahtevana donosnost je višja), njihove dividende pa niso odbitna postavka od davčne osnove davka od dobička (Mramor, 1993, str. 246-249). Čeprav izplačevanje prednostnih dividend ni obvezno, jih podjetje ponavadi izplača. Strošek prednostnega lastniškega kapitala, ki ga uporabimo v izračunu WACC, dobimo kot razmerje med dividendo prednostne delnice in tržno ceno delnice po odštetju stroškov izdajanja (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 149):

$$k_{ps} = \frac{\text{Dividenda prednostne delnice}}{\text{Tržna cena prednostne delnice}}$$

3.3.4.4 Strošek navadnega lastniškega kapitala

Pri izračunavanju tehtanega povprečnega stroška kapitala je največ polemik okoli ocenjevanja zahtevane donosnosti navadnega lastniškega kapitala, ki pomeni strošek navadnega lastniškega kapitala in ni neposredno razvidna. Strošek navadnega lastniškega kapitala ni denarni strošek, temveč predstavlja oportunitetni strošek, to je donos, ki ga investitorji lahko pričakujejo od naložbe s primerljivim tveganjem (Stewart, 1991, str. 434). Ker bomo v nadaljevanju predvidevali, da se navadni lastniški kapital podjetja nahaja v obliki navadnih delnic, bomo dejali, da se zahtevani donos lahko realizira v obliki izplačila dividend in/ali kapitalskega dobička iz naslova (realizirane ali namišljene) prodaje delnice.

V strokovni literaturi zasledimo več načinov oziroma metod, s pomočjo katerih lahko ocenimo strošek navadnega lastniškega kapitala (v nadaljevanju jih povzemamo po: Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 149-153; Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 533-552).³⁹

Eden najenostavnejših in zato pogosto uporabljenih načinov ocenjevanja stroškov navadnega lastniškega kapitala je s pomočjo **multiplikatorja čistega dobička**. Metoda temelji na kazalniku P/E⁴⁰ ter ima zaradi svoje preprostosti kar nekaj omejitev. Strošek navadnega lastniškega kapitala predstavlja razmerje med pričakovanim dobičkom na delnico v

³⁹ Navedene modele bomo predstavili le na kratko (bolj se bomo posvetili le modelu CAPM, ki se najpogosteje uporablja), saj podrobnejša obravnava finančnih modelov za vrednotenje cene navadnega lastniškega kapitala presega okvir magistrskega dela.

⁴⁰ Kazalnik P/E predstavlja razmerje med tekočo ceno delnice in čistim dobičkom na navadno delnico, ki ga je podjetje ustvarilo v preteklem obdobju, in pokaže, koliko so investitorji pripravljeni plačati za denarno enoto računovodsko izkazanega čistega dobička (Kleindienst, 1999a).

prihodnjem letu in tekočo tržno ceno delnice, kar pomeni recipročno vrednost kazalnika P/E. Glavni pomanjkljivosti sta predpostavka, da je ves dobiček izplačan delničarjem v obliki dividend, kar pa ni realno, saj podjetju ne omogoča reinvestiranja dela dobička kot tudi ne nadaljnje rasti podjetja; in neupoštevanja tveganja lastniškega kapitala niti pričakovane stopnje rasti prostih denarnih tokov na delnico.

$$k_{CE} = \frac{EPS_1}{P_0}$$

Pri čemer pomeni:

- EPS₁ – pričakovani dobiček na delnico v prihodnjem obdobju;
P₀ – tekoča tržna cena navadne delnice.

Model diskontiranih denarnih tokov (angl. discounted cash flow model) v najpreprostejši obliki pravi, da je strošek navadnega lastniškega kapitala podjetja enak vsoti dividendne donosnosti ter pričakovane konstantne rasti dividend.⁴¹ Pri tem se zastavlja vprašanje, kako določiti pričakovano konstantno stopnjo rasti dividend. Ocene za krajša obdobja ne predstavljajo tako velikega problema, vendar se v predstavljenem modelu stopnja rasti nanaša na neskončnost. Ocene za tako dolgo obdobje so precej tvegane. Druga pomembna omejitev tega razmeroma preprostega modela se pokaže ob neučinkovitem trgu kapitala ali v primeru, ko se z delnico podjetja ne trguje in njena tržna cena ni poznana.

$$k_{CE} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Pri čemer pomeni:

- D₁ – pričakovana dividenda na delnico v prihodnjem obdobju;
g – pričakovana konstantna stopnja rasti dividend.

Pri **modelu donosnosti dolgoročnega dolžniškega kapitala, ki jo povečamo za premijo za tveganje** (angl. bond-yield-plus-risk-premium approach), je strošek navadnega lastniškega kapitala opredeljen kot donosnost, ki jo zahtevajo investitorji. Ker je tveganje dolgoročnega dolžniškega kapitala nižje od tveganja navadnega lastniškega kapitala, investitorji slednjega zahtevajo višjo donosnost. Pri izračunu stroška navadnega lastniškega kapitala zato donosnosti do dospelja dolgoročnih obveznic podjetja dodamo ocenjeno premijo za tveganje. Kadar podjetje nima izdanih dolgoročnih obveznic, lahko donosnost do dospelja obveznic nadomestimo z oceno stroška dolgoročnega posojila. Najbolj opazna slabost tega modela je ocena premije za tveganje, ki je lahko precej subjektivna. Pokazala naj bi razkorak med

⁴¹ Navedena enačba za izračun stroška navadnega lastniškega kapitala izhaja iz Gordonovega modela rasti, to je modela konstantne rasti dividend, po katerem naj bi podjetje v prihodnje izplačevalo dividende, ki bodo rasle po konstantni stopnji. Osnovna enačba tega modela se glasi (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 39):

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_{CE}-g} = \frac{D_1}{k_{CE}-g}$$

cenama obeh vrst virov financiranja, ki odraža dejstvo, da pričakujejo investitorji višji donos za (trajni) lastniški kapital zaradi njegove tveganosti. Ocena premije za tveganje lahko temelji na zgodovinskih podatkih ali na prihodnjih pričakovanih vrednostih. Pri zgodovinskih podatkih moramo pazljivo izbrati časovno obdobje, saj se dosežene donosnosti virov financiranja v različnih obdobjih razlikujejo in ni nikakršnega zagotovila, da bodo prihodnji donosi enaki preteklim. Z ocenjevanjem pričakovanih premij za tveganje se ukvarjajo mnoga finančno-svetovalna podjetja, vendar se končne vrednosti med svetovalci razlikujejo glede na vhodne podatke ter uporabljen metodološki pristop.

$$k_{CE} = YTM + RP$$

Pri čemer pomeni:

- YTM – donosnost obveznic do dospelja (angl. yield to maturity);
- RP – ocenjena premija za tveganje.

Za ocenjevanje stroška navadnega lastniškega kapitala se najpogosteje uporablja **model določanja cen dolgoročnih naložb – CAPM**. Strošek navadnega lastniškega kapitala je definiran kot seštevek donosnosti netvegane naložbe in premije za tveganje (Young, O'Byrne, 2000, str. 165)⁴²:

$$k_{CE} = k_{rf} + [k_M - k_{rf}] * \beta$$

Pri čemer pomeni:

- k_{rf} – donosnost netvegane naložbe (angl. risk-free rate of return);
- k_M – donosnost tržnega premoženja (angl. market rate of return);
- $(k_M - k_{rf})$ – tržna premija za tveganje;
- β – koeficient tveganosti posamezne naložbe (delnice) v primerjavi s tržno (povprečno tvegano) naložbo.

Osnovni CAPM temelji na nekaj poenostavitvenih predpostavkah, ki zagotavljajo, da so si akterji na trgu kapitala čim bolj podobni in se pomembneje razlikujejo le po začetni vrednosti premoženja in nagnjenosti k tveganju.⁴³ Lastnik posamezne delnice na trgu bo zahteval donosnost, ki je višja od netvegane donosnosti. Premija za tveganje je odvisna od tržne premije za tveganje ter od sistematičnega tveganja posamezne delnice v lasti investitorja, ki je izražena s koeficientom β .

⁴² Pri stroških navadnega lastniškega kapitala teoretično izračunavamo pričakovano donosnost tvegane naložbe ($E(k_{CE})$), zato je enačbo modela CAPM verjetno primerneje zapisati kot: $E(k_{CE}) = k_{rf} + [E(k_M) - k_{rf}] * \beta$, kjer v izračunu upoštevamo pričakovano donosnost tržnega premoženja ($E(k_M)$).

⁴³ Predpostavke, na katerih temelji CAPM, zagotavljajo veliko število investitorjev na trgu kapitala, ki nimajo vpliva na ceno. Hkrati imajo vsi investitorji možnost izbire - izbirajo samo med investicijami v tvegane in netvegane finančne naložbe ter vrednostne papirje v svojem portfoliju držijo enako časa. V modelu tudi ni davkov in transakcijskih stroškov. Investitorji se racionalno obnašajo in imajo homogena pričakovanja glede donosnosti ter tveganja vrednostnih papirjev (Bodí, Kane, Marcus, 1999, str. 251).

Ker so si strokovnjaki enotni, da popolnoma netvegane naložbe v realnosti ni, so se pri izbiri **netvegane donosnosti** odločili za uporabo državnih vrednostnih papirjev. Čeprav država jamči za svoje obveznosti na podlagi izdanih vrednostnih papirjev, je njihova donosnost odvisna od razmer na trgu. Pri izbiri med dolgoročnimi in kratkoročnimi državnimi vrednostnimi papirji imajo dolgoročne državne obveznice kar nekaj prednosti pred kratkoročnimi zakladnimi menicami.⁴⁴ Priporočila o ročnosti dolgoročnih državnih obveznic se med avtorji razlikujejo: Brigham, Gapenski in Daves (1999, str. 155) na primer svetujejo uporabo donosnosti dvajsetletnih državnih obveznic, medtem ko Copeland, Koller in Murrin (2000, str. 216) zagovarjajo tridesetletne državne obveznice.

Vlagatelji tveganju običajno niso naklonjeni, zato za višje tveganje zahtevajo višjo donosnost. Naložba v lastniške vrednostne papirje je bolj tvegana od naložbe v dolžniške vrednostne papirje, zato je razumljivo, da bo zahtevana donosnost na lastniški vrednostni papir višja od zahtevane donosnosti dolžniškega papirja. Najprej moramo ugotoviti, koliko donosnosti nad netvegano bodo investitorji zahtevali za investiranje v lastniške vrednostne papirje. Ta razlika, ki predstavlja **tržno premijo za tveganje**, se lahko ugotavlja na podlagi zgodovinskih podatkov ali ex-ante ocen (Stewart, 1991, str. 436-439). Podjetje Ibboston Associates na primer spremlja podatke o povprečnih letnih donosnostih nekaterih vrednostnih papirjev na kapitalskem trgu ZDA ter izračunava tržno premijo za tveganje kot razliko med donosnostjo dvajsetletnih državnih obveznic in delnic indeksa Standard and Poor's 500. Le-ta je v obdobju od leta 1926 do 1989 znašala 5,8 % (Stewart, 1991, str. 438) in v obdobju od leta 1926 do 1997 7,8 % (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 156). Opiranje na zgodovinske podatke ima svoje omejitve, saj podatki glede na izbrano obdobje nihajo ter ni nobenih zagotovil, da bodo prihodnji donosi enaki preteklim. Tržno premijo za tveganje je zato bolje ugotoviti s pomočjo modela diskontiranih denarnih tokov, s katerim se oceni pričakovano donosnost tržnega premoženja ($E(k_M)$). Tudi te ocene, ki jih objavljajo nekatera podjetja, kot na primer Bloomberg in Value Line, imajo omejitve. Prvič gre za ocene finančnih analitikov in ne investitorjev. Ta problem ni posebno velik, saj velja, da investitorji svoje mnenje navadno oblikujejo na podlagi napovedi analitikov. Večji problem so različne ocene pričakovane donosnosti tržnega premoženja različnih finančno-svetovalnih podjetij. Rešitev je lahko v izračunu povprečja iz ocen različnih podjetij (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 157).

Za izračun stroška navadnega lastniškega kapitala potrebujemo še **koeficient β** , ki je definiran kot mera občutljivosti donosnosti posamezne delnice (ali portfelja delnic) glede na donosnost tržnega premoženja. Pri tem se najprej postavi vprašanje, kako opredeliti tržno premoženje. V realnosti v tržno premoženje ni mogoče vključiti vseh delnic, s katerimi se trguje na trgu

⁴⁴ Izbira dolgoročnih državnih obveznic temelji na sledečih argumentih. Dolgoročne državne obveznice vsebujejo dolgoročna inflacijska pričakovanja, zato njihova donosnost manj variira od donosnosti kratkoročnih zakladnih menic. Hkrati so dolgoročna inflacijska pričakovanja primernejša za investicijska obdobja investitorjev v lastniške vrednostne papirje, ki so ponavadi daljša. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic je tudi manj občutljiva na ukrepe monetarne politike. Empirični rezultati so pokazali boljše ocene stroškov navadnega lastniškega kapitala ob uporabi dolgoročnih državnih papirjev. CAPM je namenjen ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala v nekem obdobju in ker so ta obdobja praviloma daljša, je uporaba dolgoročnih državnih obveznic ustrežnejša od kratkoročnih zakladnih menic (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 154-155).

kapitala, zato se uporablja hipotetično premoženje, sestavljeno iz vzorca delnic, ki kotirajo na trgu kapitala posamezne države. Ponavadi se uporablja splošni borzni (delniški) indeks, kjer so deleži delnic v vzorcu v skladu z deležem tržne kapitalizacije posamezne delnice, uvrščene v indeks. Najpomembnejše je, da borzni indeks, uporabljen za izračun koeficienta β , dobro ponazarja celotno razpoložljivo premoženje na organiziranem trgu kapitala, to je tržno premoženje (Kleindienst, 1999, str. 31).

Koeficient β odraža prispevek posamezne delnice k varianci tržnega premoženja kot delež celotne variance tržnega premoženja. Izračunamo ga kot razmerje med kovarianco donosnosti posamezne delnice in donosnosti tržnega premoženja ter varianco donosnosti tržnega premoženja. To razmerje predstavlja vrednost regresijskega koeficienta v enostavnem linearnem regresijskem modelu, v katerem kot odvisna spremenljivka nastopajo presežne donosnosti delnice v minulem obdobju (to so donosnosti nad donosnostjo netvegane naložbe), kot neodvisna spremenljivka pa presežne donosnosti izbranega borznega indeksa (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 258).⁴⁵

$$\beta_D = \frac{\text{Cov}(k_D, k_M)}{\sigma_M^2}$$

Pri čemer pomeni:

- β_D – koeficient β posamezne delnice;
- k_D – donosnost posamezne delnice;
- k_M – donosnost tržnega premoženja.

