

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI ZA
SKUPINO HELIOS**

Ljubljana, marec 2009

NATAŠA PUSTOTNIK

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne 09.03.2009

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

<i>UVOD</i>	1
1 <i>MERILA PRESOJANJA USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ</i>	3
1.1 SODILA TRADICIONALNE FINANČNE ANALIZE	6
1.1.1 Najpogostejši finančni kazalci	7
1.1.2 Omejitve tradicionalne finančne analize	10
1.2 SODOBNO SPREMLJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA	13
1.2.1 Uravnoteženi sistem kazalnikov	15
1.2.2 Sodobna finančna analiza in najpogostejša sodila	16
1.3 MODEL EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	20
1.3.1 Opredelitev koncepta EVA	21
1.3.2 Področja in nameni uporabe koncepta EVA	24
2 <i>PREDLOG UPORABE KONCEPTA EVA V SLOVENSКИH PODJETJIH</i>	27
2.1 OPREDELITEV VHODNIH PODATKOV ZA IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	27
2.1.1 Prilagoditve računovodskih podatkov za izračun EVA	28
2.1.2 Določitev višine poslovno investiranega kapitala	40
2.1.3 Izračun tehtanega povprečnega stroška poslovno investiranega kapitala	42
2.1.4 Ocena računovodsko prilagojenega dobička iz poslovanja po davkih (NOPAT)	46
2.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI UPORABE KONCEPTA EVA	48
2.2.1 Koristi in prednosti koncepta EVA	48
2.2.2 Omejitve in slabosti koncepta EVA	50
2.2.3 Kritike koncepta EVA	52
2.3 UVAJANJE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V PODJETJE	54
2.4 UPORABA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V SLOVENIJI	59
3 <i>IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI ZA SKUPINO HELIOS</i>	63
3.1 IZRAČUN TEMELJNE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	66
3.2 IZRAČUN RAZKRITE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI	68
3.2.1 Potrebni računovodski popravki	68
3.2.2 Ocena velikosti poslovno naloženega celotnega kapitala	74
3.2.3 Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala	75
3.2.4 Ocena čistega poslovnega dobička s prilagojenim davkom od dobička	78

3.2.5	Izračun razkrite ekonomske dodane vrednosti	79
3.3	USPEŠNOST POSLOVANJA – PRIMERJAVA MED KAZALNIKI TRADICIONALNE FINANČNE ANALIZE IN IZRAČUNANO EKONOMSKO DODANO VREDNOSTJO	81
3.3.1	Tradicionalna finančna analiza za Skupino Helios	81
3.3.2	Primerjava tradicionalne finančne analize in ekonomske dodane vrednosti za Skupino Helios	84
3.3.3	Priporočila poslovodstvu	85
	<i>SKLEP</i>	86
	<i>LITERATURA IN VIRI</i>	89

KAZALO SLIK

Slika 1: Tok uspešnosti korporacije _____	6
Slika 2: Vrste ekonomske dodane vrednosti glede na število vsebinskih prilagoditev računovodskih izkazov _____	30
Slika 3: Običajna bilanca stanja in bilanca stanja pri konceptu EVA _____	41
Slika 4: Izračun poslovno investiranega kapitala po operativnem pristopu _____	41
Slika 5: Izračun poslovno investiranega kapitala po finančnem pristopu _____	42
Slika 6: Ocena NOPAT po pristopu »od spodaj navzgor« _____	46
Slika 7: Ocena NOPAT po pristopu »od zgoraj navzdol« _____	46
Slika 8: Izračun prilagojenih davkov v oceni NOPAT _____	47
Slika 9: Shema za izračun NOPAT _____	47
Slika 10: Opomnik za implemetacijo koncepta EVA _____	57
Slika 11: Shema za izračun temeljne ekonomske dodane vrednosti _____	66

KAZALO TABEL

Tabela 1: Novo podjetje _____	26
Tabela 2: Konsolidiran izkaz poslovnega izida Skupine Helios _____	64
Tabela 3: Konsolidirana bilanca stanja za Skupino Helios _____	65
Tabela 4: Izračun temeljne ekonomske dodane vrednosti za Skupino Helios _____	68
Tabela 5: Popravek za stroške raziskav in razvoja _____	69
Tabela 6: Popravek za stroške oglaševanja in promocije _____	69
Tabela 7: Popravek za stroške usposabljanja in razvoja zaposlenih _____	70
Tabela 8: Popravek za stroške dolgoročnega poslovnega najema _____	71
Tabela 9: Popravek za dolgoročne rezervacije _____	71
Tabela 10: Popravek za dobro ime _____	71
Tabela 11: Popravek za popravke obratnih sredstev _____	72
Tabela 12: Popravek za amortizacijo osnovnih sredstev _____	73
Tabela 13: Izračun poslovno investiranega kapitala za Skupino Helios po finančnem pristopu _____	74
Tabela 14: Izračun nezadolžene bete za Skupino Helios _____	76
Tabela 15: Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala za Skupino Helios _____	78
Tabela 16: Ocena NOPAT po pristopu »od spodaj navzgor« za Skupino Helios _____	79
Tabela 17: Izračun razkrite ekonomske dodane vrednosti za Skupino Helios _____	80
Tabela 18: Vrednost temeljne EVA v mio € _____	80
Tabela 19: Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev _____	81
Tabela 20: Kazalniki kratkoročne plačilne sposobnosti _____	82
Tabela 21: Tradicionalni kazalniki uspešnosti poslovanja skupine Helios _____	83
Tabela 22: Primerjava rezultatov _____	84

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Izračun povprečno investiranega kapitala za potrebe izračuna temeljne EVA _____	1
Priloga 2: Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške raziskav in razvoja	2
Priloga 3: Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške trženja in promocije _____	3
Priloga 4: Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške izobraževanja in usposabljanja zaposlenih _____	4
Priloga 5: Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške poslovnega najema	5
Priloga 6: Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške amortizacije _____	6

UVOD

V času tržnega gospodarstva in velike konkurence je ocenjevanje uspešnosti poslovanja podjetij nekaj, s čimer se v podjetjih dnevno srečujemo, pa vendarle pri tem ocenjevanju uporabljamo različne metode in tehnike. V svetu in pri nas je močno uveljavljena tradicionalna finančna analiza, ki predvsem s kazalniki gospodarnosti, dobičkonosnosti in dohodkovnosti izražajo uspešnost poslovanja posameznega podjetja. Večina slovenskih podjetij in finančnih institucij še vedno uporablja tradicionalno finančno analizo podjetij, ki temelji na neustrezno opredeljenem cilju poslovanja in metodah ter tehnikah, ki praviloma dajejo slabe ocene vplivov poslovnih odločitev na uspešnost poslovanja podjetja. Slabosti tradicionalne finančne analize odpravlja sodobna finančna analiza z jasno opredelitvijo ciljev poslovanja predvsem z vidika lastnikov: maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala podjetja. Računovodske kategorije (dobiček in finančna moč podjetja) so v analizi tako zamenjale finančne kategorije, predvsem prihodnji pričakovani denarni tokovi, njihova časovna razporeditev in tveganje (Mramor, 1999, str. 327-333).

V svetu, zadnja leta pa tudi v Sloveniji, se pri ugotavljanju uspešnosti poslovanja uporablja vedno več novejših sodil uspešnosti, med katerimi se vedno bolj uveljavlja tudi ekonomski dobiček ali ekonomska dodana vrednost (angl. *Economic Value Added* – v nadaljevanju EVA¹). EVA je opredeljena kot neto dobiček poslovanja po davkih, zmanjšan za ceno kapitala, ki odseva strošek kapitala (Stern, Shiely & Ross, 2003, str. 24). Ekonomska dodana vrednost skuša približati tradicionalno računovodsko merjenje poslovnega uspeha, ki upošteva le strošek dolžniških virov financiranja, ekonomskemu poslovnemu izidu, ki upošteva, da imajo tudi lastniški viri financiranja svojo ceno, povezano z oportunitetnimi stroški (Korošec, 2001, str. 104). Mnogo članov poslovodstev namreč živi v prepričanju, da je lastniški kapital zastonj, saj jim za njegovo uporabo ni potrebno plačevati tako, kot morajo plačati obresti od izposojenega dolžniškega kapitala. Če podjetje skrbi za povečevanje ekonomske dodane vrednosti, s tem izboljšuje svojo gospodarsko uspešnost in tako ustvarja novo vrednost za vlagatelje; zato je skrb za maksimiranje ekonomske dodane vrednosti pomembnejša kot doseganje kar največjih drugih sodil (kazalnikov) poslovanja.

Ekonomska dodana vrednost kot merilo uspešnosti poslovanja se je preko ZDA in zahodnoevropskih držav prenesla tudi v Slovenijo. Raziskava med managerji slovenskih podjetij ugotavlja (Rejc, 2002), da največ podjetij uspešnost poslovanja podjetja presoja z več vidikov, s finančnega in različnih nefinančnih. Informacije o ekonomski dodani vrednosti se vseeno uvrščajo na pomembno mesto pri spremljanju uspešnosti, sledijo še informacije o finančnem poslovanju ter računovodske informacije.

¹ Koncept EVA je kot merilo uspešnosti podjetja z vidika njegovih lastnikov razvilo in predstavilo svetovalno podjetje Stern Stewart and Company, ki je ime EVA[®] tudi zaščitilo kot blagovno znamko (1991).

Posebnost delniških družb v Sloveniji je lastniška struktura in organiziranost podjetij, ki ni primerljiva s tistimi iz razvitih gospodarstev. Za slovenska podjetja je še vedno značilno večinsko lastništvo investicijskih in državnih skladov ter notranjih lastnikov, posebnost pa je tudi sodelovanje zaposlenih pri upravljanju podjetij, ki je zakonsko določeno. Kosijeva (2004, str. 77) tako ugotavlja, da 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 pa predstavljata pomembno omejitev pri uvajanju koncepta ekonomske dodane vrednosti v slovenska podjetja. Specifičnost slovenskih podjetij zagotovo izhaja iz pretekle družbene lastnine (managerji takrat niso razmišljali o stroških lastniškega kapitala), kar se še vedno odraža tudi na strukturi virov financiranja velikih slovenskih podjetij, ki v primerjavi s podobnimi podjetji na Zahodu uporabljajo bistveno manj dolžniških virov financiranja. Kuhelj Krajnovičeva (1996, str. 101) tako ugotavlja, da imajo podjetja v Sloveniji drugačno optimalno strukturo kapitala kot podjetja na razvitih trgih kapitala, in sicer je optimalna struktura kapitala slovenskih podjetij pri nižjem deležu dolžniškega kapitala, kot to velja za primerljiva podjetja na Zahodu.

Avtorji koncepta EVA sicer trdijo, da je koncept vsesplošno uporaben, da ga torej lahko uporablja katerokoli podjetje. Temu nekaj slovenskih ekonomistov nasprotuje oziroma opozarja, da je treba pri uporabi koncepta EVA ohraniti kritično distanco. Lahovnik (2003, str. 47) tako meni, da je uporaba EVA za slovenska podjetja primerna le, če jo povezujejo z uporabo različnih nefinančnih kazalcev in razvijajo sistem merjenja uspešnosti poslovanja proti uravnoteženemu sistemu kazalcev.

Ena od slabosti uporabe ekonomske dodane vrednosti je, da podobno kot sodila tradicionalne finančne analize temelji na preteklih računovodskih podatkih o poslovanju. Podjetja pripravljajo temeljne računovodske izkaze zato, da prikažejo finančno in gospodarsko stanje na določen dan oziroma v določenem obdobju v preteklosti. Poleg tega predstavljena sodila uspešnosti pokažejo, koliko je bilo podjetje uspešno v preteklosti, ne pa tudi, kakšne možnosti ima, da bo dosegalo ustrezen dobiček tudi v prihodnje.