Na gornji način opredeljeni koeficient β meri sistematično tveganje posamezne delnice, to je tveganje, ki je posledica dejavnikov, kateri vplivajo na vse naložbe na nekem trgu kapitala (makroekonomske spremenljivke), in ga z razpršitvijo premoženja ni mogoče odpraviti. To pomeni, da CAPM investitorja na učinkovitem trgu kapitala nagradi le za prevzemanje sistematičnega tveganja. Donosnost, ki jo zahtevajo investitorji, je ponavadi pozitivno odvisna od višine koeficienta β , saj večina investitorjev tveganju ni naklonjena in se za lastništvo bolj tvegane naložbe odločijo le ob pričakovani višji donosnosti. Donosnost delnice, ki ima vrednost koeficienta β ena, se bo gibala enako kot donosnost povprečno tvegane delnice na trgu, njuni tveganji pa bosta enaki. Če je vrednost koeficienta β višja (nižja) od ena, je tveganje delnice višje (nižje) od tveganja tržnega premoženja in se ob spremembi donosnosti tržnega premoženja donosnost delnice spremeni bolj (manj) kot donosnost povprečno tvegane delnice.

Precejšen problem kazalnika β predstavlja osnova za njegov izračun, ki temelji na preteklih podatkih o donosnosti posamezne delnice in tržnega premoženja. Investitorje predvsem zanima prihodnji, ne pa pretekli koeficient delnice. Čeprav so raziskave v tujini pokazale, da

⁴⁵ V praksi se koeficient β izračuna z uporabo linearnega regresijskega modela med celotno donosnostjo delnice in celotno donosnostjo izbranega borznega indeksa (Kleindienst, 1999, str. 31).

so pretekle vrednosti koeficienta β soliden napovedovalec prihodnjih vrednosti, so ugotovili tudi, da s časom vrednosti koeficienta β posameznih delnic konvergirajo k ena. Na podlagi tega argumenta so teoretiki razvili metodo za prilagoditev zgodovinske vrednosti koeficienta β ⁴⁶ (Kleindienst, 1999, str. 31).

Na nerazvitih trgih kapitala vsebinsko pravi koeficienta β skoraj ni mogoče izračunati. Ključni problem so vhodni podatki, ki so lahko rezultat nelikvidnega trga, vplivov na tržne cene, nekorektnih transakcij ipd. ali pa niso na voljo za dovolj dolgo časovno obdobje. V tem primeru si analitiki in investitorji pomagajo s koeficienti tujih podjetij z razvitih trgov in sorodnih panog, a jih vsebinsko prilagodijo konkretno obravnavanemu podjetju. Ker se podjetja razlikujejo po strukturi virov financiranja, je potrebno vrednost koeficienta β najprej prilagoditi za primer nezadolženosti po Hamadovem obrazcu (Grant, Abate, 2001, str. 113):

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

Pri čemer pomeni:

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

Izračunani koeficient β_N odraža le tisto tveganje delnice, ki je posledica poslovnega tveganja podjetja. Da bi dobili vrednost koeficienta za konkretno obravnavano podjetje, moramo vrednost koeficienta β_N vsebinsko popraviti za zadolženost (finančno tveganje) obravnavanega podjetja in zgornji obrazec preoblikovati. S takšnim pristopom si je mogoče pomagati tudi pri izračunavanju stroškov lastniškega kapitala slovenskih podjetij.

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

Podobno kot drugi modeli v ekonomski teoriji ima tudi CAPM svoje prednosti in omejitve, hkrati pa v finančni teoriji o tem modelu ni soglasja. Prvi dvomi so se pojavili na račun precej omejujočih (nerealističnih) predpostavk, čeprav jih vsaj ameriški trg kapitala, deloma pa tudi preostali veliki razviti trgi kapitala, izpolnjujejo dovolj dobro, da so podane možnosti za zadovoljivo delovanje modela (Kleindienst, 1999, str. 31). Druga slabost modela so vhodni podatki, ki izvirajo iz preteklih obdobj in so edini na voljo, kar pa ni skladno z ex-ante logiko modela (Young, O'Byrne, 2000, str. 165). Izračun koeficienta β in netvegane stopnje donosa

⁴⁶ V namen prilagoditve se zgodovinska vrednost koeficienta β pomnoži z 2/3, čemur se prišteje še 1/3 (=1*1/3). Slednje odraža dejstvo, da vrednosti β v času konvergirajo k ena (Kleindienst, 1999, str. 31).

je močno odvisen od uporabljene metodologije, zato so rezultati modela CAPM lahko tudi napačni. Najodmevnejše sta na dvome o modelu opozorila Fama in French (1992), katerih rezultati niso potrdili pozitivne povezanosti povprečnih donosnosti delnic in β koeficientov, čeprav je prve objave kritik zaslediti že v osemdesetih. Kljub naštetim pomanjkljivostim sodi CAPM med najpogosteje uporabljene modele, pri vsem tem pa je najbolj bistveno, da se predpostavk in omejitev pri uporabi zavedamo.

3.4 Tržna dodana vrednost

Za boljše razumevanje ekonomske dodane vrednosti je pomembno predstaviti tudi tržno dodano vrednost (angl. market value added - MVA), ki predstavlja razliko med tržno vrednostjo podjetja in knjigovodsko vrednostjo celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega), vloženega v podjetje (Grant, 2003, str. 5):

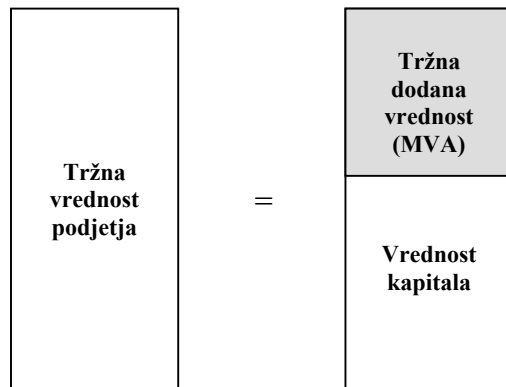
$$\text{tržna dodana vrednost} = \text{tržna vrednost podjetja} - \text{knjigovodska vrednost kapitala}$$

Tako tržno dodano vrednost kot ekonomsko dodano vrednost uvrščamo med merila, orientirana k ustvarjanju vrednosti. Management, ki zasleduje cilj ustvarjanja vrednosti za lastnike, mora delovati tako, da bo maksimiziral tržno dodano vrednost podjetja. To ni enako maksimizaciji vrednosti podjetja, ki jo enostavno dosežemo z investiranjem vedno večjih vsot. Kadar podjetje sveže zbrani kapital investira v projekt, katerega donos ravno pokrije stroške kapitala, se vrednosti podjetja in kapitala povečata za investirano vsoto, medtem ko ostane tržna dodana vrednost nespremenjena. Slednja se poveča samo, če investirani kapital zasluži donos, ki je večji od stroškov tega kapitala, če se torej investira v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Kadar podjetje sveže zbrani kapital investira v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo, to zmanjšuje tržno dodano vrednost ter uničuje vrednost lastnikov. Koncept tržne dodane vrednosti tako opozarja, da rast sama zase ne ustvarja vrednosti. Vrednost ustvarja samo takrat, ko strategija rasti zagotavlja dodatno vrednost, ki presega dodatno investirani kapital, kar pomeni investiranje v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (Young, 1997, str. 336).

Teoretično je tržna dodana vrednost definirana kot vsota diskontiranih pričakovanih prihodnjih ekonomskih dodanih vrednosti podjetja. Je kumulativno merilo uspešnosti, saj pokaže ustvarjeno vrednost v podjetju od njegove ustanovitve. Tržna dodana vrednost je kategorija, ki se na podlagi ekonomske uspešnosti poslovanja podjetja oblikuje na trgu. Akterji na trgu upoštevajo svoja pričakovanja o prihodnjih ekonomskih dodanih vrednostih, ki jih podjetje lahko doseže, in ta pričakovanja se odražijo v tržnih cenah vrednostnih papirjev na trgu kapitala (Stewart, 1991, str. 154). Takšna opredelitev pokaže neposredno povezanost ekonomske dodane vrednosti s pravo vrednostjo podjetja, zato je pričakovati, da bodo cene delnic podjetij s pozitivno ekonomsko dodano vrednostjo naraščale, saj pozitivni dobiček po odštetu stroškov celotnega kapitala povečuje tržno dodano vrednost podjetja, obratno pa naj

bi veljalo za cene delnic podjetij z negativno ekonomsko dodano vrednostjo (Grant, 2003, 5). Slika 3.2 grafično ponazarja definicijo tržne dodane vrednosti podjetja.

Slika 3.2: Tržna dodana vrednost podjetja.



Vir: Stewart, 1991, str. 154.

Tržna dodana vrednost meri poslovno uspešnost podjetja z dolgoročnega vidika in predstavlja strateško merilo, ki pokaže celotno ustvarjeno vrednost podjetja od njegovega nastanka do trenutka izračuna tržne dodane vrednosti. Na drugi strani meri ekonomska dodana vrednost poslovno uspešnost (ustvarjeno vrednost) na letni ravni, zato je zanimanje za ta koncept večje. Tržna dodana vrednost je manj primerna za ocenjevanje uspešnosti managementa in nagrajevanje njegovega dela kot ekonomska dodana vrednost. Ekonomsko dodano vrednost je mogoče uporabiti kot merilo poslovne uspešnosti na vseh ravneh podjetja (od uprave do najnižjih ravni v podjetju), medtem ko se tržna dodana vrednost izračunava za podjetje kot celoto. Ob tem je pomanjkljivost tržne dodane vrednosti tudi v tem, da je merilo mogoče izračunati samo za podjetje (ali njegov del), s katerim se javno trguje na kapitalskem trgu (Young, 1997, str. 336).

Young in O'Byrne (2000, str. 31-34) navajata dve pomembni omejitvi tržne dodane vrednosti kot merila poslovne uspešnosti, in sicer zanemarjanje oportunitetnih stroškov kapitala, investiranega v podjetje, ter zanemarjanje predhodnih izplačil (na primer dividend) delničarjem. Kot alternativno kumulativno merilo ustvarjene vrednosti predlagata merilo presežnega donosa, ki izraža razliko med dejansko in pričakovano vrednostjo na koncu izbranega obdobja. Vendar je tudi presežni donos mogoče izračunati samo za celoto podjetje, s katerim se javno trguje. Ker sta tako tržna dodana vrednost in presežni donos spremenljivki stanja, nista primerni za ocenjevanje in nagrajevanje dela managerjev, saj za to potrebujemo spremenljivke toka. Problem je mogoče rešiti z uporabo ekonomske dodane vrednosti, ki je spremenljivka toka, jo je možno izračunati za posamezne dela podjetja in obenem motivira k ustvarjanju vrednosti.

3.5 Sistemi nagrajevanja, temelječi na ekonomski dodani vrednosti

Zagovorniki ekonomske dodane vrednosti so si enotni, da zgolj uvedba merila, orientiranega k ustvarjanju vrednosti, ni dovolj za učinkovito doseganje tega cilja, ampak je nujna vezava tega merila s sistemom nagrajevanja zaposlenih, predvsem managerjev.⁴⁷ Dober sistem bo približal cilje lastnikov in managerjev, zagotovil potrebne motivacijske vzvode za managerje, omejil tveganje, da bo manager odšel, ter minimiziral stroške lastnikov (Ehrbar, 1998, str. 95). Nagrajevanje zaposlenih na podlagi ekonomske dodane vrednosti Ehrbar poimenuje celo kot »delavski kapitalizem«, saj naj bi se tak sistem uvedlo na vseh ravneh podjetja – od vrhnjega managementa do delavcev v proizvodnji.

Nagrade managerjev so odvisne od (preteklih) doseženih rezultatov in ne od rezultatov, ki naj bi jih managerji dosegli v prihodnosti. Tukaj naletimo na neskladje, saj trg kapitala na eni strani vrednoti podjetja na podlagi prihodnjih pričakovanj, medtem ko so za merila uspešnosti in na njih temelječe sisteme nagrajevanja ključni že doseženi rezultati. Ob neustrezno izbranih merilih poslovanja se zato pojavi veliko tveganje, da bodo spodbude vodile managerje v napačno smer in ne k večanju vrednosti za lastnike. Uporaba meril uspešnosti, orientiranih k ustvarjanju vrednosti, lahko to tveganje zmanjša in spodbudi managerje k dejavnostim, ki pripomorejo k večanju vrednosti za lastnike (Young, O'Byrne, 2000, str. 28). Kadar sistem nagrajevanja poudarja zgolj močne spodbude in pozabi na usklajevanje interesov, lahko managerji z maksimiranjem sedanje uspešnosti ogrozijo prihodnjo uspešnost ali ji celo škodijo.

Pri klasičnih sistemih nagrajevanja managerjev, ki temeljijo na drugih merilih uspešnosti in ne na ekonomski dodani vrednosti, ponavadi velja, da je izplačana nagrada pri večji uspešnosti večja. Hkrati je v sistemu določena ciljna nagrada,⁴⁸ ki jo manager prejme, ko doseže ciljno vrednost merila uspešnosti. Dokler ciljna uspešnost (spodnja meja) ni dosežena, je nagrada nič. Z izboljševanjem uspešnosti se nagrada povečuje, vendar samo do zgornje meje uspešnosti, pri kateri se izplača najvišja možna nagrada – povečanje uspešnosti nad zgornjo mejo nagrade ne poveča (Stewart, 1991, str. 233). Prvi problem takšnih sistemov so merila uspešnosti (dobiček iz poslovanja, donosnost kapitala ipd.), ki niso tako prepričljivo povezana z vrednostjo za delničarje kot ekonomska dodana vrednost (Young, O'Byrne, 2000, str. 131-133). Naslednjo omejitev predstavlja določanje vsakoletnih ciljev, ki se določajo s pogajanjem in na podlagi preteklega poslovanja. V takšnem sistemu tveganja praktično ni. V primeru, ko spodnja meja ni dosežena, management ne realizira nagrade, vendar meja za prihodnje obdobje, ob predpostavki, da se ciljne vrednosti postavljajo na podlagi preteklega

⁴⁷ V razdelku se bomo večinoma osredotočali na sisteme nagrajevanja managerjev, čeprav celovito uvajanje sistema nagrajevanja na podlagi ekonomske dodane vrednosti predvideva vključitev vseh zaposlenih v podjetju. Govorili bomo o sistemih nagrajevanja (angl. incentive compensation plans), pri čemer bomo z nagradami razumeli tisto, kar zaposleni dobi poleg plače – zaradi uspešnosti ali kakšnega drugega merila.

⁴⁸ Nagrada je lahko merjena v odstotku osnovne plače (na primer Stewart, 1991), ali pa v denarnih enotah (na primer Copeland, Koller, Murrin, 2000).

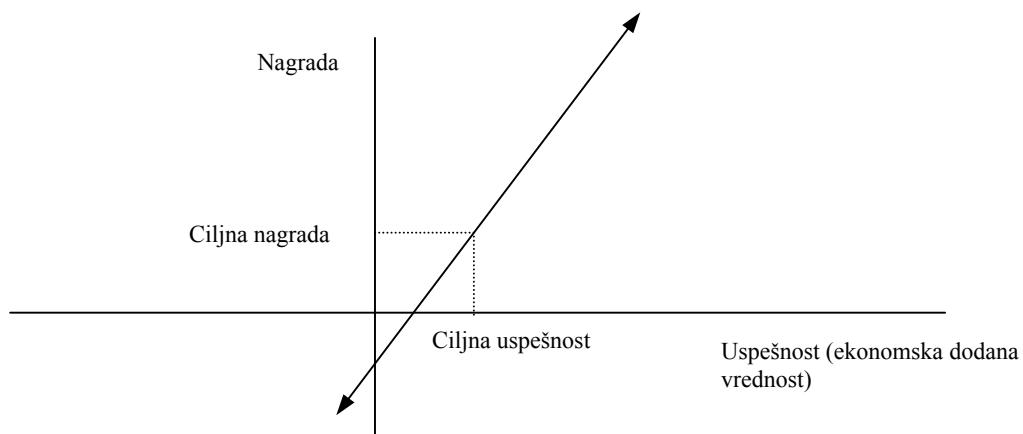
poslovanja, verjetno ne bo bistveno višja od tiste v tekočem obdobju. Tudi preseganje zgornje meje ni racionalno, saj manager za takšno preseganje v tekočem obdobju ne bo nagrajen, hkrati pa se mu lahko zmanjša kredibilnost zaradi prenizko postavljenih ciljev. Ob prej omenjeni predpostavki se bo povečala tudi ciljna vrednost za naslednje obdobje (Stewart, 1991, str. 234). Hkrati klasični sistemi nagrajevanja, pri katerih je fiksni del prejemkov večji od variabilnega dela, spodbujajo managerje k velikosti podjetja in ne k ustvarjanju vrednosti za lastnike. Velikost podjetja in fiksni del izplačil naj bi bila namreč pozitivno povezana, to pa naj bi posledično povečalo tudi variabilni del prejemkov (Ehrbar, 1998).

Sistemi plačevanja, temelječi na ekonomski dodani vrednosti, so se s časom razvijali in postajali bolj zapleteni. Najenostavnejše oblike sistemov managementu kot nagrado izplačajo stalen odstotek dosežene ekonomske dodane vrednosti, kar pomeni visok motivacijski vzvod za managerje. Ker omejitve navzgor ni, pri dobrih podjetjih to lahko povzroči visoke stroške lastnikov. Še večja težava tega enostavnega sistema je neupoštevanje pričakovanega izboljšanja ekonomske dodane vrednosti. Če se dodana vrednost podjetja poveča manj kot so lastniki pričakovali, so le-ti izgubili (cena delnic pade), managerji pa so kljub temu prejeli nagrado. V naslednji stopnji je formula za izračun nagrade zato sestavljena iz dveh delov: manager je upravičen do (manjšega) odstotka dosežene ekonomske dodane vrednosti in (večjega) odstotka izboljšanja ekonomske dodane vrednosti. Odstotek dosežene vrednosti poskrbi, da je nagrada dovolj konkurenčna, velik odstotek izboljšanja pa predstavlja visok motivacijski vzvod. Pri »najmodernejših« sistemih nagrajevanja, temelječih na ekonomski dodani vrednosti, je nagrada še vedno sestavljena iz dveh delov: ciljne nagrade, ki jo manager prejme, če ekonomsko dodano vrednost izboljša v skladu s pričakovanji lastnikov, ter odstotka presežnega izboljšanja ekonomske dodane vrednosti, to je tistega nad pričakovanim izboljšanjem (Young, O'Byrne, 2000, str. 135-142). Avtorji ekonomske dodane vrednosti poudarjajo pomembno dejstvo, da se mora zaslužena nagrada najprej prenesti v tako imenovano »nagradno banko«, dejansko izplačilo pa je odvisno od stanja v »banki«.

Osnovne značilnosti »moderne« nagrajevanja, ki temelji na ekonomski dodani vrednosti, so (Stewart, 1991, str. 228):

- managerji so nagrajeni za izboljšanje ekonomske dodane vrednosti nad pričakovanim izboljšanjem oziroma kaznovani (z negativno nagrado), če pričakovanja niso dosežena. Vezava nagrad na izboljšave ekonomske dodane vrednosti pomeni jasno in močno povezavo med nagrado managerjev in nagrado lastnikov podjetja;
- nagrade niso omejene niti navzgor niti navzdol, tako kot niso omejene nagrade lastnikom;
- ciljne vrednosti merila uspešnosti, to je ekonomske dodane vrednosti, se vsako leto določijo po ustaljeni formuli in ne z dogovarjanjem;
- sistem nagrajevanja se izvaja s pomočjo »nagradne banke«, v kateri se zadrži del zaslužene nagrade.

Slika 3.1: Sistem nagrajevanja managerjev, temelječ na ekonomski dodani vrednosti.



Vir: Prirejeno po Young, O'Byrne, 2000, str. 139.

Pomen »nagradne banke« bomo razložili s primerom preprostega sistema plačevanja, ki je grafično ponazorjen v sliki 3.1. Za doseganje ciljne uspešnosti, managerju pripada ciljna nagrada. Če je cilj presežen, dobi manager višjo nagrado, če cilj ni dosežen, pa dobi manjšo nagrado, ki je lahko tudi negativna, kar pa zaradi »nagradne banke« ne pomeni, da mora del svoje plače vrniti podjetju. Pomembno je, da gre nagrada pred izplačilom v »nagradno banko« in se prišteje stanju na banki. Del stanja se izplača managerju, ostalo se prenese v naslednje obdobje, pri čemer so lahko načini izplačil iz »nagradne banke« bolj ali manj zapleteni (Stewart, 1991, str. 238). Predstavili bomo enostaven primer, kjer se izplača ena tretjina stanja, kar pomeni, da se dosežena nagrada izplača v treh letih. Če si manager v prvem poslovnem obdobju zasluži nagrado v vrednosti 100 denarnih enot, gre ta vrednost najprej v »nagradno banko«, ki managerju nato izplača 33 denarnih enot nagrade, medtem ko 67 denarnih enot ostane v banki do naslednjega obdobja. Če si manager v drugem obdobju spet prisluži nagrado za uspešnost v višini 100 denarnih enot, gre ta znesek v banko, ki izkazuje novo stanje v višini 167 denarnih enot. Ena tretjina od tega bo izplačana managerju, to je 56 denarnih enot, preostanek pa ostane v banki (111 denarnih enot). Če si manager v tretjem obdobju zaradi slabega poslovanja prisluži negativno nagrado, na primer v višini 20 denarnih enot, to pomeni zmanjšanje stanja v »nagradni banki«, a je ena tretjina tega pozitivnega stanja vseeno izplačana (30 denarnih enot) (GV Izobraževanje, 2003).

Osnova za realizacijo nagrade je lahko doseganje ciljne ekonomske dodane vrednosti (kot v primeru slike 3.1), ki je lahko enaka ali večja od vrednosti v predhodnem obdobju, negativna ali pozitivna, odvisno od notranjih in zunanjih dejavnikov. Ciljna ekonomska dodana vrednost se izračuna s pomočjo vnaprej določene formule. Ciljne vrednosti je možno tudi opustiti ter nagrado namesto tega izračunati kot vsoto odstotka (presežne) letne spremembe ekonomske dodane vrednosti ter odstotka dosežene ravni, če je ekonomska dodana vrednost pozitivna.

V obdobju, ko bo podjetje uspešno poslovalo, bo manager nagrajen podobno kot delničar: z večjim izplačilom nagrade, ki je ekvivalentna izplačilu dividende, ter povečanjem »bančnega

saldo«, ki je ekvivalenten apreciaciji cene delnice. V slabem poslovnem obdobju bo rezultat obraten, saj bosta tako izplačilo nagrade kot saldo zmanjšana. Na ta način se ekstremi v poslovnem ciklu zgladijo, hkrati pa se podaljša managerjev horizont pri odločanju (Stewart, 1991, str. 239).

Pri takšnem sistemu nagrajevanja je zaznati kar nekaj prednosti. Management je nagrajen za doseganje oziroma preseganje postavljenih ciljev ter ustrezno kaznovan za nedoseganje ciljev. Merilo, na katerem temelji nagrajevanje, je razumljivo in managerji nanj lahko vplivajo. Podjetje bo na ta način uspelo zadržati dobre managerje, saj bi le-ti v primeru predčasnega odhoda iz podjetja izgubili vsaj del nagrad, zbranih na računu »nagradne banke«. Slabim managerjem se bo saldo zmanjševal, s tem pa tudi izplačilo nagrade, zato bodo podjetje prej ali slej zapustili. Odpravljena je tudi potreba po dveh sistemih nagrajevanja (dolgoročnem in kratkoročnem sistemu), tako da se managerji lahko osredotočijo le na en sistem. Avtomatsko določanje ciljnih vrednosti zmanjšuje eksplicitne ter implicitne stroške, ki nastajajo pri načrtovanju oziroma pogajanjih o ciljnih vrednostih (stroški iz naslova manipulacije predračunov, izgube časa zaradi pogajanj ipd.). S tem ko se vsi deli podjetja osredotočajo na povečevanje ekonomske dodane vrednosti, se izognemo problemu zasledovanja različnih ciljev. Poenotijo se tako cilji lastnikov in managerjev kot tudi cilji posameznih divizij, oddelkov oziroma drugače opredeljenih enot v podjetju (Ehrbar, 1998, str. 96-97).

Sistemi nagrajevanja, temelječi na ekonomski dodani vrednosti, imajo največji pomen pri nagrajevanju managerjev, čeprav snovalci ekonomske dodane vrednosti poudarjajo, da je tudi del prejemkov ostalih zaposlenih smiselno vezati na ustvarjanje vrednosti. Ta delež naj bo pri zaposlenih manjši, nagrada pa naj bo vezana na posamezne elemente, ki vplivajo na ekonomsko dodano vrednost in na katere imajo zaposleni neposreden vpliv. Vezava nagrade na ekonomsko dodano vrednost celotnega podjetja ali oddelka za zaposlene na nižjih organizacijski ravneh ni primerno merilo.

3.5.1 Standardizacija ekonomske dodane vrednosti

Ekonomska dodana vrednost je izražena v denarnih enotah (absolutno), kar onemogoča primerjave med podjetji oziroma njihovimi enotami različnih velikosti. To pomanjkljivost je mogoče odpraviti s standardizacijo, pri kateri se upošteva skupna raven poslovno investiranega kapitala. Najprej je potrebno izbrati časovno obdobje, v katerem želimo primerjati podjetja. Za poslovna leta tega obdobja, od katerih prvo poslovno leto imenujemo bazno, moramo poznati vrednost poslovno investiranega kapitala na začetku poslovnega leta, doseženo donosnost ter pričakovano donosnost. Standardizirano vrednost ekonomske dodane vrednosti v posameznem poslovnem letu izračunamo tako, da razliko med doseženo in pričakovano donosnostjo pomnožimo z razmerjem med začetno vrednostjo poslovno

investiranega kapitala tekočega leta in začetno vrednostjo poslovno investiranega kapitala baznega leta, ki ga pomnožimo s 100 (Stewart, 1991, str. 167-172)⁴⁹:

$$\text{standardizirana ekonomska dodana vrednost}_t = (\text{ROIC}_t - \text{WACC}_t) * \text{IC}_t / \text{IC}_0 * 100$$

Tako izračunana standardizirana ekonomska dodana vrednost je še vedno izražena absolutno, vendar predpostavlja, da so vsa podjetja v baznem letu pričela s 100 denarnimi enotami poslovno investiranega kapitala. V baznem letu predstavlja standardizirana vrednost le razliko med doseženo in pričakovano donosnostjo, medtem ko se v naslednjih letih povečuje, če pride do izboljšanja dosežene donosnosti v primerjavi s pričakovano donosnostjo, če je dodatno investirani kapital naložen produktivno ali če pride do dezinvestiranja kapitala v nedonosnih dejavnostih. Na ta način z eno samo vrednostjo izrazimo tridimenzionalno merilo.

Stewart (1991, str. 244) pri sistemih nagrajevanja priporoča, da se uspešnost poslovanja meri s standardiziranimi vrednostmi, ravno tako naj se s standardiziranimi vrednostmi določijo ciljne vrednosti.

3.6 Uporaba ekonomske dodane vrednosti in njeno uvajanje

Do danes se je ekonomska dodana vrednost razvila iz finančnega koncepta v integralni strateško-organizacijski koncept. V najbolj razviti različici je le-tega mogoče uporabljati na različnih področjih.

Najpogosteje se ekonomska dodana vrednost uporablja kot **merilo ekonomske uspešnosti** podjetja kot celote. Za podjetje s pozitivno (negativno) ekonomsko dodano vrednostjo lahko trdimo, da je v preteklem poslovnem obdobju ustvarilo (izgubilo) dodatno vrednost za svoje lastnike. Podobno je mogoče ekonomsko dodano vrednost uporabljati kot merilo ekonomske uspešnosti posameznih delov podjetja (poslovnih enot, prodajnih programov ipd.), saj se lahko tveganja različnih poslovnih enot zaradi različnih dejavnosti razlikujejo in ima vsaka svoj strošek kapitala. Uporaba ekonomske dodane vrednosti omogoča upoštevanje teh različnih stroškov kapitala in managementu pokaže, katere poslovne enote ustvarjajo vrednost v podjetju in katere vrednosti ne ustvarjajo, ali pa jo celo uničujejo. Potem je potrebno sprejeti odločitev, kaj storiti z enotami, ki vrednosti ne ustvarjajo, pri čemer je glavno vodilo povečati ekonomsko dodano vrednost celotnega podjetja (Javornik, 2003; Bolčič, Cerjak, 1999).

Pri sprejemanju poslovnih strategij naj management izbere tisto, ki bo podjetju ponudila največ možnosti za ustvarjanje vrednosti. Tako je koncept ekonomske dodane vrednosti primeren tudi kot **orodje za ocenjevanje ustreznosti in izbiro poslovnih strategij**. Ekonomska dodana vrednost se lahko uporablja tudi pri **ocenjevanju smotrnosti združevanj, prevzemov, nakupov ali izločitev** (delov) podjetij. Management podjetja s

⁴⁹ Podoben proces standardizacije je mogoče opraviti tudi za tržno dodano vrednost (glej na primer Stewart, 1991, str. 173).

pomočjo ekonomske dodane vrednosti ugotavlja, ali bo morebitna odločitev prispevala k povečanju ekonomske dodane vrednosti, torej k ustvarjanju vrednosti za lastnike (Bolčič, Cerjak, 1999).

Ekonomska dodana vrednost lahko služi tudi kot **model vrednotenja podjetij**. Ko se obstoječi in potencialni lastniki podjetja odločajo o nadaljnjih vlaganjih v podjetje, o morebitnih prevzemih ali prodajah, ocenjujejo (tržno) vrednost podjetja na podlagi pričakovanj o prihodnjem poslovanju podjetja. Če se prihodnje poslovanje ocenjuje s pomočjo prihodnjih ekonomskih dodanih vrednosti, njihova sedanja vrednost predstavlja tržno dodano vrednost, ki je kumulativno merilo ustvarjene vrednosti (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Podobno velja za **ocenjevanje investicijskih projektov**, kjer je najpraviše, če si podjetje pomaga z uporabo metode diskontiranja denarnih tokov. Podjetje, ki maksimira vrednost za svoje lastnike, naj sprejema le investicijske projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Avtorji koncepta ekonomske dodane vrednosti trdijo, da so projekti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo tisti, ki imajo tudi pozitivno ekonomsko dodano vrednost, in nekatere raziskave (na primer Shrieves, Wachowicz, 2001) so to ekvivalentnost tudi potrdile. Na drugi strani nekateri avtorji opozarjajo, da povezanost neto sedanje vrednosti in ekonomske dodane vrednosti ni tako preprosta (na primer Dillon, Owers, 1997).