Namen magistrskega dela je opozoriti na pomanjkljivosti tradicionalne finančne analize in predstaviti sodobnejše načine merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, s poudarkom na predstavitvi koncepta EVA. Delo je namenjeno poslovodstvu slovenskih podjetij, ki po raziskavah sodeč koncepta EVA večinoma še ne uporabljajo, saj gre za relativno novost v sodobni finančni analizi. Vodilni kadri, odgovorni za vodenje financ in/ali računovodstva bodo poleg sodil tradicionalne finančne analize morda bolj pogumno uporabljali tudi novejšie metode merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, med drugim tudi koncept EVA. S tem bodo poslovodstvu pomagali pri sprejemanju kar najbolj optimalnih odločitev, ki morajo težiti predvsem k maksimiranju premoženja lastnikov vložnega kapitala, koristi pri zasledovanju tega cilja pa imajo tudi druge interesne skupine v podjetju (kupci, zaposleni in drugi). Menim, da se z večjo uporabo koncepta EVA lahko poveča tudi vloga poslovodnega računovodstva v slovenskih podjetjih.

Cilj dela je prikazati metodo izračuna ekonomske dodane vrednosti na primeru uspešnega slovenskega podjetja Helios Domžale. Izračuni bodo narejeni za konsolidirane izkaze Skupine Helios za tri leta, rezultate pa bom primerjala z nekaterimi najbolj uporabljanimi kazalniki tradicionalne finančne analize.

S svojim magistrskim delom želim k uporabi koncepta EVA spodbuditi več slovenskih podjetij, pri tem pa velja opozoriti tudi na omejitve uporabe koncepta EVA in posebnosti, ki jih je pri uporabi koncepta v slovenskih podjetjih smotrno upoštevati.

Magistrsko delo je razdeljeno v tri poglavja. Prvo poglavje vsebuje teoretična spoznanja o spremljanju uspešnosti poslovanja, in sicer bodo na kratko predstavljeni najpogostejši kazalniki, ki jih uporablja tradicionalna finančna analiza. Le-ta ima slabosti in omejitve, zaradi katerih so se razvile tehnike sodobne finančne analize, ena od njih pa je tudi model ekonomske dodane vrednosti oz. koncept EVA. V drugem poglavju podrobno predstavljam koncept ekonomske dodane vrednosti, izhodišča za uporabo modela, potrebne podatke za izračun EVA, na zgledih prikazujem ustrezne računovodske prilagoditve, pri čemer bodo pri predlaganih prilagoditvah koncepta upoštevane posebnosti slovenskih podjetij. Predstavljene bodo prednosti in slabosti uporabe ekonomske dodane vrednosti ter ugotovitve avtorjev, kako je z uporabo koncepta EVA v slovenskih podjetjih. V tretjem poglavju bom predstavila potrebne računovodske podatke iz poslovanja Skupine Helios v obdobju 2005 – 2007. S pomočjo informacij iz letnih poročil ter dodatnih informacij, ki jih bom pridobila v podjetju, bom predstavila vhodne podatke za izračun ekonomske dodane vrednosti podjetja za izbrano obdobje. Po opravljenih izračunih bom izid EVA primerjala z nekaterimi izbranimi kazalniki tradicionalne finančne analize in podala ugotovitve glede uspešnosti poslovanja. Na koncu bom podala sklepne ugotovitve in priporočila poslovodstvu.

1 MERILA PRESOJANJA USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ

Uspešnost podjetja avtorji različno definirajo. Krisper (2006, str. 10), ki v svojem delu navaja definicije uspešnosti podjetja več avtorjev, na koncu povzame, da uspešnost podjetja lahko opredelimo kot doseganje cilja, za katerega je bilo podjetje ustanovljeno, pri čemer mora biti dobičkonosno, cilj pa priznan od vseh sodelujočih pri izvajanju dejavnosti podjetja.

Za podjetja, ki poslujejo v tržnih gospodarstvih, praviloma velja, da je njihov primarni cilj **maksimiranje vrednosti premoženja lastnikov**, ki je tem večje, čim večje denarne donose pričakujejo lastniki v prihodnosti, čim prej bodo ti denarni donosi nastopili in čim manjše je tveganje, da dejanski denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999, str. 222).

Tudi Brigham in Daves (2004, str. 6) sta mnenja, da mora biti cilj managerjev maksimiranje tržne vrednosti enote kapitala podjetja. Pri tem navajata, da v tem primeru niso le lastniki tisti, ki pričakujejo določene koristi, temveč so koristi še naslednje:

- *koristi za kupce*: maksimiranje tržne vrednosti delnice za kupce pomeni, da mora podjetje poskrbeti za učinkovitost, da torej zagotavlja visoko kvalitetno blago ali storitve z najnižjimi možnimi stroški. Podjetja razvijajo proizvode ali storitve, ki jih potrošniki zahtevajo in želijo, kar vodi do novih ali izboljšanih proizvodov oz. storitev. Rast prodaje dosegajo predvsem z ustvarjanjem vrednosti za kupce, v obliki učinkovitih storitev in vljudnega ravnanja s kupci, zadostnih zalog in zagotavljanjem ponudbe na privlačnih lokacijah;
- *koristi za zaposlene*: značilnost uspešnih podjetij, ki skrbijo za povečevanje vrednosti premoženja za delničarje, je tudi sposobnost privabiti nadarjene ljudi, poskrbeti za njihov razvoj in na koncu tudi zadržati v podjetju. Ker z zaposlenimi dobro ravnajo, se njim zdi po eni strani zanimivo, po drugi strani pa tudi finančno privlačno delati za uspešno podjetje. Rezultat tega je, da tako podjetje pobere »smetano« na trgu dela, usposobljeni in motivirani zaposleni pa so ključ do uspeha podjetja;
- *druge koristi*: delničarji imajo seveda večje koristi od višjih vrednosti delnic, nenazadnje je bolje biti bogatejši kot revnejši. Večina ameriških državljanov je danes delničarjev, naj bo to direktno ali indirektno preko pokojninskih načrtov. Višje cene delnic tudi stimulirajo gospodarstvo v dveh smereh: zaradi »učinka bogatenja« se povečuje individualna potrošnja, naraščajo pa tudi investicije podjetij, ker višje cene delnic vodijo do nižjega stroška lastniškega kapitala.

Vidimo torej, da če managerji podjetij sprejemajo ukrepe, ki povečuje tržno vrednost enote kapitala podjetja, ti isti ukrepi izboljšajo kakovost življenja za mnogo »navadnih« državljanov.

Uspešnost poslovanja podjetja praviloma ugotavljamo z vidika temeljnega in drugih ciljev, ki jih podjetje zasleduje. Ker so nekateri cilji na kratek rok v neskladju s temeljnim ciljem, ni dovolj, da uspešnost izražamo zgolj s kazalci o doseganju temeljnega cilja. Če vodstvo zasleduje samo temeljni cilj, kratkoročno lahko optimizira njegovo višino na račun drugih ciljev, tistih, katerih rezultati se pokažejo kasneje (Rejc, 1999, str. 30). Poslovanje podjetja je mogoče prikazati kot uspešno tudi v določenih primerih, ko podjetje sicer ni poslovalo uspešno – če uporabimo le en kazalec, na primer dobičkonosnost kapitala. Težje je to storiti z več kazalci, zlasti s tistimi, ki niso izraženi vrednostno. Rejčeva (2002, str. 21) zato pravi, da je bistvo presojanja uspešnosti poslovanja v tem, da kritično ovrednotimo vsebino izmerjenega (ocenjenega) z drugih vidikov, ki jih sicer kazalci ne odražajo.

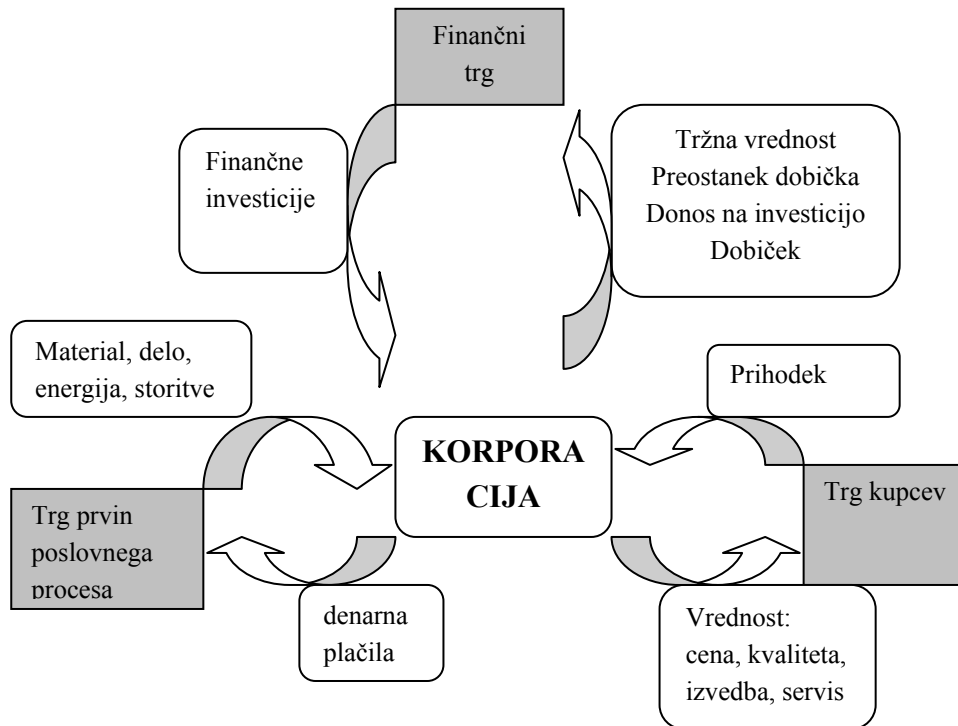
Pogoj za presojanje uspešnosti podjetja je opredelitev sodila uspešnosti. Uspešnost podjetja lahko presojamo iz gospodarskega in finančnega zornega kota (Turk, Kavčič & Kokotec-Novak, 2006, str. 731). V prvem primeru ugotavljamo, kako je podjetje izrabljalo razpoložljive prvine poslovnega procesa (delovna sredstva, predmete dela, delovno silo in

storitve drugih) in kakšen poslovni izid je doseglo (dobiček, izguba). Vendar se je potrebno pri ocenjevanju doseženega dobička vprašati tudi, kakšni so bili vložki za doseg tega dobička; zato v povezavi z dobičkom govorimo o dobičkonosnosti sredstev, dobičkonosnosti kapitala in dobičkovnosti prihodkov. Za delničarje je seveda najbolj zanimiv kazalnik dobičkonosnost kapitala, saj pokaže, koliko dobička ustreza njihovemu vložku. Če presojamo uspešnost podjetja iz finančnega zornega kota, pa nas predvsem zanima, ali je bilo podjetje uspešno pri gospodarjenju z denarjem tako, da je lahko sproti poravnalo svoje obveznosti. Skrbeti mora za ustrezno usklajevanje pritokov in odtokov ter prejemkov in izdatkov. Po mnenju Turka et al. (2006, str. 732) moramo zaradi teh dveh različnih zornih kotov za presojanje uspešnosti podjetja uporabljati najmanj dva kazalnika, čeprav je res, da podjetje dolgoročno ne more biti finančno uspešno, če ni gospodarsko uspešno in obratno.