Ravno tako si podjetje z ekonomsko dodano vrednostjo pomaga pri **oblikovanju politike dividend**. Med dejavniki, ki jih podjetje upošteva pri delitvi dobička, je na pomembnejšem mestu možnost dovolj produktivnega vlaganja zadržanega dobička. Ob zadržanju dobička mora podjetje namreč imeti na voljo dovolj donosne investicijske projekte, ki bodo ustvarjali pozitivno ekonomsko dodano vrednost in večali vrednost premoženja lastnikov. Če ustreznih projektov ni na voljo, je boljše, da se ustvarjeni dobiček v celoti izplača delničarjem (Stern Stewart & Co., 2003).

Ekonomska dodana vrednost je tudi **orodje vladanja podjetjem**, saj se lahko uporablja za ocenjevanje rezultatov managementa (na različnih ravneh) ter je tako podlaga za njegovo nagrajevanje. Zagovorniki ekonomske dodane vrednosti pripisujejo temu konceptu posebno uporabno vrednost prav pri spremljanju in nagrajevanju managerjev. Agentski problem med managerji in lastniki lahko slednji učinkovito rešijo s primernim sistemom nagrajevanja managerjev, s katerim želijo motivirati, nagraditi in zadržati sposobne managerje ter »zavarovati« svoje premoženje, zaupano managerjem. Uporaba ekonomske dodane vrednosti kot podlage za sistem nagrajevanja managerjev uspe poenotiti interese lastnikov in managerjev, zagotoviti motivacijske vzvode za managerje ter preprečiti, da bi dobri managerji odhajali iz podjetja (Ehrbar, 1998).

Nadalje se koncept ekonomske dodane vrednosti pogosto uporablja za **benchmarking**, za **načrtovanje ciljev** (delov) podjetja in tudi za načrtovanje razporejanja sredstev med oddelki, kar lahko znatno prispeva k izboljšanju upravljanja s sredstvi (Hočevar, Jaklič, Zagoršek, 2003, str. 221-223).

Najpomembnejša prednost uporabe ekonomske dodane vrednosti kot merila uspešnosti je v tem, da ga uvajamo kot način razmišljanja in kulture podjetja na vseh ravneh. Podjetja, usmerjena k ekonomski dodani vrednosti, sporočajo svojim investitorjem, da bodo vse poslovne odločitve usmerjene k večanju vrednosti za investitorje, saj mora vsaka poslovna enota prodajni program ali projekt ustvariti pozitivno ekonomsko dodano vrednost (Bolčič, 1998). Pri tem pa uvajanje koncepta ekonomske dodane vrednosti v podjetje zahteva, da se odločitvena merila v podjetju poenotijo in uveljavijo na vseh področjih uporabe (vrednotenje strategije ter investicijskih projektov, merjenje uspešnosti poslovanja in nagrajevanja managementa) (Javornik, 2003, str. 50).

Ekonomska dodana vrednost naj bi bila primernejša za podjetja, ki imajo kratko investicijsko dobo (gradbeništvo, računalništvo, živilska industrija, svetovanje, bančništvo) in manj primerna za podjetja z velikimi cikličnimi nihanjem investicij oziroma z izrazito dolgimi investicijami (telekomunikacije, gozdarstvo, farmacija). Glede velikosti podjetja, ki je primerno za uvajanje koncepta ekonomske dodane vrednosti v strokovni literaturi ni enotnega mnenja. Praksa kaže, da ga v glavnem uvajajo velike korporacije, katere imajo številne možnosti za investiranje svojih sredstev ter lažje pokrijejo stroške uvajanja koncepta, ki naj ne bi presegali 500.000 ameriških dolarjev. Delnice velikih podjetij kotirajo na borzi, kar za lastnike pomeni večjo mobilnost kapitala, za podjetje pa večjo obvezo ustvarjanja vrednosti za delničarje ter uvajanje ekonomske dodane vrednosti (Hočevar, Jaklič, Zagoršek, 2003, str. 224-225). Raztocky (1999) kot glavni razlog neuporabe ekonomske dodane vrednosti v majhnih proizvodnih podjetjih ZDA navaja preveliko kompleksnost modela, saj managerji, ki so ponavadi tudi lastniki, nimajo ustreznega tehničnega znanja in časa, ki ga zahteva uvajanje takšnega koncepta. Nadalje Costigan in Lovata (2002) v empirični raziskavi ugotavljata, da je pri podjetjih, ki uporabljajo ekonomsko dodano vrednost, delež institucionalnih investitorjev višji, delež notranjega lastništva pa nižji kot v podjetjih, ki koncepta ne uporabljajo. Podjetja s strategijami diferenciacije so manj nagnjena k uvajanju ekonomske dodane vrednosti kot podjetja s strategijami stroškovnega vodstva.

Uvajanje ekonomske dodane vrednosti je proces, ki vključuje ugotavljanje dejavnikov vrednosti na osnovi analize poslovanja (gibanje prihodkov, pokritje, stroški, obratni kapital, struktura virov financiranja ipd.), oblikovanje sistema za upravljanje dejavnikov vrednosti, izobraževanje managerjev in drugih zaposlenih z namenom, da koncept kot način razmišljanja in delovanja sprejmejo vsi zaposleni, zagotavljanje informacij za management za večanje vrednosti ter njihovo analizo in oblikovanje sistema nagrajevanja managementa, ki temelji na ekonomski dodani vrednosti (Bolčič, Cerjak, 1999, str. 52). Za uspešno uvajanje ekonomske dodane vrednosti je nujno potrebna močna volja managementa, nato pa še dobro poznavanje poslovnih procesov in dejavnikov vrednosti, kar je pogoj za doseganje finančnih rezultatov. Namen ekonomske dodane vrednosti je spodbuditi izvorno kombiniranje proizvodnih dejavnikov ter nagraditi uspešnost (Javornik, 2003, str. 51).

4 OMEJITVE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Po tem, ko je podjetje Stern Stewart začelo uspešno tržiti svoj strokovno izpopolnjen model merjenja ekonomske uspešnosti, se je pričelo tudi načrtno spremljanje uspešnosti poslovanja podjetij, ki so uvedla njihov koncept. Namen takšnega spremljanja je ugotoviti, **ali se je uspešnost poslovanja izboljšala** in kakšna je v primerjavi z drugimi podjetji. Tako Stewart, Ellis in Budington (2002) ugotavljajo, da so podjetja, ki so v devetdesetih letih uvedla ekonomsko dodano vrednost, po donosnosti delnice⁵⁰ prekosila svoje konkurente za povprečno 8,3 % na leto v obdobju petih let po uvedbi. Kot glavni dejavniki boljših donosnosti so navedene pomembne izboljšave v dobičku iz poslovanja pred odštetjem stroškov amortizacije (angl. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization – EBITDA) in profitni marži, hitrejšem obračanju sredstev ter stabilnejšemu ustvarjanju denarnih tokov (Kleiman, 1999). Tudi v obdobju od marca 2000 do junija 2002, ko je bil ameriški kapitalski trg v depresiji (indeks S&P 500 je padel za 33,3 %), so uporabniki ekonomske dodane vrednosti ustvarili skupno donosnost v višini 36,5 %, medtem ko so njihovi konkurenti⁵¹ dosegli 18,5 % skupno donosnost. Hkrati avtorji opozarjajo na pomembno razliko v doseženi donosnosti med podjetji, ki uporabljajo ekonomsko dodano vrednost le kot merilo poslovne uspešnosti (donosnost je bila 20,2 %) ter podjetji, ki uporabljajo koncept tudi pri sistemih nagrajevanja managementa (donosnost je znašala kar 58,0 %). Ta razlika potrjuje, da koncept ekonomske dodane vrednosti deluje najbolje, kadar je uporabljen v sistemih nagrajevanja managementa, saj so v tem primeru cilji zaposlenih poenoteni s cilji lastnikov. Pri proučevanju obdobja od polovice leta 1997 do polovice leta 2002 so podjetja, ki ekonomsko dodano vrednost uporabljajo tudi v sistemih nagrajevanja, dosegla najvišjo skupno donosnost, in sicer 64,5 %. Borzni indeks S&P 500 se je v tem obdobju dvignil za 19,7 %, medtem ko so podjetja, ki ekonomsko dodano vrednost uporabljajo le kot merilo poslovne uspešnosti, dosegla skupno donosnost v višini 16,1 %. Slednja so bila vseeno boljša od konkurenčnih podjetij, katerih skupna donosnost je znašala 7,2 % (Stewart, Ellis, Budington, 2002).

Takšno argumentiranje izboljšanja uspešnosti podjetij zaradi uvedbe ekonomske dodane vrednosti se nam zdi sporno, ker ni nikakršnih zagotovil, da se je uspešnost izboljšala izključno zaradi uvedbe tega koncepta. Vpliva uvedbe ekonomske dodane vrednosti namreč ni mogoče ločiti od drugih morebitnih sprememb, ki so se v podjetju dogodile hkrati in bi same po sebi lahko pomenile spremembo v uspešnosti poslovanja (različne oblike prestrukturiranja podjetja, zamenjava managementa, novi proizvodi, novi trgi ipd.). Sistemi nagrajevanja managementa, vezani na uspešnost poslovanja podjetja, nedvomno predstavljajo močno spodbudo za managerje in vodijo k večji uspešnosti. Kadar so nagrade vezane na merila, ki poenotijo cilje zaposlenih in lastnikov (to pa ni nujno le ekonomska dodana vrednost), se bo uspešnost poslovanja z vidika maksimiranja vrednosti podjetja za lastnike

⁵⁰ Donos delnice je izražen v denarnem znesku in je sestavljen iz dividende ter kapitalskega dobička. Kadar donos delimo z vloženimi sredstvi dobimo donosnost ali stopnjo donosa (Kosi, 2001, str. 7-8).

⁵¹ Za konkurente je vzeti 8 podjetij z enako kodo klasifikacije General Industry Code, ki so približno enaka EVA podjetjem tudi po tržni kapitačizaciji (Stewart, Ellis, Budington, 2002).

izboljšala. Ravno tako velja, da vsa podjetja, ki uporabljajo kakršnokoli različico ekonomskega dobička, to je upoštevajo stroške lastniškega kapitala, svojim investitorjem sporočajo, da so poslovne odločitve usmerjene k večanju vrednosti zanje.

Empiričnih raziskav, ki proučujejo korelacijo različnih meril uspešnosti z donosnostjo delnic, tržno vrednostjo podjetja ter tržno dodano vrednostjo, je cela vrsta. Najpogosteje gre za analizo pojasnjevalne moči (informacijske vsebine) različnih meril, pri čemer ločimo relativno in dodatno pojasnjevalno moč.⁵² Kljub trditvam o superiornosti ekonomske dodane vrednosti ter njeni uporabi v številnih globalnih podjetjih so **rezultati empiričnih raziskav** o njeni pojasnjevalni moči mešani. Eno prvih študij je izvedel Stewart (1991), ki je za obdobji od 1984 do 1985 in od 1987 do 1988 pokazal močno korelacijo med povprečnimi standardiziranimi vrednostmi ekonomske in tržne dodane vrednosti. Samo korelacija med negativnimi ekonomskimi in tržnimi dodanimi vrednostmi je bila šibka. O'Byrne (1996) je primerjal pojasnjevalno moč standardizirane ekonomske dodane vrednosti in dobička iz poslovanja po davkih, pri čemer je ugotovil, da ekonomska dodana vrednost bolje pojasnjuje tržno vrednost podjetja. Dodd in Chen (1996) sta ugotovila, da kazalec dobičkonosnosti sredstev najbolje pojasnjuje donosnost delnic (determinacijski koeficient znaša 25 %). Sledita mu ekonomska dodana vrednost (20 %) ter preostali dobiček (19 %), medtem ko je korelacija dobičkonosnosti lastniškega kapitala in dobička na delnico z donosnostjo delnic zelo šibka. Avtorja sta ugotovila, da ponuja ekonomska dodana vrednost z vsebinskimi prilagoditvami računovodskih podatkov le malo prednosti pred neprilagojeno ekonomsko dodano vrednostjo in preostalim dobičkom. Chen in Dodd (1998) dokazujeta precejšno dodatno pojasnjevalno moč preostalega dobička nad pojasnjevalno močjo dobička iz poslovanja ter zmerno dodatno pojasnjevalno moč ekonomske dodane vrednosti nad preostalim dobičkom in dobičkom iz poslovanja. Tudi rezultati Biddla, Bowna in Wallacea (1997) ne podpirajo trditve, da ima ekonomska dodana vrednost večjo pojasnjevalno moč kot čisti dobiček oziroma preostali dobiček. Hall in Brummer (1999) sta pri analizi podjetij na borzi v Johannesburgu ugotovila, da tržna dodana vrednost najmočneje korelira z diskontirano ekonomsko dodano vrednostjo, ki ji sledi (običajna) ekonomska dodana vrednost. Pri tradicionalnejših računovodskih merilih (dobičkonosnost sredstev, dobičkonosnost lastniškega kapitala, dobiček na delnico, dividenda na delnico) je korelacija nekoliko slabša, a pozitivna korelacija dokazuje, da jih kapitalski trg vseeno upošteva kot indikatorje tržne vrednosti podjetja.

Med omejitve uporabe ekonomske dodane vrednosti prištevamo tudi dejstvo, da to merilo **ustreza predvsem lastnikom kapitala**. V anglosaksonskih podjetjih kot primarni cilj podjetja prevladuje ustvarjanje vrednosti za lastnike, medtem ko v kontinentalni Evropi zagovarjajo uravnotežene interese med lastniki, zaposlenimi, dobavitelji, kupci ter okoljem. Tudi Mramor (2000, str. 395-396) opozarja na resne dileme glede ustreznosti neoklasične razlage finančnega obnašanja podjetja. Čeprav se ta razlaga največkrat uporablja v tržnih gospodarstvih z visoko razvitim finančnim sistemom in relativno učinkovitim trgom kapitala,

⁵² Kadar se odločamo med različnimi merili uspešnosti ali jih razvrščamo po njihovi pojasnjevalni moči, upoštevamo relativno pojasnjevalno moč, medtem ko dodatna pojasnjevalna moč pokaže, koliko dodatne informacijske vsebine lahko ponudi izbrano merilo nad tisto informacijsko vsebino, ki jo nudijo druga merila.

kvalitativne analize in določene empirične raziskave (na primer Haugen, Baker, 1996) opozarjajo na nekatere resne probleme v zvezi s temeljnimi predpostavkami te razlage (učinkovitost trga kapitala, racionalno obnašanje ekonomskih subjektov, oblikovanje zahtevane donosnosti naložb, cilj poslovanja podjetja). Očitek glede ustreznosti merila bi bilo mogoče zavrniti s spremembami, ki so se pričele dogajati v anglosaksonskih gospodarstvih ter se že nekaj časa širijo tudi v Evropo in v ospredje postavljajo investitorje lastniškega kapitala (večji pomen institucionalnih investitorjev, vse večji delež gospodinjestev, ki so neposredni ali posredni lastniki podjetij, aktiven trg za korporacijski nadzor itd.) ter z dejstvom, da čeprav so delničarji v kapitalski družbi na prvem mestu, morajo biti na dolgi rok njihovi interesi usklajeni z interesi ostalih deležnikov, saj drugače podjetje ne more dobro poslovati.

Poudarjanje **vsebinskih prilagoditev izvirnih računovodskih podatkov** s strani zagovornikov ekonomske dodane vrednosti dejansko pomeni trditev, da lahko prilagoditveni postopek odpravi nepravilnosti, ki jih povzročil računovodski postopek, s čimer se McIntyre (1999, str. 67) ne strinja. Ker je ekonomska dodana vrednost finančni kazalec, čigar vrednost je odvisna od računovodskih metod in vsebinskih prilagoditev, ne moremo vedeti, v kolikšni meri se približa pravi ekonomski uspešnosti podjetja. Avtorji ekonomske dodane vrednosti ponujajo več kot 160 prilagoditev, a z večjim številom uporabljenih prilagoditev koncept postane nepregleden, nerazumljiv in manj objektivni. Pogosto popravki izvirnih računovodskih izkazov zahtevajo precej časa in stroškov, hkrati pa ekonomska dodana vrednost ni enolično določena, saj je način izračuna odvisen od subjektivne odločitve o kompleksnosti izračuna (Korošec, 2001, str. 114). Če je eden glavnih očitkov računovodskim informacijam ta, da je vsak računovodski izkaz neobhodno stvar ocene in stališč sestavljavcev, ne moremo mimo dejstva, da je tudi izbira med možnimi prilagoditvami računovodskih podatkov stvar subjektivne presoje, ki se lahko izrodi v manipuliranje z izračunavanjem ekonomske dodane vrednosti. Kadar se izračunavanja ekonomske dodane vrednosti lotimo kot zunanji analitiki, obstaja velika verjetnost, da vsi podatki, potrebni za računovodske prilagoditve, niso na voljo. Nekateri avtorji tako ugotavljajo, da mnoga podjetja zaradi lažjega upravljanja in razumevanja ekonomske dodane vrednosti opuščajo vsebinsko prilagajanje računovodskih informacij (Young, 1999, str. 8). Tudi Chen in Dodd (1998) na podlagi rezultatov svoje empirične študije podjetjem predlagata uporabo preostalega dobička brez kakršnihkoli vsebinskih prilagoditev. McIntyre (1999) s primeri različnih amortizacijskih metod pokaže precejšnjo nihanja ekonomske dodane vrednosti ter argumentira, da vsebinske prilagoditve ekonomsko dodano vrednost približajo pravemu ekonomskemu uspehu, ali pa tudi ne.

Pri izračunu **tehtanega povprečnega stroška kapitala** se pojavlja problem, ker ima način upoštevanja tveganj v cenah različnih virov financiranja številne slabosti, ki večinoma izhajajo iz predpostavke o učinkovitem trgu kapitala. Tudi empirične raziskave na razvitih kapitalskih trgih vse pogosteje ugotavljajo kršitev te predpostavke (na primer Haugen, Baker, 1996). Hkrati pri ocenjevanju stroškov (predvsem lastniškega) kapitala prisoten element subjektivnosti, ki lahko močneje vpliva na izračun ekonomske dodane vrednosti. Največje težave se pojavljajo pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala, kjer je na voljo več metod,

od katerih je najpogostejša uporaba **modela CAPM**. Le-ta vsebuje vrsto predpostavk ter zadovoljivo deluje samo v primeru, ko so te predpostavke vsaj večinoma izpolnjene. Če velja, da ameriški trg kapitala in deloma tudi preostali veliki razviti trgi kapitala te predpostavke izpolnjujejo dovolj dobro, pa nastajajoči trgi kapitala, kamor sodi tudi slovenski, večine teh predpostavk ne izpolnjujejo, zato je uporaba modela CAPM in koeficienta β močno omejena ali celo sporna (Kleindienst, 1999, str. 31). Pomembna slabost modela so tudi vhodni podatki (o netvegani donosnosti, premiji za tveganje), ki izvirajo iz preteklih obdobj in so edini na voljo, kar pa ni skladno z ex-ante logiko modela (Young, O'Byrne, 2000, str. 165). Zato se vse pogosteje uporabljajo različne metode za ocenjevanje pričakovanih prihodnjih premij za tveganje. Že od vsega začetka so empirične študije preverjale idejo, da je koeficient β edini faktor tveganja, ki ga morajo investitorji v tvegane naložbe pri zahtevani donosnosti upoštevati. Številne študije (prve že v začetku osemdesetih let 20. stoletja)⁵³ so dokazale neustreznost enofaktorskega modela CAPM, saj ni zadovoljivo pojasnil korelacije povprečnih donosnosti in tveganja. Tako na ameriških kot na mednarodnih kapitalskih trgih je korelacija med tveganjem in donosnostjo delnic slaba, zato so se kot alternativa pojavili večfaktorski modeli zahtevane donosnosti lastniškega kapitala (Grant, Abate, 2001, str. 114). Dodatne dileme se pojavijo pri podjetjih, s katerih lastniškim kapitalom se ne trguje. Čeprav enotnega strokovnega mnenja o najustreznem načinu ocenjevanja stroškov lastniškega kapitala ni, se je potrebno zavedati pomembnega vpliva, ki ga imajo ti stroški na izračun ekonomske dodane vrednosti.

Na najpogostejše očitke konceptu ekonomske dodane vrednosti, kot so pretirana finančna usmerjenost, kratkoročnost, brezkompromisna logika kapitala, neustrezno vrednotenje nefinančnih dejavnikov vrednosti podjetja ipd., Javornik (2003, str. 50) ponuja precej splošen odgovor – noben model operativne odločnosti⁵⁴ sam po sebi ne odgovarja na vsa vprašanja. Večina očitkov se nanaša na najosnovnejšo različico ekonomske dodane vrednosti iz začetka sedemdesetih let prejšnjega stoletja, a so avtorji od takrat model razvili iz čistega finančnega koncepta v integralni koncept, ki ga je mogoče uporabljati v kombinaciji s podobnimi, manj finančno usmerjeni modeli. Strinjamo se, da je koncept ekonomske dodane vrednosti smiselno **dopolnjevati z nefinančnimi merili** poslovne uspešnosti, saj se finančne posledice napačnih poslovnih odločitev pokažejo šele kasneje, medtem ko se v nefinančnih kazalcih odrazijo že prej. Kot meni Drucker (1993), so računovodski izkazi le rentgenska slika skeleta podjetja, ki ne pokaže znakov »smrtnih bolezni«, kot so zmanjšanje tržnega deleža ali nizka inovativnost. Pozitivna ekonomska dodana vrednost verjetno pomeni ustvarjanje vrednosti, medtem ko zaporedje pozitivnih vrednosti to verjetnost poveča. Resnično potrditev, da podjetje ustvarja vrednost, pa je po mnenju McIntyrea (1999, str. 72) mogoče dobiti samo ob hkratnem spremljanju ostalih finančnih in nefinančnih kazalcev poslovanja podjetja.

⁵³ Fama in French (1992) sta v svoji dolgoročni študiji ugotovila zelo šibko (morda celo neobstoječo) korelacijo povprečnih donosnosti delnic s tveganjem, ki ga meri koeficient β , a hkrati potrdila močno korelacijo donosnosti z velikostjo podjetja (merjeno s tržno kapitalizacijo) ter razmerjem tržne in knjigovodske vrednosti. Roll (1997) je za obdobje od 1985 do 1994 pokazal, da vrednostni papirji z nizkim tveganjem dosegajo izjemno visoke stopnje donosa ne glede na velikost podjetja.

⁵⁴ Gre predvsem za modele, ki z upravljaljskimi vzvodi in kontrolnimi mahanizmi omogočajo uresničevanje domišljenih in kompleksno zastavljenih strategij poslovanja (Javornik, 2003, str. 50).

Študijo o uporabi različnih meril poslovne uspešnosti sta izvedla Dodd in Johns (1999). Zanimale so ju razlike v uporabi 38 izbranih meril uspešnosti med podjetji, ki uporabljajo ekonomsko dodano vrednost, in podjetji, ki je ne uporabljajo. Pri 13 merilih sta odkrila značilne razlike med skupinama ter v skladu s pričakovanji ugotovila, da se tradicionalna finančna (računovodska) merila (kot so na primer prispevek za kritje, tržna donosnost delnic, dobičkonosnost naložb, dobičkovnost prihodkov) pogosteje uporabljajo v podjetjih brez ekonomske dodane vrednosti, ker je ekonomska dodana vrednost očitno sposobna učinkovito nadomestiti ta merila. Nepričakovana je bila ugotovitev glede razlik v uporabi nefinančnih meril, saj podjetja, ki uporabljajo ekonomsko dodano vrednost, premalo poudarjajo merila kakovosti in prilagodljivosti, kar po mnenju avtorjev ni ustrezno, kajti v sedanjem kompleksnem poslovnem okolju velja, da podjetja ni mogoče voditi le na podlagi finančnih kazalcev. V podjetjih, ki ekonomske dodane vrednosti ne uporabljajo, managerje najpogosteje nagrajujejo na podlagi donosnosti naložb in dobičkovnosti prihodkov, medtem ko je pri drugi skupini podjetij poudarek na ekonomski dodani vrednosti. Avtorja skleneta analizo z ugotovitvijo, da lahko uvedba ekonomske dodane vrednosti povzroči odmik od meril uspešnosti, ki so povezana s kupci, kar dolgoročno prinaša več tveganja, saj ideja o uporabi enega samega finančnega merila za vodenje poslovanja podjetja v današnjem zahtevnem poslovnem okolju ni smiselna. Ob uvedbi ekonomske dodane vrednosti v sistem merjenja uspešnosti podjetje ne sme pozabiti, da gre še vedno za finančni kazalec z nekaterimi omejitvami, ki ne more popolnoma nadomestiti vseh dosedanjih kazalcev, posebej ne nefinančnih. Uvedba ekonomske dodane vrednosti lahko povzroči, da doseganje čim višje ekonomske dodane vrednosti zamegli zasledovanje ciljev glede kakovosti ter izpolnjevanja zahtev kupcev. Uporaba uravnoteženega izkaza poslovanja je ena izmed možnosti, ki lahko zmanjša potencialne probleme pri uporabi enega samega finančnega merila, kot je na primer ekonomska dodana vrednost (Dodd, Johns, 1999).

Podobno Lahovnik (2003, str. 46) poudarja, da se je pri ocenjevanju uspešnosti strategije podjetja le na podlagi finančno-računovodskih informacij potrebno zavedati vsaj dveh omejitev: 1) različna merila donosnosti podjetja so lahko zavajajoča, kadar ne upoštevajo stroškov celotnega kapitala in 2) tradicionalna kvantitativna finančno-računovodska analiza podjetja je zelo pomemben del strateške analize, a ne vsebuje vseh relevantnih informacij za strateške odločitve, saj je po ocenah okoli 80 % informacij, ki jih managerji potrebujejo, kvalitativne narave. Sistem merjenja uspešnosti je zato potrebno razvijati v sistem uravnoteženega izkaza poslovanja, da dolgoročni vidik poslovanja ne bi postal podrejen kratkoročnemu. Prve omejitve konceptu ekonomske dodane vrednosti ni moč očitati, saj dosledno upošteva stroške vseh virov financiranja, medtem ko nefinančnih kazalcev ne upošteva. Da ne bi prihajalo do neracionalnega zmanjševanja stroškov raziskav, izobraževanja, programov kakovosti ipd., s čimer bi se kratkoročna uspešnost sicer povečala, dolgoročno pa bi lahko imela takšna strategija usodne posledice za podjetje, zagovorniki ekonomske dodane vrednosti poudarjajo nujnost vsebinskih prilagoditev izvirmih računovodskih izkazov, ki, kot smo že omenili, tudi niso brez omejitev.

Pri uporabi koncepta ekonomske dodane vrednosti v okviru poslovnega računovodstva Korošec (2001, str. 114-115) navaja še naslednje formalno-tehnične in vsebinske omejitve ter težave. Uvedba managementa za večanje vrednosti je lahko povezana z razmeroma **visokimi stroški**, predvsem stroški izobraževanja. Sporna je lahko tudi uporaba ekonomske dodane vrednosti za presojo dosežkov podjetja in njegovih enot, saj so dosežki merjeni na podlagi podatkov tekočega obdobja, čeprav niso nujno posledica odločitev tega obdobja. Sprejemanje investicijskih odločitev na podlagi enodobnega (predračunskega) zneska ekonomske dodane vrednosti ne zagotavlja optimalnih naložbenih odločitev. Ekonomska vrednost podjetja je opredeljena kot sedanja vrednost bodočih denarnih tokov, zato je v preteklost usmerjeno merjenje z ekonomsko dodano vrednostjo teoretično sporno.

Preden se podjetje odloči za uvedbo koncepta ekonomske dodane vrednosti, je smotrno pretehtati čim več navedenih omejitev ter presoditi, ali bi bila smiselna uvedba koncepta kot ga ponujajo njegovi snovalci, ali morda enostavnejša različica, ki bi si jo posamezno podjetje ustrezno prikrojilo.

5 UPORABA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V SLOVENIJI

Preko Združenih držav Amerike in nato Evrope se je ekonomska dodana vrednost kot merilo poslovne uspešnosti prenesla tudi v Slovenijo, kjer je v zadnjem času o tem zaslediti vse več literature. Pričakovati je, da na osnovi razpoložljive literature in seminarjev nekatera slovenska podjetja že izračunavajo ekonomsko dodano vrednost, vendar kakšnega uradnega izračuna v letnih poročilih še ni bilo zaslediti (Kordež, 2000, str. 18). Doslej je bilo v Sloveniji pokazane veliko zanimanja za spoznavanje tega koncepta ter veliko sramežljivosti pri njegovi uporabi (Javornik, 2003, str. 50). Kljub temu Rijavec (2000, str. 30) navaja, da ekonomsko dodano vrednost kot merilo poslovne uspešnosti uporablja vrsta znanih slovenskih podjetij in da je ta model merjenja poslovne uspešnosti podjetja zaživel predvsem pod okriljem podjetja Aktiva Group.

Koncept ustvarjanja vrednosti za lastnike podjetij in njegovo merjenje z ekonomsko dodano vrednostjo izhajata iz anglosaksonskega poslovnega okolja, ki se precej razlikuje od okolja, v katerem delujejo podjetja v kontinentalni Evropi. Uvedba teh dveh konceptov ter njuno empirično preverjanje se je najbolj razmahnilo v anglosaksonskem svetu, od koder izhaja tudi večina argumentov o prednostih konceptov. Proces globalizacije, ki zmanjšuje razlike med obema okoljema, se največkrat uporablja kot argument za ustreznost koncepta ustvarjanja vrednosti za lastnike in ekonomske dodane vrednosti v podjetjih kontinentalne Evrope. Razmere v slovenskih podjetjih so sicer podobne razmeram v podjetjih kontinentalne Evrope, vendar posebnosti slovenskega gospodarskega prostora nikakor ne smemo spregledati.