V korporacijah, ki delujejo na več kot enem samem trgu, je potrebno sprejeti odločitve, kako razporediti potrebne redke resurse med poslovnimi enotami, da bi maksimirali ustvarjanje vrednosti. Uspešnost korporacije je odvisna od stopnje doseganja ustvarjanja vrednosti za vse udeležence na trgu. Ključni stebri ustvarjanja vrednosti z vidika uspešnosti korporacije so: kupci, dobavitelji ter lastniki in upniki. Vse tri skupine poslujejo s korporacijo na trgih, poslovne tokove med njimi prikazujem na sliki 1. Vsaka od teh skupin pa ima svoja merila pri ocenjevanju vrednosti podjetja (Simons, 2000, str. 171-175):

- z vidika kupcev so merila lahko (1) finančna: prihodek ali rast prihodkov, stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov, stroški garancij in/ali vračila (reklamacije) blaga, ali (2) nefinančna: tržni delež ali rast tržnega deleža, zadovoljstvo kupcev, priporočila;
- z vidika trga prvin poslovnega procesa (dobaviteljev) je bistveno merilo uspešnosti točnost in zanesljivost pri plačilu za dobavljene proizvode oz. storitve;
- z vidika finančnega trga (lastnikov in upnikov) pa se uspešnost poslovanja odraža v denarnem povečevanju vrednosti in donosa njihove investicije – pri delniških družbah se vrednost lahko meri v dnevni spremembi cen delnic, pri drugih podjetjih pa se vrednost z gotovostjo lahko oceni šele ob prodaji deleža ali celotnega podjetja; za oceno ustvarjanja vrednosti z vidika finančnega trga managerji najpogosteje spremljajo štiri finančna merila, ki se osredotočajo na uspešnost korporacije: dobiček, donos na investicijo, rezidualni dobiček ali preostanek dobička in tržno vrednost – več o vseh teh merilih bom pisala v nadaljevanju.

Slika 1: Tok uspešnosti korporacije



Vir: R. Simons, Performance Measurement & Control Systems for Implementing Strategy, 2000, str. 171

Slovenski računovodski standardi v SRS 29 – Računovodsko proučevanje (računovodsko analiziranje) opredeljujejo vrsto kazalnikov, s tem da nekateri izmed njih kažejo na razmere pri poslovanju, nekateri pa na uspešnost poslovanja iz različnih zornih kotov. Kazalniki uspešnosti poslovanja so kazalniki gospodarnosti in kazalniki dobičkonosnosti, ki kažejo uspešnost poslovanja iz zornega kota delničarjev in podjetja, ter kazalniki dohodkovnosti, ki kažejo uspešnost poslovanja iz zornega kota zaposlencev, države, financerjev in podjetja samega.

1.1 SODILA TRADICIONALNE FINANČNE ANALIZE

V državah, kjer finančni trgi v ožjem pomenu besede (t.j. trgi vrednostnih papirjev) niso tako razviti, in v državah ter podjetjih oziroma finančnih institucijah, kjer nova teoretična spoznanja še niso popolnoma prenešena v prakso, tako podjetja kot tudi finančne institucije še vedno uporabljajo tradicionalno finančno analizo v celoti ali pa v večjem delu. To velja tudi za Slovenijo (Mramor, 1999, str. 328).

Managerji morajo imeti pri sprejemanju svojih odločitev pred očmi vedno cilj lastnikov, to pa je maksimiranje premoženja, ki so ga lastniki naložili v podjetje. Prevladujoča tradicionalna razlaga je, da se premoženje lastnikov povečuje, ko podjetje maksimira dobiček na delnico. S tega vidika je dobiček pojmovan kot finančna kategorija, kot donos na vloženi kapital, z vidika opredelitve dobička v teh analizah pa gre za računovodsko kategorijo. Jedro

tradicionalne finančne analize je dejansko analiza izkazov poslovanja podjetja (ang. *financial statement analysis*). Najbolj pogosto uporabljane metode in tehnike analize izkazov poslovanja podjetja so (Mramor, 1999, str. 329):

- **analiza absolutnih podatkov:** postavke izkazov poslovanja se analizirajo z vidika njihovega vpliva na dobiček in plačilno sposobnost podjetja. Absolutne podatke se običajno primerja z načrtovanimi vrednostmi, ocenjuje glede na gibanje njihovih vrednosti v času, primerja z vrednostmi primerljivih podjetij, ipd. Namen take analize je ugotoviti, ali določene poslovne odločitve pozitivno ali negativno vplivajo na cilj poslovanja;
- **indeksi rasti:** primerjajo se indeksi rasti posameznih postavk izkazov poslovanja med seboj, z indeksi panoge, primerljivih podjetij ipd., z enakim namenom kot analiza absolutnih podatkov;
- **strukturni deleži:** proučuje se deleže posameznih delov izkaza poslovnega izida, ustreznost strukture kapitala glede na sredstva in obseg dolgov, relativni obseg posameznih postavk sredstev ter trend njegovega spreminjanja med leti;
- **preseki bilanc stanja:** omogoča enostavnejši in bolj podroben vpogled v odnose med viri financiranja in sredstvi; bilanco se uredi po naraščajoči ročnosti sredstev (začasna kratkoročna, trajno kratkoročna in dolgoročna) in obveznosti (kratkoročne in dolgoročne obveznosti ter lastniški kapital), nato pa vodoravno »preseka« glede na posamezne kategorije ročnosti virov financiranja in ugotavlja »prelivanje« npr. kratkoročnih virov v dolgoročna sredstva;
- **finančni kazalci (računovodski kazalniki):** finančni kazalci so običajno razmerja med določenimi postavkami izkazov poslovanja podjetja oziroma določenimi tržnimi vrednostmi (npr. cena delnice). Računovodski kazalniki so del finančnih kazalcev, ki se računajo samo iz računovodskih podatkov. Namen računanja finančnih kazalcev je pridobiti informacije o vplivu poslovnih odločitev na skupno učinkovitost, uspešnost in stabilnost poslovanja podjetja in na njegovo finančno moč, saj naj bi te kategorije posredno merile uspešnost poslovnih odločitev z vidika vpliva na dobiček in plačilno sposobnost. Izračunane vrednosti finančnih kazalcev se običajno ocenjujejo glede na določene mejne vrednosti, ali glede na gibanje njihovih vrednosti v času, primerjajo z vrednostmi primerljivih podjetij, ali primerjajo z vrednostmi za panogo domačega in/ali ustreznega tujega gospodarstva.

1.1.1 Najpogostejši finančni kazalci

Tradicionalno merjenje uspešnosti poslovanja je predvsem računovodsko in vrednostno (Rejc, 2002, str. 52). Poleg temeljnega kazalnika uspešnosti poslovanja (dobičkonosnost kapitala) tradicionalno spremljanje uspešnosti zajema tudi ekonomičnost poslovanja, produktivnost dela, obračanje sredstev in opremljenost dela s sredstvi. Povezave med omenjenimi štirimi

dejavniki in uspešnostjo poslovanja, izraženo z dobičkonosnostjo sredstev, ponazarja Du Pontov sistem povezanih kazalcev.²

Osnovni cilj finančnega managementa je maksimiranje tržne cene delnice, ne pa doseganje dobička, ki je računovodsko merilo. Vendar računovodski podatki vplivajo na ceno delnic, analiziranje računovodskih izkazov pa pomaga razumeti, zakaj je podjetje poslovalo tako kot je, in napovedati, kako bo poslovalo v prihodnje. Avtorji različnih učbenikov s področja poslovnih financ in finančnega računovodstva različno razvrščajo najpogosteje uporabljane kazalnike v tradicionalni finančni analizi. Brigham in Daves (2004, str. 230-242) pri prikazu analize s kazalniki (ang. *ratio analysis*) le-te razvrščata v naslednje skupine:³

- **kazalniki likvidnosti** (ang. *liquidity ratios*), ki merijo kratkoročno plačilno sposobnost podjetja:⁴
 - kratkoročni koeficient (ang. *current ratio*), ki kaže na razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi;
 - pospešeni koeficient (ang. *quick, or acid-test, ratio*), ki je podoben prejšnjemu, s tem da med kratkoročnimi sredstvi ne upošteva zalog;
- **kazalniki obračanja sredstev** (ang. *asset management ratios*), ki merijo učinkovitost podjetja pri upravljanju s sredstvi:
 - koeficient obračanja zalog (ang. *inventory turnover ratio*), ki pove, kolikokrat se v preučevanem obdobju obrnejo zaloge,
 - koeficient obračanja terjatev do kupcev (ang. *average collection period*), ki pove povprečen plačilni rok, v katerem kupci preučevanega podjetja poravnajo terjatve,
 - koeficient obračanja dolgoročnih sredstev (ang. *fixed asset turnover ratio*), ki primerja prodajo z neto dolgoročnimi sredstvi,
 - koeficient obračanja sredstev (ang. *total asset turnover ratio*) meri obračanje celotnih sredstev podjetja;
- **kazalniki stanja financiranja** (ang. *debt management ratios*), ki kažejo na obseg uporabe dolžniških virov financiranja:

² Glej na primer Brigham & Daves, 2004, str. 247-248

³ Razvrstitev kazalcev v skupine se razlikuje od razvrstitve, ki jo opredeljujejo SRS 29. Problem nastaja tudi pri prevajanju angleških izrazov v slovenščino; za kazalnike, ki se v Sloveniji splošno uporabljajo in jih je moč najti tudi v SRS 29, sem uporabila že uveljavljena imena, za novejša sodila uspešnosti sem si pomagala s prevodom Turka et al., 2006, str. 734-735, zadnja dva v skupini kazalnikov stanja financiranja pa sem poskušala vsebinsko čim bolj pravilno prevesti.

⁴ Bergant (1999, str. 395-410) v svojem prispevku poudarja, da navedeni koeficienti niso in ne morejo biti informacija o kratkoročni plačilni sposobnosti, saj temeljijo na podatkih, ki so pri izračunavanju koeficientov že zastareli; lahko pa so predvsem informacija o tveganju v zvezi s prihodnjo plačilno sposobnostjo podjetja, kar pa Kodeks poslovnofinančnih načel obravnava kot informacijo o dolgoročni plačilni sposobnosti. Ozadje izrazne moči kratkoročnega koeficienta izhaja iz povezave med obratnim kapitalom in kratkoročnimi naložbami, torej je kratkoročni koeficient nič drugega kot drugače izražena stopnja dolgoročnega financiranja kratkoročnih naložb.

- stopnja dolžniškosti financiranja (ang. *debt ratio*) pove odstotek dolžniških virov financiranja,
 - koeficient pokrivanja obresti (ang. *times-interest-earned (TIE)*⁵ *ratio*) pove, ali podjetje ustvarja dovolj velik dobiček iz poslovanja, da je podjetje še sposobno pokrivati letni strošek obresti,
 - kazalnik sposobnosti vračanja dolga (ang. *EBITDA coverage ratio*⁶) je za podjetja, ki imajo visok znesek amortizacije in ki imajo sredstva v finančnem najemu, boljši kazalec od prejšnjega, saj kaže na to, ali je podjetje sposobno odplačati dolg (poleg obresti tudi glavnico dolga ter obroke finančnega najema);
- **kazalniki dobičkonosnosti** (ang. *profitability ratios*):
 - stopnja dobičkovnosti prihodkov (ang. *profit margin on sales*) prikazuje ustvarjen dobiček na denarno enoto prodaje,
 - temeljna moč dobička (ang. *basic earning power (BEP) ratio*⁷) je kazalnik razširjene dobičkonosnosti sredstev; je razmerje med dobičkom pred obdavčitvijo z vštetiimi obrestmi ter vsemi sredstvi in je koristen za primerjavo med podjetji v različnih davčnih položajih in z različno stopnjo zadolžitve,
 - dobičkonosnost sredstev (ang. *return on total assets (ROA)*) je izračunan kot čisti dobiček na vsa sredstva,
 - dobičkonosnost navadnega lastniškega kapitala (ang. *return on common equity (ROE)*) kot najpomembnejši računovodski kazalnik je opredeljen kot čisti dobiček (ki je na voljo lastnikom) na skupni kapital in se izraža kot odstotek na enoto vloženega kapitala;
 - **kazalniki tržne vrednosti** (ang. *market value ratios*) povezujejo tržno vrednost delnice podjetja z dobičkom, denarnim tokom in knjigovodsko ceno delnice:
 - cenovno dobičkovno razmerje ali multiplikator čistega dobička (ang. *price/earnings (P/E) ratio*) kaže, koliko so investitorji pripravljeni plačati za denarno enoto poročanega dobička,

⁵ Koeficient pokrivanja obresti = $\frac{\text{dobiček pred plačilom obresti in davkov}}{\text{zaračunane obresti}}$ (ang. *TIE ratio* = $\frac{EBIT}{\text{interest charges}}$)

⁶ Kazalnik sposobnosti vračanja dolga = $\frac{EBITDA + \text{obveznosti iz finančnega najema}}{\text{obresti} + \text{odplačilo glavnice} + \text{obv. iz finančnega najema}}$

(ang. *EBITDA coverage ratio* = $\frac{EBITDA + \text{Lease payments}}{\text{Interest} + \text{Principal payments} + \text{Lease payments}}$)

EBITDA je dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

⁷ Temeljna moč dobička = $\frac{\text{dobiček pred plačilom obresti in davkov}}{\text{sredstva}}$ (ang. *BEP ratio* = $\frac{EBIT}{\text{Total assets}}$)

- razmerje med tržno ceno delnice in denarnim tokom na delnico⁸ (ang. *price/cash flow ratio*) je uporabljan predvsem v panogah, kjer je cena delnice bolj kot z dobičkom tesno povezana z denarnim tokom,
- razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice oz. kapitala (ang. *market/book ratio*) primerja tržno ceno delnice z njeno knjigovodsko vrednostjo in odraža, kako investitorji obravnavajo podjetje – delnice podjetij z visokimi stopnjami dobičkonosnosti se običajno prodajajo po višjih večkratnikih njihove knjigovodske vrednosti kot delnice tistih podjetij z nižjo donosnostjo.

1.1.2 Omejitve tradicionalne finančne analize

Tradicionalna finančna analiza temelji na preteklih podatkih poslovanja, ki so nemalokrat na voljo z nekaj mesečno zamudo, zato je sprejemanje poslovnih odločitev, ki bi temeljile le na preteklih računovodskih kazalnikih, močno tvegano. Z vidika finančnih investitorjev (ne pa tudi z vidika lastnikov) je pomembna še ena omejitev računovodskih izkazov, in sicer da ne merijo vrednosti posla: nikjer v izkazih ne zasledimo informacije o potencialu in znanju zaposlenecv, o podpisanih pogodbah s poslovnimi partnerji, ki zagotavljajo povečanje prihodkov v prihodnosti in podobno, res pa je, da se vedno več tudi neračunovodskih informacij (kot so pričakovan razvoj podjetja in aktivnosti podjetja na področju raziskav in razvoja) najde v prilogah letnemu poročilu.

Z vidika presojanja uspešnosti poslovanja podjetja lahko splošno kritiko tradicionalnih kazalcev uspešnosti poslovanja podjetja povzamemo v šestih segmentih (Rejc, 2002, str. 53-56):

- **neustreznost računovodskih kazalcev:** računovodski kazalci sami po sebi niso neustrezní, če upoštevajo vse potrebne kategorije in se izračunavajo za pravilno opredeljeno obdobje. Neustrezní kazalci uspešnosti poslovanja so tisti, ki so nepravilno izračunani z vidika vsebine poslovnega odločanja, pri katerem naj bi jih upoštevali, ker bodisi ne upoštevajo vseh potrebnih poslovnih kategorij bodisi niso izračunani za pravilno obdobje (npr. dobičkonosnost posameznega proizvoda je potrebno izračunavati čez celotno življenjsko dobo in ne samo za posamezna obračunska obdobja, saj v tem primeru zanemarimo velik del stroškov, ki so nastali npr. še pred proizvodnjo tega proizvoda);
- **nezadostnost računovodskih kazalcev za celovito spremljanje uspešnosti poslovanja podjetja:** kaže se takrat, ko iz računovodskih kazalcev ni mogoče razbrati, kateri dejavniki so najodločilneje prispevali k izkazanemu rezultatu. Globalna konkurenca zahteva, da managerji podjetij razpolagajo tudi z nefinančnimi kazalci o kakovosti, višini zalog, fizični produktivnosti, prilagodljivosti proizvodnje in dobave in

⁸ Denarni tok na delnico je opredeljen kot
$$\frac{\text{čisti dobiček} + \text{amortizacija} + \text{odpisi vrednosti}}{\text{število izdanih delnic}}$$

o zaposlenih. Podjetje, ki dosega zadovoljivo finančno uspešnost, hkrati pa stagnira ali celo nazaduje na področju ključnih nefinančnih dejavnikov, ne more dolgoročno tekMOVATI na svetovni ravni;

- **zapoznelost računovodskih kazalnikov za vrsto poslovnih odločitev:** računovodski kazalniki o uspešnosti, izračunani na podlagi podatkov iz temeljnih računovodskih izkazov, so za številne poslovne odločitve prepozni. Managerji tako ne razpolagajo pravočasno s potrebnimi informacijami za odločanje;
- **možna zloraba kazalcev dobičkonosnosti:** če podjetja temeljne kazalnike dobičkonosnosti (dobičkonosnost kapitala, dobičkonosnost sredstev ali dobičkonosnost investicij, vsi so opredeljeni kot razmerje med dobičkom obračunskega obdobja in povprečnim stanjem določenih vlaganj) uporabljajo kot temeljni kriterij uspešnosti poslovanja in kot osnovo za nagrajevanje managerjev, spodbujajo k poslovnim odločitvam, ki so za podjetje kot celoto dolgoročno škodljive. V želji, da bi kazalnik izkazoval čim višjo vrednost, managerji iščejo načine za zmanjšanje imenovalca (vlaganja) in ne za povečanje števca (dobička) – tako se zmanjšujejo npr. vlaganja v raziskave in razvoj, v projekte za večanje kakovosti, v izboljšanje distribucije, v pospeševanje prodaje, v odnose s kupci, v zaposlene – vsa ta področja pa so vitalnega pomena za dolgoročen razvoj podjetja;
- **pomanjkljivost tradicionalnih kazalcev poslovnega računovodstva:** gre predvsem za tiste kazalce, ki so bili oblikovani za spremljanje učinkovitosti in uspešnosti tradicionalno zasnovanih proizvodnih in drugih procesov, uporabljajo pa se v podjetjih, ki poslujejo v skladu s sodobnimi poslovnimi načeli – v sodobnih poslovnih razmerah je npr. posebej vprašljiv koncept standardov, zlasti če se jih uporablja brez analize odmikov;
- **problem kratkoročnosti računovodskih kazalcev:** tradicionalni računovodski kazalci so predvsem kratkoročni in nepovezani s strategijo podjetja. Večina kazalcev je osredotočenih na eno poslovno leto, za celovito in sodobno spremljanje uspešnosti poslovanja pa je zelo pomembno, da na ugotovljeno uspešnost gledamo z dolgoročnega in strateškega vidika.

Mramor (1999, str. 330) pravi, da je temeljni problem tradicionalne finančne analize z vidika managementa, da poskuša ugotoviti finančne posledice poslovnih odločitev brez jasnega kriterija, kaj je cilj poslovnih odločitev. Maksimiranje dobička in ustrezna plačilna sposobnost sta dva cilja, ki sta si na kratek rok lahko celo nasprotna, poleg tega pa sta težko opredeljiva. Zaradi teh bistvenih problemov v okviru tradicionalne finančne analize ni možno razviti konsistentnih modelov analize, temveč so se razvile določene vrednostne sodbe na podlagi dolgoletnih izkušenj ali pa se npr. vrednosti posameznih kazalcev primerjajo z vrednostmi podjetij v isti dejavnosti. Izbor finančnih kazalcev se pri tradicionalni finančni analizi naredi tudi glede na namen finančne analize (lastnik, dolgoročni upnik, kratkoročni upnik, dostikrat pa tudi manager, predvsem pri pripravi načrtov poslovanja), izračunajo se njihove vrednosti in ustrezno primerjajo. Potem, ko se za vsak finančni kazalec ugotovi, ali je njegova vrednost zadovoljiva ali ne, se oceni uspešnost poslovanja podjetja. Pri tem gre dostikrat za zelo

subjektivne ocene, ki poleg tega temeljijo na neustreznih predpostavkah (npr. o cilju poslovanja podjetja), zato so lahko tudi sklepi o sposobnosti podjetja ohranjeni in ustvarjati premoženje za investitorje v prihodnosti najprej zelo različni glede na to, kdo analizira podjetje, poleg tega pa je večina izmed teh sklepov tudi napačnih.

Omejitve analize s kazalniki in potencialne probleme, ki se lahko pojavijo, navajata tudi Brigham in Daves (2004, str. 251):

- mnogo velikih podjetij ima več proizvodnih programov v več dejavnostih in za taka podjetja je težko razviti uporaben nabor industrijskih povprečij, s katerimi bi lahko primerjali kazalnike za izbrano podjetje; zato je analiza s kazalniki bolj primerna za mala, v dejavnosti bolj osredotočena podjetja;
- večina podjetij želi dosegati boljše rezultate kot so povprečni v panogi, zato primerjava s povprečjem v panogi ni vedno najboljša izbira; ta problem lahko rešuje primerjanje z najboljšimi v dejavnosti (ang. *benchmarking*);
- inflacija lahko tudi močno zamegli podatke v bilanci stanja – poročani podatki so lahko bistveno drugačni od resničnih vrednosti premoženja. Inflacija lahko vpliva tako na stroške amortizacije, stroške zalog kot tudi na dobiček podjetja, zato je treba to upoštevati pri primerjavi podatkov za eno podjetje za različna časovna obdobja oziroma pri primerjavah konkurenčnih podjetij različne starosti;
- sezonski vpliv je predvsem opazen pri kazalnikih obračanja (npr. obračanje zalog, obračanje terjatev do kupcev), saj npr. v trgovinski dejavnosti ali v dejavnosti proizvodnje hrane stanje zalog lahko precej niha; temu se vsaj malo lahko izognemo z izračunavanjem mesečnih povprečij stanja zalog in terjatev, ko izračunavamo kazalnike obračanja;
- težko je posplošiti in za določene vrednosti kazalcev trditi da so dobre ali slabe; npr. visok obrat stalnih sredstev lahko po eni strani pomeni, da podjetje učinkovito uporablja svoja sredstva, po drugi strani pa, da je podkapitalizirano in si ne more privoščiti nakupa potrebnih sredstev;
- podjetje ima lahko nekatere vrednosti kazalcev, ki »izgledajo dobro« in druge, ki »izgledajo slabo«, pa se je težko odločiti, kakšen je finančni položaj podjetja; problem do neke mere rešujejo statistične metode, ki na objektivni način upoštevajo pomembnost posameznega finančnega kazalca pri finančni analizi (multivariatna diskriminantna analiza) in tako izračunajo verjetnost, da bi podjetje lahko zašlo v finančne težave;
- učinkovita uporaba računovodskih kazalnikov seveda zahteva tudi, da računovodski izkazi izkazujejo pošteno sliko poslovanja podjetja; po odkritju računovodskih prevar dveh ameriških gigantov leta 2001 in 2002 (WorldCom in Enron) je videti, da temu ni vedno tako, zato so informacije, pripravljene na temelju računovodskih izkazov, lahko tudi zavajajoče.