Razlike med podjetji v anglosaksonskem in kontinentalnem okolju smo že predstavili v razdelku 1.1, zato se bomo na tem mestu osredotočili na posebnosti slovenskih podjetij.⁵⁵

V sedanji ekonomski sistem samostojne tržne ekonomije je Slovenija prešla iz sistema samoupravljanja in družbene lastnine. Še vedno jo lahko uvrstimo med države na prehodu, ki kaže nekoliko boljše gospodarske rezultate kot ostale tranzicijske države, a ima kljub vsemu slabo razvit tako trg dela in kapitala kot finančni sistem (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2000, str. 184). Lastniška struktura in organiziranost podjetij, s katero je Slovenija vstopila v poprivatizacijsko obdobje, ni primerljiva s tistimi iz razvitih gospodarstev. Metoda lastninjenja je povzročila nastanek neprimerljivo velikega deleža delniških družb, zato je mogoče predpostaviti, da bo v bližnji prihodnosti le nekaj največjih in najuspešnejših podjetij organiziranih v obliki javnih delniških družb (Filipič, 1998, str. 150). Posebnost delniških družb v Sloveniji, ki tudi izhaja iz izbrane metode lastninjenja, je večinsko lastništvo investicijskih in državnih skladov ter notranjih lastnikov (managerjev, zaposlenih, upokojenih delavcev). Privatizirana podjetja (delniške družbe) so bila ob izpolnjevanju pogojev uvrščena na borzo, s čimer se je najprej pojavil sekundarni trg kapitala. Ker je bil le-ta umetno ustvarjen, ni bilo prostora za razvoj primarnega trga kapitala (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2000, str. 184). Ob vsem tem velja, da je slovenski trg kapitala v skladu z vrsto empiričnih raziskav (na primer Deželan, 1996) še neučinkovit. V Sloveniji imamo po nemškem zgledu dvotirni sistem vladanja podjetjem, kar pomeni, da poslovanje podjetja nadzira poseben organ – nadzorni svet, ki je organizacijsko in osebno ločen od managementa (Peklar et al., 2003, str. 10). Posebnost slovenskih podjetij je tudi sodelovanje zaposlenih pri upravljanju podjetij, ki je zakonsko določeno (Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju, 1993).

Iz navedenih dejstev ne moremo sklepati, da so lastniki slovenskih podjetij najpomembnejša interesna skupina v podjetjih, kakor tudi, da je primarni cilj poslovanja maksimizacija premoženja lastnikov. Ta dva sklepa predstavljata pomembno omejitev pri uvajanju koncepta ekonomske dodane vrednosti v slovenska podjetja.

Povprečna lastniška struktura slovenskih delniških družb kaže, da je država ena pomembnejših interesnih skupin, kar pomeni, da lahko vpliva na upravljanje družb tudi preko tega vzvoda. Delež širšega managementa se v povprečni lastniški strukturi s časom povečuje, medtem ko se delež notranjih lastnikov vztrajno manjša, čeprav je v primerjavi z drugimi zahodnoevropskimi gospodarskimi sistemi še vedno visok. Ravno tako se povečuje delež drugih gospodarskih družb. Delež tujih pravnih in fizičnih oseb je relativno majhen, a je pričakovati, da se bo v prihodnje povečeval. Navedena dejstva kažejo na proces koncentracije lastništva v slovenskih delniških družbah (Peklar et al., 2003).

Tudi v razvitih gospodarstvih poznajo instrument notranjega lastništva, a je njegova značilnost v manjšinskem deležu, ki povečuje motiviranost zaposlenih, ne omogoča pa usmerjanja podjetja k socialnim ciljem. Ker postaja kapitalski donos osnovno merilo, s

⁵⁵ Osredotočili se bomo predvsem na delniške družbe (večja slovenska podjetja), ker se tudi ekonomska dodana vrednost nanaša prav nanje.

katerim lastniki (predvsem institucionalni) merijo uspešnost poslovanja podjetja, narašča razpetost managementa med cilji zunanjih in notranjih lastnikov (Filipič, 1998, str. 151). Tako Mramor, Groznik in Valentinčič (1999) ugotavljajo, da je primarni **cilj poslovanja** slovenskega podjetja odvisen predvsem od ciljev zaposlenih. Številna podjetja imajo cilj poslovanja napačno opredeljen oziroma je le-ta neopredeljen. Raziskava med finančnimi direktorji slovenskih podjetij je pokazala, da je najpomembnejši cilj poslovanja dolgoročno preživetje, medtem ko le peščica podjetij sledi cilju maksimiranja vrednosti delnice. Kljub temu Mramor (2000, str. 404) ugotavlja, da večina privatiziranih podjetij v Sloveniji ne sledi cilju maksimiranja tržne vrednosti delnice, ki je temelj neoklasične razlage finančnega obnašanja podjetij, in da najverjetneje večina podjetij ne maksimira niti verjetnosti dolgoročnega preživetja, ki je temeljna predpostavka postkeynesianske razlage finančnega obnašanja podjetij. Finančno obnašanje slovenskih podjetij je najbolj skladno z razlago delavskega podjetja, kjer podjetju vladajo zaposleni (ne management) in je pglavitni cilj maksimiranje plač (v širšem pomenu besede) za relativno kratko prihodnje časovno obdobje. Z vidika dolgoročnega razvoja slovenskega gospodarstva je takšno stanje zaskrbljujoče, zato se nekateri avtorji (na primer Prašnikar, Gregorič, 1999) zavzemajo za zmanjšanje moči zaposlenih pri vladanju podjetjem ter povečanju vpliva managerjev. Pri tem se predpostavlja, da je v sedanjih razmerah maksimiranje verjetnosti dolgoročnega preživetja podjetja primernejši cilj poslovanja kot maksimiranje plač ali maksimiranje tržne vrednosti delnice. Maksimiranje tržne vrednosti delnic ni ustrezen cilj poslovanja slovenskih podjetij ob sedanji strukturi lastnikov, ki večjo vrednost pripisujejo delnicam, pri katerih se pričakuje večje izplačilo dividend v krajšem prihodnjem obdobju (Mramor, 2000, str. 404). Glede na vpetost Slovenije v gospodarski in finančni prostor, kjer je donosnost lastniškega kapitala pomembnejši element razvoja, se Mramor sprašuje, ali ni potreben še radikalnejši zasuk v smeri vladanja lastnikov. Tudi rezultati raziskave med managerji velikih slovenskih podjetij so pokazali, da se le-ti zavedajo kakovosti odnosov med interesnimi skupinami podjetja in uspešnost razumejo v smislu zadovoljevanja interesov različnih udeležencev v poslovanju. Na drugem mestu je doseganje cilja, kot so ga postavili lastniki, in takoj za njim uravnoteženo doseganje več poslovnih ciljev (Rejc, 2002, str. 144). Zaključimo lahko, da trenutno stanje lastniških struktur slovenskih podjetij ter posledična opredelitev ciljev podjetja nista naklonjena uvajanju ekonomske dodane vrednosti.

Pri vprašanju, ali in kako je koncept ekonomske dodane vrednosti primeren za slovenska podjetja, se je potrebno zavedati, da ima ekonomska dodana vrednost, tako kot vsa poslovna orodja, nekatere pomanjkljivosti, zato lahko nekritično uvajanje tega koncepta podjetju dolgoročno povzroči več slabosti kot koristi (Lahovnik, 2003, str. 46). Nadalje Javornik (2003, str. 51) ugotavlja, da je v tej razvojni fazi slovenskih podjetij uporabnost ekonomske dodane vrednosti najprimernejša za ocenjevanje in presojanje strateških odločitev.

Za obravnavani koncept ekonomske dodane vrednosti velja, da je obrazce in načela njegovega izračuna ter tudi njegovo vsebino mogoče opredeliti kot relativno jasne in preproste. Tudi v literaturi prikazani izračuni, ki so ponavadi narejeni na računovodskih izkazih ameriških podjetij, so razumljivi. Problem nastane, ko imamo opravka z računovodskimi izkazi

slovenskih podjetij. Ta problem bi bilo sicer moč zavriniti s stališčem, da je treba podjetja analizirati po merilih, ki veljajo povsod po svetu, vendar bi pri tem zanemarili dejstvo, da v Sloveniji veljajo slovenski računovodski standardi, ki zahtevajo precej drugačen pristop in prilagoditve v izračunih, če hočemo, da ima neko takšno merilo izrazno moč. Izračune ekonomske dodane vrednosti za slovenska podjetja dodatno otežuje relativno visoka inflacija, specifične strukture bilanc in nekateri drugi neobičajni elementi (Kordež, 2000, str. 19).

Pri obravnavanju **vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov** za izračun ekonomske dodane vrednosti v slovenskih podjetjih veljajo pomisleki, navedeni v predhodnem poglavju: subjektivnost izbire prilagoditev ter vprašanje smiselnosti uporabe prilagoditev. Poleg tega se je potrebno zavedati, da slovenska podjetja o finančnih rezultatih poročajo na podlagi slovenskih računovodskih standardov, medtem ko se snovalci ekonomske dodane vrednosti naslanjajo na ameriške standarde – GAAP. Pomembno omejitev vidimo tudi v pomanjkanju zadostnih informacij za izvedbo vsebinskih prilagoditev, kadar se ekonomska dodana vrednost izračunava s pomočjo javno objavljenih finančnih poročil. Posebno je problem pereč pri podjetjih, s katerimi se javno ne trguje. Slapničar (2003, str. 16) sicer ugotavlja, da oportunitizem pri pripravljanju računovodskih informacij v Sloveniji ni resna težava, vendar trditve temelji na enem samem predstavniku uravnavanja dobička, to je na amortizaciji sredstev, kar bi lahko bilo sporno. Da izračun ekonomske dodane vrednosti ne bi bil preveč kompleksen, bi bilo za slovenska podjetja v začetni fazi uvajanja morda smiselno uporabljati enostavnejšo obliko ekonomskega dobička, to je rezidualni dobiček. Po ugotovitvah empiričnih raziskav (Young, 1999; Dodd, Chen, 1996) naj takšna poenostavitev ne bi predstavljala prevelike omejitve.

Pri ugotavljanju **tehtanega povprečnega stroška kapitala** slovenskih podjetij se postavlja kar nekaj vprašanj. Če zanemarimo ugotavljanje stroškov dolžniškega kapitala, ki naj bi bilo relativno enostavno, pridemo do težko rešljive dileme ocenitve stroškov lastniškega kapitala. Ker sodi slovenski trg kapitala med nastajajoče trge, za katere velja, da večina predpostavk, na katerih temelji model CAPM, ni izpolnjena, je uporaba tega modela ter koeficienta β močno otežena ali celo sporna (Kleindienst, 1999, str. 31). Za podjetja, s katerimi se javno ne trguje, je določitev koeficienta β posebej problematična. Čeprav je stroške lastniškega kapitala slovenskih podjetij zaradi nerazvitega trga kapitala težko oceniti, Mramor, Groznik in Valentinčič (1999, str. 247) predlagajo ocenjevanje s pomočjo ocen tveganj podobnih tujih podjetij in z uporabo stopnje finančnega vzvoda. Še pred nekaj leti je bila značilnost slovenskih podjetij, da ne ocenjujejo stroškov lastniškega kapitala oziroma jim pripisuje ničelno vrednost (90 % podjetij v raziskavi). V podjetjih, v katerih so stroškom lastniškega kapitala pripisovali določeno vrednost, je bila le-ta enaka ali nižja od stroškov dolgoročnega dolžniškega kapitala; zgolj v slabih 6 % podjetij je bila višja od stroškov dolgoročnega dolžniškega kapitala (Mramor, Groznika in Valentinčič, 1999, str. 228). Ugotovitev je verjetno posledica dejstva, da večina slovenskih podjetij ni nastala na običajen način z zbiranjem lastniškega kapitala, ki logično poudari zavedanje ekonomskih pravic iz delnic, temveč so nastala s preoblikovanjem takrat obstoječega družbenega kapitala (Peklar et al., 2003, str. 18). Neupoštevanje stroškov lastniškega kapitala predstavlja pomembno omejitev

pri uvajanju ekonomske dodane vrednosti v slovenska podjetja, saj je njena vrednost močno odvisna prav od njih.

V Sloveniji je pri **sistemih nagrajevanja managerjev** veliko govora o tem, da so prejemki managerjev previsoki, podatkom, kot jih je nedavno pripravilo združenje slovenskih managerjev,⁵⁶ pa javnost ne verjame (Petrovčič, 2003, str. 31). Področje nagrajevanja managerjev v slovenskem gospodarstvu urejajo kriteriji za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev. V skladu z njimi je višina prejemkov managerjev odvisna od vrste dejavnikov.⁵⁷ Najnovejši predlogi o nagrajevanju managerjev poudarjajo pomen dolgoročnih spodbud, ki naj bodo odvisne od poslovne uspešnosti in naj bi postopoma dosegle 30 % prejemkov managerjev (Krašovec, Peklar, 2000, str. 4-5). V praksi je za Slovenijo značilen zelo visok delež fiksnih prejemkov managerjev (prejemkov, ki niso povezani z uspešnostjo podjetja), ki po nekaterih podatkih znaša okrog 85 % po drugih pa kar 96 % (Zupan, 1998, str. 194). Pregled prejemkov slovenskih managerjev v letu 2002, ki ga je pripravil Socius, je pokazal, da se delež variabilnega dela prejemkov giblje med 10 % in 15 %, kar je, v primerjavi s povprečjem Evropske unije (35 %), malo (Čeh, 2004). Slapničar (2003, str. 16), ki je analiziral managerske pogodbe v Sloveniji, ugotavlja, da so cilji, določeni v pogodbah, izraženi predvsem računovodsko, pri čemer so največkrat opredeljeni le računovodski kazalci uspešnosti poslovanja, ne da bi bila hkrati dodana alternativna merila, kot so denarni tok iz poslovanja, ekonomska dodana vrednost ali tržna vrednost podjetja. 90 % slovenskih podjetij kot merilo za nagrajevanje managerjev sicer upošteva uspešnost podjetja, vendar jih le polovica to merilo navede tudi v managerskih pogodbah. Med najpogostejšimi oblikami nagrajevanja slovenskih managerjev se navaja udeležba v dobičku (Čeh, 2004, str. 9). Zupan (2000, str. 124) pa tudi ugotavlja, da je višina izplačil managerjev v največji meri pogojena s panogo in z velikostjo podjetja ter nekoliko manj z njegovim uspehom.

Nagrajevanje najzaslužnejših je v svetu mnogo bolj uveljavljeno, medtem ko smo v Sloveniji še precej kolektivistični. Problem nepovezanosti prejemkov managerjev z uspešnostjo podjetja je v nasprotju tako s teoretičnimi priporočili kot s tujo prakso. Razlogov je več, Zupan (2000, str. 130-131) pa navaja sledeče: privatizirana slovenska podjetja še nimajo pravih lastnikov, zato pri obnašanju podjetij prevladujejo interesi zaposlenih oziroma managerjev. Predvsem managerji podjetij, kjer imajo najvišja razmerja med plačami, so variabilnim oblikam prejemkov manj naklonjeni. Nespodbudna je tudi dohodkovna politika države ter toga davčna politika, ki ne spodbujata variabilnih oblik prejemkov. Ravno tako je razloge je mogoče iskati v nepoznavanju sodobnih sistemov nagrajevanja managerjev ter v prisotnosti vrednot socialistične družbene pogodbe, ki je zagotavljala egalitarizem in kolektivismem.