Slovenska srednja in velika podjetja morajo pri sestavljanju letnih poročil upoštevati SRS 30, ki med drugim določa, katere računovodske kazalnike morajo vsebovati priloge k letnemu

poročilu.⁹ Opazimo lahko, da med najbolj pomembne računovodske kazalnike štejejo tisti, ki so vsebinsko najbolj zanimivi za lastnike podjetij in posojilodajalce. Rejčeva (2002, str. 32) ugotavlja, da tako novi Zakon o gospodarskih družbah (Ur. l. RS, št. 45/2001) kot takrat novi SRS (2001) uvajajo spremembe v smeri večjega varovanja interesov zunanjih udeležencev podjetja, zlasti lastnikov in posojilodajalcev. Dejstvo pa je, da v Sloveniji problem tradicionalnega, to je računovodskega poročanja o uspešnosti poslovanja podjetja z zakonom in deloma z računovodskimi standardi rešujemo s precejšnjo zamudo. V razvitih državah so to pričeli reševati precej bolj zgodaj in z različnimi pravnimi in institucionalnimi podlagami opozorili na pomen sodobnega spremljanja uspešnosti poslovanja podjetja. Rejčeva (2002, str. 59) še opozarja, da je problematično predvsem tradicionalno spremljanje uspešnosti poslovanja sodobno naravnane in na zahtevnih trgih poslujočega podjetja. Managerji podjetij potrebujejo tako sodobne finančne kazalce kot tudi nefinančne kazalce za spremljanje uspešnosti poslovanja.

1.2 SODOBNO SPREMLJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA

Managerji številnih podjetij so se vrsto let soočali s problemom, s katerimi kazalci in na kakšen način spremljati uspešnost poslovanja, ko podjetje spreminja svojo strategijo in se sooča z vedno ostrejšo konkurenco. Poleg tradicionalnih finančnih kazalcev so se pričeli uveljavljati še nefinančni kazalci. V osemdesetih so tako postali pomembni različni *kazalci kakovosti* proizvodnih in drugih poslovnih procesov ter kakovost končnih poslovnih učinkov. V devetdesetih je v ospredje stopilo *zadovoljstvo kupcev*, saj je bilo potrebno z naraščajočo konkurenco strategije, ki so se osredotočale na kakovost, razviti v strategije, ki so temeljile na celoviti ponudbi in zadovoljevanju kupca. Na svoj način sta k spremembam na področju spremljanja uspešnosti poslovanja podjetja prispevala še *benchmarking*,¹⁰ kot metoda izboljševanja procesov v podjetju, in razvoj *informacijske tehnologije*, zaradi česar so se uveljavili neračunovodski informacijski sistemi (kadrovske informacijske sistemi, trženjski informacijski sistemi in drugi), ki samostojno in integrirano oblikujejo številne nefinančne kazalce. Managerji so se vedno bolj zavedali, da je temeljni cilj poslovanja podjetja, cilj lastnikov, mogoče doseči le ob sodelovanju vrste drugih udeležencev – od zaposlenih, dobaviteljev, različnih javnosti in drugih. Cilj lastnikov kot temeljni cilj je potrebno uskladiti s cilji drugih udeležencev, zlasti s kupci. Ravno vzporejanje ciljev različnih udeležencev s

⁹ SRS 30 v točki 30.28 predpisuje, da morajo podjetja v letnem poročilu prikazati najmanj naslednje kazalnike: (a) od temeljnih kazalnikov stanja investiranja: stopnja lastniškosti financiranja, stopnja dolgoročnosti financiranja, (b) od temeljnih kazalnikov stanja investiranja: stopnja osnovnosti investiranja, stopnja dolgoročnosti investiranja, (c) od temeljnih kazalnikov vodoravnega finančnega ustroja: koeficient kapitalne pokritosti osnovnih sredstev, hitri koeficient, pospešeni koeficient, kratkoročni koeficient, (d) od temeljnih kazalnikov gospodarnosti: koeficient gospodarnosti poslovanja ter (e) od temeljnih kazalnikov dobičkonosnosti: koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala, koeficient dividendnosti osnovnega kapitala.

¹⁰ Dobesednega prevoda angleškega izraza »benchmarking« v slovenščini ne poznamo, v poslovnem slovarju pa je opredeljen kot »primerjanje lastne uspešnosti s konkurenco na podlagi izdelanih kriterijev« (Sidoroska Čorić, 2005, str. 5)

cilji lastnikov pomembno razlikuje sodobno spremljanje uspešnosti poslovanja od tradicionalnega (Rejc, 2002, str. 69-79).

Danes je poznanih in uveljavljenih kar nekaj sodobnih modelov za spremljanje uspešnosti poslovanja. Kljub ugotovljenim razlikam med sodobnim in tradicionalnim spremljanjem uspešnosti poslovanja je treba poudariti, da se pri sodobnih modelih nadaljuje s tradicionalnim konceptom postavljeno izhodišče, da je cilj lastnikov (oziroma potreba po maksimiranju koristi lastnikov) temeljni cilj poslovanja. Poslovne odločitve, ki jih sprejemajo managerji, zasledujejo interese najpomembnejše skupine udeležencev v poslovanju podjetja, lastnikov, seveda pa se kazalci o uspešnosti, s katerimi optimirajo poslovno odločanje na najvišji ravni, od tradicionalnih razlikujejo (Rejc, 2002, str. 102).

Za upravljanje in vodenje podjetja, ki temelji na maksimiranju tržne vrednosti podjetja, se je uveljavil izraz Value Based Management – VBM, ki ga lahko prevedemo kot Ravnanje za večanje vrednosti (Bolčič & Bergant, 2005, str. 1). To je stalen proces, ki na vseh ravneh usmerja odločanje in delovanje v večanje vrednosti kapitala in vključuje tudi sistem za motivacijo in nagrajevanje odgovornih v podjetju v odvisnosti od njihovega prispevka k povečanju vrednosti enote lastniškega kapitala. Namen modelov merjenja uspešnosti poslovanja v okviru koncepta VBM je v opredelitvi merljive kategorije, ki najbolje odraža vpliv na oblikovanje tržne cene enote navadnega lastniškega kapitala. Eden od modelov, ki sodi v okvir koncepta VBM, je tudi model EVA, ki je osrednja tema magistrskega dela, kot najpomembnejše modele v okviru koncepta VBM pa lahko še naštejemo (Bolčič in Bergant, 2005, str. 3):

- model dodane vrednosti za delničarje - SVA (ang. *Share Value Analysis*) – je v bistvu stalno napovedovanje pričakovanih donosov, njihovo diskontiranje na sedanjo vrednost in vrednotenje podjetja; merilo uspešnosti temelji na primerjavi dejanskih donosov z napovedanimi;
- model dobičkonosnosti sredstev na podlagi denarnega toka - CFROI (ang. *Cash Flow Return on Investment*) – je mera dobičkovnosti naložb; s primerjavo bruto denarnega toka z nabavno vrednostjo sredstev in ob upoštevanju različne starosti sredstev in njihove življenjske dobe se preračuna na notranjo stopnjo donosnosti;
- model dodane vrednosti denarnega toka - CVA (ang. *Cash Value Added*) – vključuje le postavke denarnega toka in predstavlja razliko med dejanskim poslovnim denarnim tokom in potrebnim poslovnim denarnim tokom, ki predstavlja stroške vsega kapitala oziroma zahtevani donos vseh investitorjev.

Skupno vsem naštetim modelom je, da se osredotočajo na denarne tokove, ker naj bi ti bolj pravilno izkazovali ekonomsko stanje v podjetju, kot pa računovodski dobiček. Vedno večjo veljavo pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja pa dobivajo tudi modeli, ki niso osredotočeni samo na denarne tokove, ampak obravnavajo še preostale pomembne vidike v podjetju. Verjetno najpopularnejši med njimi je t.i. uravnoteženi sistem kazalnikov (ang. *Balanced ScoreCard* – v nadaljevanju BSC), ki ga v nadaljevanju na kratko predstavljam, drugi sodobni

modeli pa so še Evropski model poslovne odličnosti, Model Lyncha in Crossa, Model Atkinsona, Waterhousea in Wellsa, Model Nickolsa in drugi.¹¹

1.2.1 *Uravnoteženi sistem kazalnikov*

Potreba zunanjih vlagateljev po informacijah, ki bodo pomagale predvideti prihodnjo uspešnost podjetij, v katera so vložili svoj kapital (ali o naložbah vanje razmišljajo), je strokovnjake prisilila v iskanje novih metod merjenja uspešnosti, ki se ne bi opirale zgolj na pretekle podatke o poslovanju, kar je predvsem slabost finančnih kazalnikov. V začetku devetdesetih let sta Norton in Kaplan razvila nov sistem merjenja uspešnosti poslovanja podjetja, s katerim sta sicer ohranila tradicionalne finančne kazalnike uspešnosti in jih dopolnila s kazalniki gonil prihodnje uspešnosti – poimenovala sta ga Balanced ScoreCard. Uravnoteženi sistem kazalnikov zagotavlja vodstvenim delavcem obsežen okvir, ki pretvarja vizijo in strategijo podjetja v razumljiv splet kazalnikov uspešnosti poslovanja, razvršča pa jih v štiri vidike (Kaplan & Norton, 2000, str. 36-155; Hočevar, 2002, str. 93-94):

- **finančni vidik:** BSC ohranja finančni vidik, saj so finančni kazalniki koristni pri povzemanju zlahka izmerljivih ekonomskih posledic že sprejetih ukrepov. Kazalniki finančne uspešnosti kažejo, ali strategija, njeno uveljavljanje in izvajanje v podjetju prispevajo h končnemu izboljšanju. Strateške usmeritve finančnega vidika so: (a) rast in splet prihodkov, (b) zmanjševanje stroškov / izboljševanje produktivnosti in (c) izraba sredstev / naložbena strategija. Najpogosteje uporabljeni kazalniki rezultatov uspeha teh finančnih strategij so rast prihodkov, dobičkonosnost poslovnih sredstev, donosnost naložb ter ekonomska dodana vrednost;
- **poslovanje s strankami:** kupci so tisti, ki podjetju omogočajo dosežati dobiček, zato morajo managerji jasno opredeliti ciljne skupine kupcev in ciljne tržne segmente ter oblikovati skupino sodil za merjenje uspešnosti sodelovanja z njimi. Med osnovne kazalnike rezultatov za vsa podjetja sodijo: tržni delež, ohranjanje strank, pridobivanje strank, zadovoljstvo strank, dobičkonosnost strank. Vsako podjetje pa mora določiti svojo strategijo odnosa do skupin kupcev, ki je določena glede na: (a) lastnosti proizvodov in storitev (cena, uporabnost, kakovost), (b) odnos do kupcev (čas dostave, zadovoljstvo kupcev) ter (c) podobo in ugled podjetja;
- **notranji poslovni procesi:** vidik notranjih poslovnih procesov vključuje procese, ki so ključni za izpolnjevanje ciljev delničarjev in ciljnih tržnih segmentov. Običajni sistemi merjenja uspešnosti so osredotočeni le na nadziranje in izboljševanje kazalnikov kakovosti, stroškov in trajanja obstoječih poslovnih procesov, medtem ko BSC omogoča, da zahteve po uspešnosti notranjih procesov izhajajo iz pričakovanih specifičnih zunanjih odjemalcev. Podlaga za vrednotenje tega vidika je ponavadi veriga vrednosti, ki vsebuje tri glavne poslovne procese: (a) proces inovacij, (b) operativni proces ter (c) proces poprodajnih storitev. Kazalniki, ki so lahko podlaga za merjenje

¹¹ Več o naštetih sodobnih modelih spremljanja uspešnosti poslovanja podjetij najdemo v Rejc, 2002, str. 102-113.

uspešnosti procesa inovacij, so: odstotek prodaje novih proizvodov v celotni prodaji, odstotek prodaje lastnih, zaščitenih izdelkov, število predstavitev novih izdelkov na trgu v primerjavi s konkurenti in v primerjavi z načrti, proizvodne zmogljivosti ter čas, potreben za razvoj novih izdelkov. Uspešnost procesa inovacij se meri s kazalniki kakovosti, stroškov in trajanj poslovnih ciljev, z enakimi kazalniki pa se lahko meri tudi uspešnost v procesu poprodajnih storitev;

- **učenje in rast:** cilji vidika učenja in rasti zagotavljajo podjetju infrastrukturo za doseganje ambicioznih ciljev, ki so jih opredelili v preostalih treh vidikih. BSC poudarja pomen vlaganj v prihodnost, predvsem mora podjetje vlagati v svojo infrastrukturo – ljudi, sisteme in postopke, če želi doseči dolgoročne ambiciozne cilje finančne rasti. Tri glavne kategorije vidika učenja in rasti so: (a) sposobnost zaposlenih, (b) zmogljivost informacijskih sistemov ter (c) motivacija, avtonomnost in usklajevanje zaposlenih (prijetno delovno okolje). Tako kot pri kazalnikih odnosa do kupcev obstaja tudi pri kazalnikih učenja in rasti nekaj ključnih kazalnikov uspešnosti: ohranjanje zaposlenosti, produktivnost zaposlenosti, izobraževanja in usposabljanja zaposlenosti, večšine zaposlenosti ter zadovoljstvo zaposlenosti.

Štirje vidiki sistema omogočajo usklajenost med kratoročnimi in dolgoročnimi cilji, med zelenimi cilji in gibali njihove uspešnosti ter med ostrimi kazalniki ciljev in blažjimi, subjektivnejšimi kazalniki. Čeprav številčnost kazalnikov v sistemu morda zbuja nejasnost, imajo ustrezno sestavljeni sistemi enoten namen, saj so vsi kazalniki usmerjeni v doseganje celovite strategije. Med prednostmi metode BSC lahko izpostavimo to, da jo lahko uporabljajo podjetja v katerikoli gospodarski panogi, kazalniki pa morajo biti prilagojeni viziji oziroma poslanstvu podjetja, strategiji, tehnologiji in organizacijski kulturi. Metoda BSC odpravlja slabosti klasičnih računovodskih meril, kljub temu pa Hočevar (2002, str. 94) opozarja, da bi se morali v podjetjih zavedati treh omejitev modela:

- BSC ni nova, revolucionarna metoda merjenja uspešnosti poslovanja; v teoriji in praksi so že uvajali nefinančne kazalnike, torej morajo podjetja le dopolniti obstoječe merjenje uspešnosti poslovanja;
- metoda BSC zajema številna pomembna področja poslovanja, vendar predlagani kazalniki niso popolni – nekateri zaslužijo primernejše določanje ciljev poslovnih funkcij in spremljanje njene uspešnosti;
- metoda BSC je obsežen sistem kazalnikov in informacij, kar lahko povzroči težave pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja kot celote oziroma pri primerjanju poslovanja podjetja z drugimi.

1.2.2 Sodobna finančna analiza in najpogostejša sodila

Prvi korak k sodobni finančni analizi je jasna opredelitev cilja poslovanja predvsem z vidika lastnikov (in tudi managerjev), ki ga je mogoče tudi analitično spremljati (Mramor, 1999, str. 333). Opredelitev cilja poslovanja podjetja za lastnike kot maksimiranje tržne vrednosti enote

lastniškega kapitala podjetja (delnice), je omogočila uporabo prave finančne analize, saj so finančne kategorije zamenjale računovodske. Tako so kategoriji dobička in finančne moči podjetja zamenjali prihodnji pričakovani denarni tokovi, njihova časovna razporeditev in tveganje. Drug bistven korak je naredila teorija z opredelitvijo obsega in cene tveganja prihodnjih pričakovanih denarnih tokov, ko so določanje ustreznih zahtevanih stopenj donosa (diskontnih stopenj) naložb »po občutku« zamenjali teoretično dokaj dobro podprti modeli (eden od njih je tudi model določanja cen dolgoročnih naložb CAPM, o katerem bom govorila v nadaljevanju) in s tem bistveno izboljšali kakovost analize. Tretji bistveni korak pa je teorija naredila z izgraditvijo logike, na tej osnovi pa modelov, finančne analize posameznih finančnih in investicijskih odločitev.

V okviru sodobne finančne analize so se najprej izgradili temelji finančne analize (ali ekonomskega ovrednotenja) dolgoročnih investicij oziroma investicijskih projektov. Sledil je razvoj sodobne finančne analize dolgoročnih virov financiranja – analiza strukture kapitala in politike dividend z vidika lastnikov. Sodobna finančna analiza za kratkoročne investicijske in finančne odločitve pa še ni popolnoma razvita, njeni modeli in tehnike običajno le delno temeljijo na logiki sodobne finančne analize.

Nekakšen splošen rezultat sodobne teorije poslovnih financ je, da bolj ali manj za vsako poslovno odločitev oziroma vidik poslovanja podjetja velja nek optimalni obseg (npr. določenih naložb, določenih virov financiranja, zmanjšanja določenih stroškov itd.), ki pri ostalem nespremenjenem maksimira tržno vrednost delnice podjetja. S pomočjo sodobne finančne analize poskušajo ta optimum čim bolj natančno ugotavljati predvsem managerji pri svojih poslovnih odločitvah (Mramor, 1999, str. 336).

Rezultati sodobne finančne analize so mnogo bolj zanesljivi in uporabni kot rezultati tradicionalne finančne analize, saj so subjektivne ocene o uspešnosti poslovanja zamenjale neposredne ocene vpliva poslovnih odločitev, na primer na tržno vrednost lastniškega kapitala, verjetnost plačilne nesposobnosti ipd. V zadnjih štirih desetletjih je sodobna finančna analiza razvila izjemno veliko metod in tehnik, tako da je njena uporabnost dandanes zelo velika, hkrati pa obstaja še vrsto področij, kjer bo nadaljnji razvoj še bistveno izboljšal natančnost ocen finančnih posledic posameznih poslovnih odločitev oziroma vseh poslovnih odločitev podjetja skupaj (npr. v določenem obdobju) (Mramor, 1999, str. 337).

Z vidika delničarjev se uspešnost podjetja odraža v povečanju vrednosti naložbe in v finančnem donosu njihove naložbe. Pri delniških družbah lahko naložbo spremljamo skozi dnevno spreminjanje vrednosti delnice, pri drugih podjetjih pa se povečanje vrednosti lahko z gotovostjo oceni šele takrat, ko pride do prodaje deleža podjetja. Managerji morajo zagotavljati, da je finančni donos, ki se ustvari s trajnostno dobičkonosnostjo podjetja, skladen s pričakovanji lastnikov in potencialnih novih lastnikov. V razmerah konkurenčnih finančnih trgov je vedno na voljo precej naložbenih možnosti, zato mora biti ekonomska učinkovitost podjetja (ki se odraža skozi vrednost delnice) taka, da privabi nove investitorje in

vzpodbudi obstoječe lastnike, da ohranijo svoj delež v podjetju. Pri spremljanju ustvarjanja vrednosti z vidika finančne analize si managerji tako najpogosteje pomagajo s štirimi finančnimi sodili, ki so osredotočena na uspešnost poslovanja podjetja: dobiček, donosnost investicije (ang. *return on investment - ROI*), rezidualni dobiček in tržna vrednost podjetja (Simons, 2000, str. 173-176).

Računovodski dobiček je temeljno merilo uspešnosti z vidika investitorjev, saj pove, koliko prihodka je na voljo za nove investicije ali za razdelitev lastnikom. Slabost tega merila je, da je izražen v absolutnem znesku in nam torej ne pove, kako velika investicija je bila potrebna za doseganje tega dobička, zato je samo na podlagi dobička nemogoče ocenjevati ekonomsko uspešnost podjetja.

Ta problem rešuje merilo **donosnost investicije** (v nadaljevanju ROI), ki dosledno upošteva višino finančne naložbe. ROI se za obračunsko obdobje izračuna kot razmerje med računovodskim dobičkom in investicijo, ki je bila potrebna za doseg tega dobička. V praksi se uporablja več izpeljank tega merila,¹² podatke za izračun donosnosti pa črpamo iz bilance stanja. Manager mora pri uporabi tega merila sprejeti dve odločitvi: najprej, kaj bo vključil v imenovalca merila ROI, kar je seveda odvisno od tega, za kateri kazalnik se bo odločil (ROE, ROA, ROIC). Druga odločitev pa je vezana na izbiro metode vrednotenja sredstev, ki se amortizirajo. Naj bodo ovrednotena po neto knjigovodski vrednosti (po amortizaciji), po nabavni vrednosti (pred amortizacijo) ali po ocenjenih stroških nadomestitve? Najlažje je izbrati neto knjigovodsko vrednost sredstev, vendar to povzroči, da kazalnik ROI vsako leto narašča, saj se vrednost imenovalca zaradi amortizacije sredstev zmanjšuje. Nabavna vrednost sredstev ta problem rešuje, vendar lahko spodbudi managerje do tega, da skrčijo vrednost imenovalca tako, da izločijo sredstva, ki se še uporabljajo, vendar so že v celoti amortizirana. Najboljša rešitev je uporaba stroškov nadomestitve sredstev, ki pa jo je pogosto težko natančno oceniti. Nenazadnje pa je treba tudi pri uporabi ROI še enkrat opozoriti na že omenjene slabosti kazalnikov, ki se računajo in interpretirajo na podlagi podatkov iz računovodskih izkazov.

V okviru poslovnega računovodstva strokovnjaki opozarjajo na slabosti sodila donosnosti naložbe ROI kot sodila dosežkov vodij naložbenih mest odgovornosti. Hočevar (1995, str. 161-163) tako opozarja, da osredotočenost na kratkoročne kategorije, kot je dobiček, lahko pripelje do nezaželenega poslovanja podjetje kot celote. Dodatne težave nastanejo zaradi primerjanja dobička z zneskom naložb: odločitev za neko naložbo oddelka lahko celo poveča oddelčni ROI, po drugi strani pa vpliva na zmanjšanje ROI podjetja kot celote; in nasprotno,

¹² ROI je opredeljen kot razmerje med dobičkom in naložbami; glede na to, kako so naložbe opredeljene, pa lahko iz osnovne opredelitve izhajajo tri različne vrste kazalnika: (a) donosnost sredstev (ang. *return on assets - ROA*), ki kaže dobiček glede na vsa sredstva, (b) donosnost lastnega kapitala (ang. *return on owner's equity - ROE*), ki kaže donosnost delničarskega (lastnega) kapitala in (c) donosnost vložene kapitala (ang. *return on invested capital - ROIC*), ki kaže dobiček glede na trajni kapital in dolgoročne obveznosti do virov sredstev (Hočevar, 1995, str. 159).

neka naložba oddelka lahko zmanjša oddelčni ROI, kar pa na drugi strani lahko pomeni večjo ekonomsko stabilnost podjetja kot celote. Zaradi omenjenih slabosti kazalnika ROI pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja poslovodij naložbenih mest odgovornosti, se v ta namen uporablja tudi merilo preostanek dobička (ang. *residual income*).