⁵⁶ Podatki združenja slovenskih managerjev o plačah managerjev v večjih slovenskih podjetjih kažejo, da se neto plača vrti okoli milijona tolarjev (Petrovčič, 2003, str. 31).

⁵⁷ Prejemki so odvisni od razvrstitve podjetja med mala, srednja in velika, osnovna bruto plača znaša od štiri do osem povprečnih plač, za nadpovprečne rezultate se osnovna plača lahko poveča za 25 % ali za toliko zmanjša ob podpovprečnih dosežkih, priporočena je možnost udeležbe v dobičku do višine 30 % letnih prejemkov managerja, kriteriji predvidevajo tudi druge oblike prejemkov (Robič, 2001, str. 32).

Razprave o nagrajevanju slovenskih managerjev je potrebno preusmeriti od vprašanj o višini k vprašanjem oblikovanja sistemov, ki bodo poenotili interese lastnikov in managerjev ter povečali motivacijo za čim boljše poslovanje. V tem smislu bi bilo uvajanje sistema nagrajevanja managerjev, ki temelji na ekonomski dodani vrednosti, ustrezno, saj bi zagotovili povezovanje plač in nagrad z uspešnostjo (predvsem z dolgoročnimi spodbudami). Kljub vsemu imamo pomisleke o primernosti uvajanja takšnega precej zapletenega sistema nagrajevanja, ki bi glede na sedanje stanje pomenil tudi precej radikalno spremembo. Hkrati ne smemo pozabiti, da se sistemi plačevanja po uspešnosti razvijajo naprej in vse ospredje vse pogosteje prihaja bolj uravnotežen pogled na uspešnost, ki poleg finančnih kazalcev vključuje še druge (nefinančne) ključne mere dolgoročnega uspeha (Zupan, 1998, str. 196).

Rejc (2002) z anketiranjem managerjev slovenskih podjetij ugotavlja, da največ podjetij uspešnost poslovanja podjetja presoja z več vidikov, s finančnega in različnih nefinančnih. Informacije o ekonomskem dobičku (ekonomski dodani vrednosti) se vseeno uvrščajo na pomembno mesto pri spremljanju uspešnosti, sledijo še informacije o finančnem poslovanju ter računovodske informacije. Med kazalci za spremljanje uspešnosti poslovanja se med najpomembnejše uvrščajo kazalci o finančnem poslovanju podjetja (plačilna sposobnost, solventnost, sloves o finančnem zdravju) in tradicionalni računovodski kazalci (stopnja rasti prodaje oziroma dobička, ekonomičnost poslovanja). Za kazalce o zadovoljstvu lastnikov in o tržni vrednosti podjetja (ustvarjanje vrednosti za lastnike, zadovoljstvo delničarjev) lahko sklepamo, da so srednje pomembni. V prihodnosti bo zanimivo spremljati, kako se bodo na spremembe poslovnega okolja, posebno po vstopu v Evropsko unijo, z različnimi modeli spremljanja uspešnosti odzvala slovenska podjetja ter kakšen bo razvoj teh modelov na svetovni ravni.

SKLEP

V zadnjih dveh desetletjih smo v poslovnem svetu priča številnim spremembam, ki pomembno vplivajo na delovanje in obnašanje podjetij: razvoj trgov vrednostnih papirjev ter njihova deregulacija, napredek informacijske tehnologije, vzpon institucionalnih investitorjev ipd. Vse to omogoča izredno visoko stopnjo mobilnosti kapitala, ki se lahko v zelo kratkem času preseli iz enega podjetja v drugo. Postalo je jasno, da za uspešno poslovanje podjetja ne zadostuje le konkurenčnost na prodajnih trgu, temveč mora biti podjetje konkurenčno tudi na trgu kapitala. V takšnem okolju mora podjetje zadovoljevati zahteve in pričakovanja svojih lastnikov, ki predstavljajo najpomembnejšo interesno skupino v podjetju. Osrednji element podjetij, ki delujejo v tržnem (kapitalističnem) gospodarstvu, je namreč v podjetje investirani lastniški kapital, zato je poglaviti cilj poslovanja maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala.

Ob predpostavki, da se razvitejša gospodarstva delijo na tista z anglosaksonskimi značilnostmi in tista z značilnostmi kontinentalne Evrope, je pomembna ugotovitev, da so se navedene spremembe ter njihove posledice pričele v anglosaksonskem svetu, medtem ko se v kontinentalni svet širijo s procesom globalizacije in se še niso polno razmahnile. Prevlada lastniškega modela podjetja, uporaba managementa za večanje vrednosti ter merjenje poslovne uspešnosti z ekonomsko dodano vrednostjo izhajajo iz anglosaksonskega sveta, od koder prihajajo tudi poglaviti argumenti o uspešnosti teh konceptov ter njihova empirična preverjanja. Vpeljava takšnih konceptov v podjetja s kontinentalnimi značilnostmi ni nujno preprosta, predvsem pa so lahko učinki manjši od pričakovanih.

Ekonomska dodana vrednost se izračuna kot razlika med čistim dobičkom iz poslovanja po davkih in stroški kapitala, potrebnega za doseganje tega dobička. Poglavita prednost uporabe ekonomske dodane vrednosti kot merila poslovne uspešnosti in tudi kot osnove finančnega managementa ter sistemov nagrajevanja zaposlenih je eksplicitno upoštevanje stroškov lastniškega kapitala, ki vodi k poenotenju ciljev managerjev s cilji lastnikov podjetja. Podjetje Stern Stewart je osnovni koncept preostalega dobička razvilo v celovito managersko orodje, ki naj bi podjetjem pomagalo pri zasledovanju cilja večanja vrednosti premoženja lastnikov. Menimo, da ta celovitost koncepta hkrati predstavlja njegovo omejitev, ker za mnoga podjetja pomeni prekompleksno orodje, katerega vpeljava zahteva preveč časa in stroškov. Snovalci ekonomske dodane vrednosti namreč poudarjajo, da je prave učinke uporabe možno doseči samo ob popolni vpeljavi koncepta na vse ravni podjetja. Ekonomska dodana vrednost je finančni kazalec uspešnosti poslovanja podjetja, vendar sodobno poslovno okolje zahteva spremljanje uspešnosti poslovanja z več vidikov – z vključevanjem dodatnih nefinančnih in finančnih kazalcev.

Četudi izračun ekonomske dodane vrednosti na prvi pogled izgleda enostavno, se v praksi pojavlja cela vrsta težav. Najprej se postavi vprašanje o smotrnosti izvedbe vsebinskih prilagoditev izvornih računovodskih podatkov, ki naj bi zagotavljale sorazmerno neodvisnost

od računovodskih predpisov, usmeritev in standardov. Knjigovodske vrednosti naj bi se približale denarnim tokovom, izračunana ekonomska dodana vrednost pa naj bi bolj odražala ekonomsko uspešnost podjetja. Poleg tega, da vsebinske prilagoditve vnašajo element subjektivnosti, empirične študije kažejo minimalen vrednostni vpliv prilagoditev, managerji pa so odstopanjem od računovodskih standardov nenaklonjeni. Naslednja težko rešljiva dilema je ocenitev stroškov kapitala podjetja, predvsem stroškov lastniškega kapitala. Finančna teorija pri tem ponuja različne metode, od katerih ima vsaka svoje prednosti in pomanjkljivosti. Čeprav se je v praksi najbolj razmahnila uporaba modela CAPM, mu avtorji očitajo kar nekaj omejitev, pri čemer je njegova uporaba na slabše razvitih kapitalskih trgih posebej vprašljiva.

Bistven prispevek ekonomske dodane vrednosti je, da nas opozori na strošek kapitala, vendar je še ne moremo opredeliti kot idealno mero uspešnosti poslovanja. Kot alternativo relativno kompleksnemu modelu ekonomske dodane vrednosti bi lahko podjetjem predlagali uporabo enostavnejšega modela preostalega dobička.

Poleg vseh omejitev, ki se nanašajo na izračun in uvedbo koncepta ekonomske dodane vrednosti, moramo pri slovenski podjetjih upoštevati še posebnosti okolja, v katerem podjetja delujejo. Slovenski gospodarski prostor ima v glavnem značilnosti kontinentalne Evrope, pri čemer ga še vedno uvrščamo med gospodarstva na prehodu. Tranzicija in proces privatizacije sta oblikovala gospodarstvo z nerazvitim trgom kapitala, s poudarjenim notranjem lastništvom podjetij, s prevlado zaposlenih pri določanju ciljev podjetij ter z večinoma neustreznim obravnavanjem stroškov lastniškega kapitala. Takšne razmere po našem mnenju ne predstavljajo najprimernejšega okolja za uvajanje konceptov, kot je ekonomska dodana vrednost.

Proces globalizacije ne pomeni zgolj širjenja dogajanj iz anglosaksonskega sveta v kontinentalni svet, temveč tudi obratno. To dogajanje vpliva na obe okolji ter povzroča njuno konvergenco. Zanimivo bo spremljati, kako se bodo na spremembe z različnimi sistemi spremljanja uspešnosti odzvala podjetja na obeh straneh Atlantika. Kako visoko se bo v kontinentalnem svetu povzpela interesna skupina lastnikov s ciljem maksimiranja tržne vrednosti podjetja oziroma v kolikšni meri se bo v anglosaksonskem svetu uveljavilo širše pojmovanje uspešnosti poslovanja, ki pomeni usklajeno zasledovaje ciljev vseh interesnih skupin podjetja.

LITERATURA

1. Adler Ralph W.: Management Accounting. Oxford: Butterworth-Heinemann, 1999, 196 str.
2. Bacidore Jeffrey M. et al.: The Search for the Best Financial Performance Measure. Financial Analysts Journal, 53 (1997), 3, str. 11-20.
3. Barker Richard G.: The Market for Information – Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers. Accounting and Business Research, London, 29 (1998), 1, str. 3-20.
4. Bart Christopher: Budgeting Gamesmanship. Young Mark S. (urednik), Readings in Management Accounting. 2nd Edition. New Jersey: Prentice Hall, 1997, str. 186-194.
5. 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.
6. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Borak Neven (urednik): Korporacijsko prestrukturiranje, Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 87-101.
7. Bergant Živko: Kapitalska ustreznost podjetja. Economic and Business Review, Ljubljana, 2 (2000), posebna številka, str. 1-16.
8. Bergant Živko: Kapitalska ustreznost podjetja. Iteo relacije, Ljubljana, 2000a, str. 13-14.
9. Biddle Gary C., Bowen Robert M., Wallace James S.: Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. Journal of Accounting and Economics, Amsterdam, 24 (1997), str. 301-336.
10. Biddle Gary C., Bowen Robert M., Wallace James S.: Evidence on EVA. Journal of Applied Corporate Finance, 12 (1999), 2, str. 1-25.
11. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 4th Edition. Boston: McGraw-Hill, 1999. 967 str.
12. Bolčič Tatjana, Cerjak Rado: Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1999, 24, str. 51-52.
13. Bolčič Tatjana: Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja, 1998. [URL: http://www.iteo.si/svetovanje/def_svetinst_files/cl_ekonom.htm], 5. 9. 2003.
14. Bolčič Tatjana: Ravnanje za večanje vrednosti. Iteo relacije, Ljubljana, 1999, 1, str. 10-11.
15. Bown Justin: Value + Looking at EVA. Australian CPA, Melbourne, 69 (1999), 3, str. 44-46.
16. Brewer Peter C., Chandra Gyan, Hock Clayton A: Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. S.A.M. Advanced Management Journal, 64 (1999), 2, str. 4-11.
17. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. 6th Edition. Fort Worth: Dryden Press, 1999. 1083 str.
18. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Ehrhardt Michael C.: Financial Management: Theory and Practice. 9th Edition. Fort Worth: Dryden Press, 1999. 1087 str.
19. Brinker Barry J. (urednik): Emerging Practices in Cost Management: Performance Measurement. Boston: Warren, Gorham & Lamont, 1996.

20. Buckley Adrian et al.: Corporate Finance Europe. London: McGraw-Hill, 1998. 726 str.
21. Chen Shimin, Dodd James L.: Usefulness of Operating Income, Residual Income and EVA: A Value-Relevance Perspective. Working Paper, Clarion University and Drake University, 1998.
22. Chew Donald H.: Financial Innovation in the 1980s and 1990s. Chew H. Donald (urednik), The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice. New York: McGraw-Hill, 2001, str. xiii-xxii.
23. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd Edition. New York: John Wiley & Sons, 2000. 490 str.
24. Costigan Michael L., Lovata Linda: Empirical Analysis Adopters of Economic Value Added. Management Accounting Research, 13 (2002), 2, str. 215-226.
25. Čeh Silva: Nekaj razkrito, nekaj skrito. Delo, Ljubljana, 28. 2. 2004, str. 9.
26. Deželan Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 140 str.
27. Dilon Ray D., Owers James E.: EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization, and Relationship to NPV. Financial Practice & Education, Chicago, 7 (1997), 1, str. 32-41.
28. Dimovski Vlado, Penger Sandra, Žnidaršič Jana: Sodobni management. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 328 str.
29. Dodd James L., Chen Shimin: EVA: A New Panacea? Business and Economics Review, 42 (1996), 4, str. 26-28.
30. Dodd James L., Johns Jason: EVA Reconsidered. Business and Economic Review, 45 (1999), 3, str. 13-18.
31. Drucker Peter F.: Drucker on Management: We Need to Measure, Not Count. Wall Street Journal, New York, 1993, 13. April, str. A18.
32. Drucker Peter F.: The Information Executives Truly Need. Harvard Business Review, 73 (1995), 1, str. 54-62.
33. Eccles Robert G.: The Performance Measurement Manifesto. Harvard Business Review, 69 (1991), 1, str. 131-137.
34. Ehrbar Al: EVA – The Real Key to Creating Wealth. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1998. 234 str.
35. Fama Eugene, French Kenneth: The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance, June 1992, str. 427-465.
36. Filipič Peter: Vloga zunanjih lastnikov pri prestrukturiranju podjetij. Borak Neven (urednik): Korporacijsko prestrukturiranje, Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 149-158.
37. Grant James L., Abate James A.: Focus on Value: A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation. New York: John Wiley & Sons, 2001. 192 str.
38. Grant James L.: Foundations of Economic Value Added. 2nd Edition. Hoboken: John Wiley & Sons, 2003. 324 str.

39. Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez, Ribnikar Ivan: Corporate Governance in Transitional Economies: The Case of Slovenia. *Economic and Business Review*, 2 (2000), 3, str. 183-207.
40. Groznik Peter et al.: Financiranje srednjih podjetij – primerjava nizozemskega in slovenskega bančnega sistema, v Prašnikar Janez (urednik): *Srednja podjetja in gospodarska rast*. Ljubljana, Častnik Finance, 2003, str. 97-129.
41. Groznik Peter, Valentinčič Aljoša: Delniške opcije: »hudičevo delo« ali motivacijsko orodje? *Delo*, Sobotna priloga, Ljubljana, 1. 1. 2004, str.10-11.
42. Hall J. H., Brummer L. M.: The Relationship Between the Market Value of a Company and Internal Performance Measurements. Working Paper, Social Sciences Research Network, 1999. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=141189], 11.9.2003.
43. Haugen Robert A., Baker Nardin L.: Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 41 (1996), 3, str. 401-439.
44. Hočevar Marko, Igljučar Aleksander, Zaman Maja: *Osnove računovodstva*. 2. dopolnjena izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 445 str.
45. Hočevar Marko, Jaklič Marko, Zagoršek Hugo: *Ustvarjanje uspešnega podjetja*. Ljubljana: GV Založba, 2003. 288 str.
46. Horvat Tatjana: Za izračun EVA je potrebno prilagoditi nekatere računovodske podatke. *Finance*, Ljubljana, 2000, 44, str. 18.
47. Javornik Samo: Vse o Evi in še več. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 52 (2003), 44, str. 50-51.
48. Jensen Michael C., Meckling William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 4 (1976), 3, str. 305-360.
49. Jensen Michael C., Murphy Kevin J.: CEO Incentives: It Is Not How Much, but How. *Harvard Business Review*, 68 (1990), 3, str. 138-149.
50. Kaplan Robert S., Norton David P.: *Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action*. Boston: Harvard Business School, 1996. 323 str.
51. Kleiman Robert: Some New Evidence on EVA Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (1999), 2.
52. Kleindienst Robert: Kaj morajo praktiki vedeti o kazalniku beta? *Finance*, Ljubljana, 1999, 116, str. 31.
53. Kleindienst Robert: Multiplikator čistega dobička. *Finance*, Ljubljana, 1999a, 38, str. 31.
54. Knight James A.: *Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*. Boston: McGraw-Hill, 1997. 307 str.
55. Kordež Bine: Pogled nosilcev odločanja na delo analitikov s praktičnim primerom izračuna uspešnosti poslovanja po metodi »EVA«. Zbornik referatov 6. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 2000, str. 12-30.
56. 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.

57. Kosi Urška, Valentinčič Aljoša: Accounting data and share prices in Slovenia. 5th Enterprise in Transition: Proceedings: Book of Extended Abstracts. Split: University of Split, Faculty of Economics, 2003, str. 446-448.
58. Kosi Urška: Računovodski podatki in gibanje cen delnic v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 43 str.
59. Krašovec Tone, Peklar Leonardo F.: Novo nagrajevanje managerjev in nadzornih svetov. Ljubljana: Združenje Manager, 2000. 46 str.
60. Krašovec Tone: Kam z opcijami. Finance, Ljubljana, 2004, 38, str. 16.
61. Lahovnik Matej: Ponuja EVA kislo jabolko? Gospodarski vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 41, str. 46-47.
62. Ličen Čok Andreja: Primerjava računovodskega in ekonomskega dobička. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 97 str.
63. Lipovec Filip: Analiza in planiranje poslovanja. Ljubljana: ČGP Delo – TOZD Gospodarski vestnik, 1983. 402 str.
64. Lukežič Branko: Nagrajevanje na osnovi ekonomskega dobička. Iteo relacije, Ljubljana, 2000, 2, str. 5.
65. Maher Maria, Andersson Thomas: Corporate Governance Effects on Firm Performance and Economic Growth. Paris: OECD, predstavljeno na Tilburg University Law and Economic Convergence, Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets, Eindhoven, The Netherlands, November 4-5, 1999.
66. Makelainen Esa: Economic Value Added as a Management Tool, 2000. [URL: <http://www.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml>], 10. 8. 2003.
67. Martin John D., Petty William J.: Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution. Boston: Harvard Business School Press, 2000. 249 str.
68. McGee James V.: What Is Strategic Performance Measurement? Ernst & Young Center for Business Innovation, March 1992, str. 1-8.
69. McIntyre Edward V.: Accounting Choices and EVA. Business Horizons, Stamford, 42 (1999), 1, str. 66-72.
70. Mednarodni računovodski standardi. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995. 435. str.
71. Mramor Dušan, Groznik Peter, Valentinčič Aljoša: Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. Prašnikar Janez (urednik), Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 221-248.
72. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski Vestnik, 1993. 381 str.
73. Mramor Dušan: Sedanja izzivi za slovensko teorijo in prakso na področju poslovnih financ. Zbornik referatov 30. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1998, str. 361-378.

74. Mramor Dušan: Sodobna finančna analiza podjetij. Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1999, str. 111-127.
75. Mramor Dušan: Finančno obnašanje slovenskih podjetij. Zbornik referatov 32. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2000, str. 395-406.
76. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 191 str.
77. Myers Randy: Metric Wars. CFO Magazine, 1996. [URL: <http://www.cfo.com/article/>], 5. 9. 2003.
78. O'Byrne Stephen F.: EVA and Market Value. Journal of Applied Corporate Finance, 9 (1996), 1, str. 116-125.
79. Odar Marjan: Poročanje zunanjim uporabnikom računovodskih informacij. Iks, revija za računovodstvo in finance, Ljubljana, 2001, 1-2, str. 9-31.
80. Peklar Leonardo F. et al.: Stanje vodenja in upravljanja gospodarskih družb v Sloveniji. Ljubljana: Socius, 2003. 102 str.
81. Perner Vili: Pomen računovodskega poročanja na svetovnih (kapitalskih) trgih. Borak Neven (urednik): Korporacijsko prestrukturiranje, Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 102-117.
82. Petrič Tine: Kratek vek novih SRS. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 51-52, str. 30-32.
83. Petrovčič Jože: Zadnje žrtve med direktorji. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 39-40, str. 31.
84. Prašnikar Janez, Gregorič Aleksandra: Delavska participacija v slovenskih podjetjih – deset let kasneje, v Prašnikar Janez (urednik): Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 27-56.
85. Pučko Danijel: Analiza uspeha in uspešnosti poslovanja gospodarskih združb. Zbornik referatov 27. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995, str. 61-71.
86. Pučko Danijel: Analiza in načrtovanje poslovanja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 335 str.
87. Rappaport Al: Selecting Strategies that Create Shareholder Value. Harvard Business Review, 59 (1981), 3, str. 139-149.
88. Raztocky Narcyz: EVA for Small Manufacturing Companies. Pittsburgh: University of Pittsburgh, 1999, str 2-7.
89. Rees Bill: Financial Analysis. 2nd Edition. London: Prentice Hall Europe, 1995. 390 str.
90. Reimann Bernard C.: Managing for Value: A Guide to Value-Based Strategic Management. Oxford: The Planning Forum, 1987. 248 str.
91. Rejc Adriana: Vloga nefinančnih kazalcev za presojanje uspešnosti poslovanja v novem poslovnem okolju. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 59 str.

92. Rejc Adriana: Vloga in pomen nefinančnih informacij v okviru uspešnosti poslovanja podjetja – teorija in empirična preverba. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 184 str.
93. Rijavec Petja: Zamenjava na tronu: delničar je kralj. *Manager*, Ljubljana, marec 2000, str. 30-33.
94. Robič Matjaž: Vladanje v podjetjih in nagrajevanje managerjev v Nemčiji in Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 42 str.
95. Roll Richard: Style Return Differentials: Illusions, Risk Premiums, or Investment Opportunities. Coggin Daniel, Fabozzi Frank, Arnott Robert (uredniki), *The Handbook of Equity Style Management*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
96. Rozman Rudi: Aktualni pogled na metode analize poslovanja gospodarskih združb. Zbornik referatov 27. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995, str. 49-59.
97. Shrieves Ronald E., Wachowicz John M.: Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVATM), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation. *Engineering Economist*, 46 (2001), 1, str. 33-52.
98. Slapničar Sergeja: Diskrecijska izbira pri računovodskem poročanju: empirična preverba konceptualnega modela za Slovenijo. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 184 str.
99. Slapničar Sergeja: Raziskave diskrecijske izbire pri računovodskem poročanju. *Revizor*, Ljubljana, 2002, 6, str. 24-46.
100. Slapničar Sergeja: Slovenski managerji (še) ne napihujejo dobička. *Finance*, Ljubljana, 2003, 123, str. 16.
101. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2001. 319 str.
102. Stanovnik Tine: Javne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 237 str.
103. Stern Joel M., Shiely John S., Ross Irwin: EVA kot izziv: Uvajanje sprememb, ki v organizacijo prinašajo dodano vrednost. Ljubljana: GV Založba, 2003. 244 str.
104. Stewart Bennett G. III, Ellis Martin, Budington Daniel: Stern Stewart's EVA[®] Clients Outperform the Market and Their Peers. *EVALuation, Special Report*, 2002. [URL: <http://www.eva.com/evaluation/overview.php>], 7. 9. 2003.
105. Stewart Bennett G. III: *The Quest For Value: The EVA Management Guide*. New York: Harper Business, 1991. 781 str.
106. Tekavčič Metka: Vloga nadzornih svetov pri zagotavljanju visoke poslovne uspešnosti slovenskih podjetij. Borak Neven (urednik): *Korporacijsko prestrukturiranje*, Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 118-129.
107. Turk Ivan et al.: *Finančno računovodstvo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 841 str.
108. Turk Ivan et al.: *Osnove poslovnega računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 462 str.

109. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec-Novak Majda: Poslovodno računovodstvo. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 1998. 620 str.
110. Urbanija Anamarija: Odvisniki od uspeha. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 41, str. 30-31.
111. Valentinčič Aljoša: Analiza kazalcev poslovanja slovenskih podjetij po panogah v letih 1996 in 1997 z vidika plačilne sposobnosti podjetij. Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1999, str. 339-355.
112. Vrtač Marijana: Ekonomska dodana vrednost – EVA. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 41 str.
113. Walsh Ciaran: Key Management Ratios. London: Pitman, 1996. 347 str.
114. Young David S., O'Byrne Stephen F.: EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation. New York: McGraw-Hill, 2000. 493 str.
115. Young David S.: Economic Value Added. A Premier for European Managers. European Management Journal, 15 (1997), 4, str. 335-343.
116. Young David S.: Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added. Journal of Financial Statement Analysis, New York, 4 (1999), 2, str. 7-15.
117. Zupan Nada: Plače in nagrajevanje managerjev v slovenskih podjetjih. 6. letno srečanje Zveze ekonomistov Slovenije: Korporacijsko prestrukturiranje. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 185-198.
118. Zupan Nada: Nagrajevanje vodilnih uslužbencev. Zbornik referatov 32. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2000, str. 119-133.

VIRI

1. Coca Cola Spletne strani [URL: <http://www2.coca-cola.com/>], 3. 3. 2004.
2. Cook Jacob, Bolčič Tatjana: Optimiranje virov financiranja podjetja in njegova ekonomska uspešnost. Gradivo za seminar. Ljubljana: ITEO, 1997. 30 str.
3. GV Izobraževanje, izobraževanje in svetovanje, d.o.o. Strokovno gradivo vrhunskega poslovnega srečanja: Ekonomska dodana vrednost z Joelom Sternom in Ericom Sternom, Ljubljana, 2003.
4. Stern Stewart & Co. Spletne strani [URL: <http://www.sternstewart.com/>], 2. 9. 2003.
5. Zakon o sodelovanju delavcev v upravljanju (Uradni list RS št. 42/1993).

PRILOGA

Tabela 1: Sestava obveznosti do virov sredstev slovenskih podjetij v letu 2002 (v %).

	Vsa podjetja	Srednja podjetja	Velika podjetja
Kapital in rezerve	36,4	39,8	31,0
Zadržani dobički	22,3	22,3	22,4
Dolg (fin. in posl. obveznosti)	37,3	34,3	42,1
Preostale obveznosti	3,9	3,6	4,5
Skupaj obveznosti	100,0	100,0	100,0

Vir: Groznik et al., 2003.

Tabela 2: Sestava finančnih in poslovnih obveznosti slovenskih podjetij v letu 2002 (v %).

	Vsa podjetja	Srednja podjetja	Velika podjetja
Skupaj dolg v obveznostih	37,3	34,3	42,1
Dolgoročno financiranje	11,8	12,9	9,9
Kratkoročno financiranje	25,5	21,4	32,2
- dobavitelji	10,0	8,3	12,7
- banke	7,8	6,6	9,8
- drugo	7,8	6,5	9,8

Vir: Groznik et al., 2003.

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Accounting anomalies – računovodske anomalije

Balanced scorecard (BSC) – uravnoreženi izkaz poslovanja

Basic EVA – bazična ekonomska dodana vrednost

Bond-yield-plus-risk-premium approach – model donosnosti dolgoročnega dolžniškega kapitala, povečane za premijo za tveganje

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

Cash flow return on investment (CFROI) – donosnost na podlagi denarnega toka

Cash value added (CVA) – dodana vrednost denarnega toka

Corporate governance – vladanje podjetjem

Debt – dolžniški kapital

Disclosed EVA – razkrita ekonomska dodana vrednost

Discounted cash flow model – model diskontiranih denarnih tokov

Discounted economic profit (EP) – diskontirani ekonomski dobiček

Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA) – dobiček iz poslovanja pred odštetjem stroškov amortizacije

Economic profit – ekonomski dobiček

Economic value added (EVA) – ekonomska dodana vrednost

Economic value management (EVM) – management ekonomske vrednosti

Equity – lastniški kapital

Financial Accounting Standards Board (FASB) – Odbor za standarde finančnega računovodstva

Financial management – finančni management

Financial performance measure – finančni kazalec

Incentive compensation plans - sistemi nagrajevanja

Invested capital – poslovno investirani kapital

Leveraged buy-out – s posojili financiran odkup podjetja

LIFO reserve – LIFO prihranek

Market for corporate control – trg za korporacijski nadzor

Market rate of return – zahtevana donosnost povprečno tvegane naložbe na trgu kapitala

Market value added (MVA) – tržna dodana vrednost

Net operating profit after tax (NOPAT) – čisti dobiček iz poslovanja po (prilagojenih) davkih

Non-financial performance measure – nefinančni kazalec

Performance measurement – merilo poslovne uspešnosti

Pooling-of-interest acquisition – spajalna metoda računovodskega obravnaja prevzema

Preferred stock – prednostni lastniški kapital

Purchase accounting – nakupna metoda računovodskega obravnaja prevzema

Residual income – preostali dobiček

Return on assets (ROA) – dobičkonosnost sredstev

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

Return on invested capital (ROIC) – donosnost (poslovno) investiranega kapitala

Return on investment (ROI) – kazalnik dobičkonosnosti naložb

Return on net assets (RONA) – donosnost čistih sredstev

Risk-free rate of return – donosnost netvegane naložbe

Shareholder model – lastniški model podjetja

Shareholder value added (SVA) – dodana vrednost za delničarje

Short-term non-interest bearing liabilities – kratkoročne obveznosti, ki ne zahtevajo neposrednega plačila obresti

Spin-off – odcepitev dela podjetja

Stakeholder model – model interesnih skupin

Special suspension account – poseben »začasni« račun

Tailored EVA – podjetju prikrojena ekonomska dodana vrednost

Total business return (TBR) – skupni donos

Total compensation – plače in nagrajevanje

True EVA – prava ekonomska dodana vrednost

Value-based management – management za večanje vrednosti

Value-based measures – merila, orientirana k ustvarjanju vrednosti

Variable (incentive) compensation – variabilni del izplačil

Yield to maturity – donosnost do dospetja obveznic

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