Rezidualni dobiček ali **preostanek dobička** je merilo, ki gre v ustvarjanju vrednosti korak naprej v primerjavi z ROI, saj upošteva, koliko dobička na vloženi kapital investitorji pričakujejo. Izračuna se tako, da se od računovodskega dobička odšteje strošek kapitala, potrebnega za doseg tega dobička. Pozitivni rezidualni dobiček je v korelaciji s tržno vrednostjo podjetja, saj pozitivni rezidualni dobiček kaže, da podjetje generira resurse po višji stopnji, kot je potrebna za zadovoljevanje lastnikov kapitala, kar podjetju omogoča nadaljnjo rast in povečanje prihodnjih denarnih tokov. Preostanek dobička ima boljše lastnosti kot kazalnik donosnosti sredstev, kljub temu pa številne raziskave kažejo, da se v ameriški poslovni praksi pogosteje uporablja kazalnik donosnosti sredstev.¹³

Najvišje oz. najbolj agregatno merilo ustvarjanja vrednosti predstavlja **tržna vrednost podjetja**, saj izkazuje vrednost lastniških naložb v podjetje po ceni, ki jo priznava finančni trg. Celotna tržna vrednost podjetij, ki kotirajo na borzi, ali tržna kapitalizacija je izračunana kot produkt vseh izdanih delnic in tržne cene delnice. Tržna vrednost se spreminja glede na pričakovanja investitorjev, povezana s prihodnjimi denarnimi tokovi podjetja. Če investitorji ocenijo, da bo vrednost prihodnjih denarnih tokov podjetja narasla, se bo po pričakovanjih povečala tudi tržna vrednost podjetja. Ta pričakovanja naraščanja vrednosti se odražajo v izračunih **tržne dodane vrednosti**.

Pri temeljnem cilju maksimiranja premoženja lastnikov gre očitno za koristi lastnikov, vendar se pri uresničevanju tega cilja skrbi tudi za to, da se redki resursi uporabljajo čim bolj učinkovito, to pa koristi celotni ekonomiji (Brigham & Daves, 2004, str. 207). Premoženje lastnikov je maksimirano, kadar je maksimirana razlika med tržno vrednostjo delniškega kapitala in vsoto kapitala, ki je bil s strani delničarjev vložen v podjetje. Ta razlika se imenuje **tržna dodana vrednost** (ang. *market value added*, v nadaljevanju MVA), včasih pa se MVA definira tudi kot razlika med tržno vrednostjo podjetja in vsoto investiranega celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega). Po obeh metodah dobimo enak rezultat MVA, če je tržna vrednost dolga približno enaka njegovi knjigovodski vrednosti. MVA meri uspešnost managerjev vse od ustanovitve podjetja dalje in nekateri svetovalci prisegajo na MVA kot najboljše merilo ustvarjanja vrednosti za lastnike. Pri tem pa se pojavljata vsaj dva problema: (1) pri izračunu MVA ne upošteva oportunitetnih stroškov investiranega kapitala¹⁴ ter (2)

¹³ več o tem v Hočevar, 1995, str. 165 ali v Kaplan & Atkinson, 1998, str. 504-506

¹⁴ Poglejmo primer: podjetje je bilo ustanovljeno konec leta 1994 s 100 mio € kapitala. Podjetje ni zadolženo. Predpostavimo, da je strošek kapitala ves čas 12%. Pet let kasneje je tržna vrednost podjetja 140 mio €, torej je $MVA = 140 \text{ mio} - 100 \text{ mio} = 40 \text{ mio} \text{ €}$, vrednost za delničarje se je torej povečala za 40 mio €. To sklepanje pa je napačno, če upoštevamo oportunitetne stroške kapitala: če bi lastniki pred petimi leti teh 100 mio € naložili nekam drugam in pričakovali donos 12% letno, bi po 5 letih pričakovali, da se jim bo 100 mio € povečalo na

MVA ne upošteva prejšnjih izplačil delničarjem in tako ocenjuje enako uspešno tisto podjetje, ki ni izplačalo nobenih dividend svojim delničarjem, s tistim, ki ima enak MVA, pa je v preteklosti redno izplačevalo dividende delničarjem. Če podjetje želi oceniti uspešnost posameznega dela (divizije) podjetja, ali če želi ugotoviti uspešnost managerja v nekem obdobju, uporaba MVA ni prava rešitev.

Potrebujemo torej merilo uspešnosti poslovanja, ki:

- se lahko izračunava za posamezne dele, oddelke, enote podjetja in za vse ravni managerjev v podjetju,
- je opredeljeno kot tok, ne kot stanje v določenem trenutku in zato omogoča ocenjevati uspešnost v določenem časovnem obdobju,
- spodbuja ustvarjanje vrednosti za lastnike.

Vse te zahteve izpolnjuje merilo **ekonomska dodana vrednost** (ang. *economic value added*, v nadaljevanju EVA), ki jo bom podrobneje predstavila v nadaljevanju. Kot bomo videli, se lahko izračunava za posamezne dele podjetja; je merilo ekonomskega dobička in dobiček je že po definiciji opredeljen kot tok; zahteva, da morajo prihodki podjetja zadoščati ne samo za pokrivanje vseh stroškov poslovanja, temveč tudi za pokrivanje vseh stroškov kapitala (dolžniškega in lastniškega kapitala).

1.3 MODEL EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Ekonomska dodana vrednost je nastajala v podjetju Stern Stewart & Co., potem ko so se dlje časa ukvarjali z ekonomskim modelom podjetja, ne z računovodskim (Stern et al, 2003, str. 23). V podjetju so pri svojem svetovalnem delu (svetovali so pri vrednotenjih kapitalskih projektov in prevzemov, strukturah kapitala in politiki dividend) poudarjali pomen denarnega toka in še posebej neto sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Termin ekonomska dodana vrednost je pričel uporabljati Joel Stern leta 1972, podjetje Stern Stewart pa je koncept EVA predstavilo leta 1989. Novost so dokaj hitro sprejele tudi korporacije, predvsem zaradi njenega inovativnega pogleda na dobičkonosnost podjetja. V nasprotju s tradicionalnimi kazalci dobička, kot so EBIT, EBITDA in čisti dobiček iz poslovanja, EVA opazuje »rezidualno dobičkonosnost«, očiščeno neposrednih stroškov dolžniškega kapitala in posrednih stroškov lastniškega kapitala. EVA tako služi kot sodobno merilo ocenjevanja uspešnosti poslovanja, ker je tesno povezana z zahtevo lastnikov po maksimizaciji premoženja (Grant, 2003, str. 2).

Korenine koncepta EVA lahko zasledimo že v klasični ekonomski teoriji. Definicijo ekonomskega dobička je na svoj način že leta 1890 postavil znani britanski ekonomist Alfred Marshall, ko je govoril o pravem pomenu »dobička« lastnika podjetja: »What remains of his

176,23 mio € ($100 \times 1,12^5 = 176,23$). Torej, namesto da rečemo, da je podjetje ustvarilo 40 mio € vrednosti za delničarje, jo je v resnici izničilo za več kot 36 mio € (Young & O'Byrne, 2001, str. 30).

profits after deducting interest on his capital at the current rate may be called his earnings of undertaking or management»¹⁵ (Marshall v Grant, 2003, str. 3). Očitno torej je, da je ključna razlika med definicijo ekonomskega dobička in računovodskega dobička ta, da podjetje ni resnično dobičkonosno, če (1) prihodki ne pokrivajo vseh običajnih stroškov proizvodnje in drugih operativnih stroškov podjetja in (2) če ne zagotavljajo nekega normalnega donosa na vložen lastniški kapital.

Do razširitve pomena ekonomskega dobička je s pomočjo treh znanih ameriških ekonomistov prišlo v 20. stoletju v povezavi z razvojem modelov vrednotenja podjetij. Irving Fisher je v 30-ih letih prejšnjega stoletja utemeljil temeljno povezavo med neto sedanjo vrednostjo podjetja in diskontiranim tokom pričakovanih denarnih tokov. Franco Modigliani in Merton Miller pa sta v poznih 50-ih in zgodnjih 60-ih pokazala, da so investicijske odločitve podjetja (investicije s pozitivno neto sedanjo vrednostjo) primarno gonilo vrednosti podjetja in delnice – kot nasprotje konceptu optimalne strukture kapitala podjetja.¹⁶

V osnovi teorija ekonomske dodane vrednosti temelji na dveh načelnih trditvah: (1) podjetje ni dobičkonosno, če ne ustvari takšnega donosa na vloženi kapital, ki presega oportunitetni strošek kapitala in (2) vrednost se ustvarja takrat, ko managerji podjetij sprejemajo investicijske odločitve s pozitivno neto sedanjo vrednostjo za lastnike (Grant, 2003, str. 4).

1.3.1 Opredelitev koncepta EVA

EVA je opredeljena kot neto dobiček iz poslovanja po davkih (ang. *net operating profit after taxes* – v nadaljevanju NOPAT), zmanjšan za ceno kapitala, ki odseva strošek kapitala (Stern et al., 2003, str. 24). Za izpeljavo celotnega izračuna je treba najprej določiti strošek kapitala, poimenovan tudi kot zahtevana stopnja donosa. Stopnja donosa je povezana s tveganjem vlagateljev, zato niha od panoge do panoge in tudi od podjetja do podjetja. Če je dobiček podjetja enak zahtevani stopnji donosa, vlagatelj ni dosegel dobička – ni zaslužil svojega ekonomskega dobička. Za izračun celotnega stroška kapitala uporabljamo tehtani povprečni strošek kapitala (ang. *weighted average cost of capital* – WACC), o katerem bo več govora v nadaljevanju.

EVA se lahko izračuna na dva načina (Stern v Peternelj, 2007, str. 18), v obeh primerih pa da izračun enak rezultat:

1. najbolj pogosto je opredeljena kot razlika med računovodsko prilagojenim dobičkom iz poslovanja po davkih (v nadaljevanju NOPAT) in stroškom poslovno investiranega kapitala, potrebnega za doseganje tega dobička, kar prikazuje enačba (1):

¹⁵ »Kar ostane od dobička potem, ko odšteje obresti na njegov kapital po trenutni obrestni meri, se lahko imenuje njegov zaslužek podjetja ali vodenja.« (op.p.)

¹⁶ Koncept optimalne strukture kapitala podjetja pravi, da je optimalno tisto razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, ki minimizira povprečen strošek kapitala oziroma maksimizira ceno delnice.

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC) \quad (1)$$

2. enačba (2) prikazuje drug način izračuna EVA, ko razliko med donosnostjo poslovno investiranega kapitala in tehtanim povprečnim stroškom kapitala na koncu pomnožimo z obsegom poslovno investiranega kapitala:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (2)$$

Pri čemer so:

NOPAT	neto prilagojeni dobiček iz poslovanja po plačilu davkov
WACC	tehtani povprečni strošek kapitala, pri čemer upoštevamo lastniške in dolžniške vire financiranja
IC	(ang. <i>invested capital</i>) poslovno investirani kapital, ¹⁷ potreben za doseganje NOPAT
ROIC	(ang. <i>return on invested capital</i>) donosnost poslovno investiranega kapitala, ki ga izračunamo kot razmerje med NOPAT in zneskom poslovno investiranega kapitala

Ključna sestavina enačbe je NOPAT in v tem primeru izraz »neto« ne pomeni po izplačilu davkov, temveč pomeni prilagoditve za zmanjšanje računovodskih popačenj. Če bi uporabili zgolj računovodsko vrednost dobička, NOPAT podceni pravi ekonomski dobiček, saj računovodski standardi štejejo med tekoče stroške mnogo postavk, ki bi z vidika delničarjev v bilanci stanja sodila med sredstva (Stern et al., 2003, str. 26).

Ekonomska dodana vrednost predstavlja preostanek dobička, potem ko se od njega odštejejo stroški celotnega kapitala, medtem ko pri izračunu računovodskega dobička stroška lastniškega kapitala ne upoštevamo. V resnici gre sicer za oportunitetni strošek kapitala, ker se investitorji odrečejo možnosti vlagati nekam drugam in prav ta donos, ki bi ga dobili pri neki drugi investiciji z enakim tveganjem, predstavlja že omenjeni strošek kapitala. Izračun EVA je podoben izračunu rezidualnega dobička, vendar se od njega razlikuje po: (1) za izračun ekonomske dodane vrednosti je pri izračunu dobička potrebnih več prilagoditev računovodskih podatkov in (2) pri stroških kapitala se upošteva tako lastniški kot tudi dolžniški kapital podjetja.

Večina drugih sodil uspešnosti se izraža v odstotkih, medtem ko se ekonomska dodana vrednost izraža v absolutnem znesku. Zavzame lahko tri razpone vrednosti (Turk et al., 2006, str. 738):

¹⁷ namesto IC srečamo tudi NOA (net operating asset) ali *operating capital* (Brigham & Daves, 2004, str. 1005):
operating capital = interest-bearing debt + preferred stock + common equity – short-term investment (poslovno potrebni kapital = obveznosti, povezane z obrestmi + prednostne delnice + lastniški kapital – kratkoročne finančne naložbe; op.p.)

EVA > 0	Positivna EVA pomeni, da je podjetje poslovalo zelo uspešno, saj je preseglo pričakovanja vlagateljev in tako povečalo vrednost lastniškega kapitala. Uspešno podjetje ustvarja vrednost za svoje delničarje.
EVA = 0	Dobiček poslovno naloženega celotnega kapitala je enak stroškom tega kapitala. To pomeni, da je podjetje poslovalo uspešno, saj je vlagateljem zagotovilo prav tak dobiček, kakršen jim je bil obljubljen in kakršnega so navadni delničarji pričakovali.
EVA < 0	Negativna EVA pomeni neuspešno poslovanje podjetja. Vsem vlagateljem celotnega kapitala, razen navadnim delničarjem, je zagotovilo dobiček, saj jim je bil že vnaprej določen. Navadni delničarji niso dobili pričakovanih dobičkov, saj je bila uresničena dobičkonosnost manjša od zahtevane. Neuspešno podjetje torej zmanjšuje vrednost za svoje delničarje.

Ostali avtorji so podobno že prej govorili o ekonomskem dobičku, tako sta teoretični temelj tega koncepta med letoma 1958 in 1961 objavila finančna ekonomista Merton H. Miller in Franco Modigliani, Nobelova nagrajenca za ekonomijo. Trdila sta, da je ekonomski dobiček vir ustvarjanja vrednosti v podjetju in da prelomno stopnjo donosa (ki jo Stern poimenuje kot strošek kapitala) določa tveganje, ki ga prevzame vlagatelj. Doprinos podjetja Stern Stewart je razvoj tehnike za merjenje ekonomskega dobička v podjetju, česar do tedaj drugi ekonomisti še niso razvili. Vrlina ekonomske dodane vrednosti je, da gre za sistem merjenja uspešnosti poslovanja podjetja na podlagi dejanskih podatkov, ne napovedi.

Koncept EVA skuša približati tradicionalno računovodsko merjenje dobička, ki med stroški upošteva le ceno tujih virov financiranja, ekonomskemu dobičku, ki upošteva, da imajo tudi lastniški viri financiranja svojo ceno, povezano z oportunitetnimi stroški (Korošec, 2001, str. 104). Omenila sem že, da v računovodstvu odgovornosti poznamo podobno merilo za presojanje dosežkov naložbenih mest odgovornosti pod imenom rezidualni ali preostali poslovni izid in je definiran kot prikazuje enačba (3) (Turk et al., 2006, str. 304):

$$\text{Rezidualni dobiček} = \text{dobiček} - \text{ciljni koeficient dobičkonosnosti} \times \text{povprečna vrednost naložbe} \quad (3)$$

Nekateri kritiki koncepta EVA celo trdijo, da je EVA identična kot rezidualni dobiček, ki se je kot orodje finančne analize uporabljal že bistveno prej in da so avtorji koncepta EVA v enačbi rezidualnega dobička namesto dobička uporabili *NOPAT*, namesto ciljnega koeficienta dobičkonosnosti *WACC* in namesto vrednosti naložbe *poslovno investirani kapital*. Ker se zdi mnogim managerjem in svetovalcem izračun *NOPAT* in poslovno investiranega kapitala prezahteven, uporabljajo izračun rezidualnega dobička, poimenujejo pa ga EVA (Keys, Azamhuzjaev & Mackey, 2001, str. 65-67).

V literaturi najdemo konceptu EVA sorodne, a nekoliko drugače poimenovane koncepte merjenja preostalega dobička. Dva najbolj poznana sta koncept ekonomskega dobička (ang. *economic profit*), ki ga od leta 1994 uporablja družba McKinsey & Company, ter koncept »dodane vrednosti« (ang. *added value*), ki so ga razvili in v letih 1990 in 1991 predstavili na London Business School (Korošec, 2001, str. 105).

EVA meri obseg povečanja premoženja lastnikov, zato je priročno orodje za managerje: če se osredotočijo na povečevanje ekonomske dodane vrednosti, potem bodo ukrepi, ki jih sprejemajo, v skladu s ciljem poslovanja, torej maksimiranjem vrednosti za lastnike. Podjetje si pri tem lahko pomaga na naslednje načine (Turk et al., 2006, str. 739):

- povečanje dobička iz poslovanja, ne da bi se hkrati povečal poslovno investirani kapital. Rezultat tega je povečanje ROIC, saj gre v bistvu za racionalizacijo poslovanja, povečanje storilnosti in zmanjšanje stroškov, vse to pa povečuje dobiček iz poslovanja. Tak ukrep lahko tudi zavaja, če podjetje ostane le pri omejitvenih ukrepih, ne izkoristi pa drugih zmogljivosti za povečanje EVA;
- zmanjševanje poslovno investiranega kapitala in sicer z dezinvestiranjem na področjih, na katerih dobičkonosnost poslovno investiranega kapitala ne presega stroškov tega kapitala. Tak ukrep se lahko izkaže kot zelo uspešen;
- vlaganje denarnih sredstev, ki jih podjetje dobi z dezinvestiranjem, v nove projekte, pri katerih dobičkonosnost poslovno investiranega kapitala presega stroške tega kapitala. Vsaka naložba v projekt, katerega dobiček presega stroške poslovno investiranega kapitala, je pravzaprav orodje, s katerim podjetje ustvarja vrednost za svoje delničarje;
- optimiranje sestave poslovno investiranega kapitala, kar pomeni, da podjetje skuša doseči sestavo dolgoročnega financiranja, ki ji povzroča čim manjše stroške dolgoročnega financiranja in torej omogoča večjo gospodarsko uspešnost.

Samo na te načine lahko podjetje povečuje svojo gospodarsko uspešnost in tako ustvarja novo vrednost za vlagatelje. Doseganje kar največje ekonomske dodane vrednosti (maksimiranje EVA) je pomembnejše kot doseganje kar največjih drugih sodil (kazalnikov) poslovanja (Turk et al., 2006, str. 739).

1.3.2 Področja in nameni uporabe koncepta EVA

Koncept EVA je mogoče smiselno uporabiti na več področjih, raba koncepta pa se razlikuje glede na časovno usmerjenost, uporabnike in raven podjetja, na katero se nanaša informacija o izračunani EVA. Koncept EVA se tako lahko uporablja kot (Korošec, 2001, str. 109; Grant, 2003):

- orodje upravljanja in vodenja podjetij,
- sodilo ekonomske uspešnosti poslovanja v preteklem letu,
- orodje za vrednotenje podjetja,

- sodilo pri ocenjevanju investicijskih projektov.

V prvem primeru lahko uporabljamo koncept EVA predvsem kot **sodilo presojanja dosežkov managerjev** in tudi kot **osnovo za njihovo nagrajevanje**. Vedno več podjetij uporablja ravno EVA kot tisto merilo nagrajevanja, ki spodbuja managerje, da sprejemajo odločitve, skladne tudi s cilji lastnikov (maksimiranje premoženja lastnikov). Po raziskavah sodeč (Brigham et al., 1999, str. 23) je korelacija med EVA in tržno ceno delnice višja kot med računovodskimi merili, npr. med dobičkom na delnico in tržno ceno delnice; torej vzpodbujanje managerjev na vseh ravneh odločanja v podjetju k doseganju čim višje ekonomske dodane vrednosti v večji meri prispeva k maksimiranju premoženja lastnikov. Ker koncept EVA spodbuja k dolgoročnemu razmišljanju in ker je v konceptu nagrajevanja managerjev pomemben element tudi dolgoročna profitabilnost podjetja, to še bolj povezuje interese managerjev in lastnikov (Burkette & Hedley, 1997, str. 48). V začetku sicer lahko naletimo na odpor managerjev pri vpeljevanju nagrajevanja na podlagi EVA, toda odpor izgine, ko dobijo več informacij in znanja o EVA in ko ugotovijo, da gre za pošten koncept nagrajevanja.

Za učinkovito in uspešno rabo koncepta EVA pri vodenju podjetij pa ni dovolj le izračunavanje vrednosti EVA za podjetje ali za nižje ravni odgovornosti. V podjetju mora biti tudi ustrezno razvito poslovodno računovodstvo, ki poslovodstvu pripravlja predračunske, knjigovodske in analitske informacije o načrtovanih in uresničenih posledicah njihovih odločitev na poslovanje podjetja in o kritičnih dejavnikih, ki vplivajo na oblikovanje vrednosti podjetja za njegove lastnike. To pomeni uporabo sodobnih metod za spremljanje in proučevanje nastajanja stroškov, oblikovanja prihodkov, spremljanje in presojanje uspešnosti po posameznih učinkih ali skupinah učinkov, kupcih, strateških poslovnih enotah, uporabo sodobnih metod za presojanje naložbenih odločitev in naložbenih procesov in tudi primerjanje z neposrednimi konkurenti in drugimi primerljivimi podjetji (Korošec, 2001, str. 111).

Koncept EVA se uporablja tudi kot sodilo pri **primerjalnih presojah ekonomske uspešnosti podjetij** v določenem letu. Absolutni znesek izračunanega zneska EVA pa verjetno ne more biti merilo o večji ali manjši ekonomski uspešnosti posameznega podjetja, glede na to, da je znesek odvisen tudi od velikosti podjetja. Smiselno je, da znesek EVA primerjamo z drugimi kategorijami, kar omogoča oblikovanje sodbe o relativni velikosti EVA. S primerjavo zneska EVA in za poslovanje potrebnimi sredstvi (NOA) dobimo kazalnik, ki pove, za koliko se je v opazovanem obdobju povečala vrednost podjetja na enoto za poslovanje potrebnih sredstev, ali za koliko večja je bila donosnost za poslovanje potrebnih sredstev od minimalno zahtevane (Korošec, 2001, str. 111). Kazalnik lahko prevedemo kot razpon vrednosti (ang. *value spread*) in ga izračunamo kot sledi iz enačbe (4):

$$\text{Razpon vrednosti (ang. value spread)} = \frac{EVA}{NOA} = \frac{NOPAT}{NOA} - WACC \quad (4)$$

Zgornji kazalnik je smiselno uporabljati predvsem v podjetjih s podobno kapitalsko intenzivnostjo. Za primerjalno presojo ekonomske uspešnosti podjetij z različno kapitalsko intenzivnostjo pa so v London Business School razvili kazalnik t.i. relativne vrednosti EVA, s katerim ugotavljamo, kako velik je znesek EVA v primerjavi z vsoto stroškov dela in celotnega za poslovanje potrebnega kapitala v podjetju; izračunamo ga z enačbo (5) (Korošec, 2001, str. 112):

$$\text{Relativna EVA} = \frac{\text{EVA}}{\text{stroški dela} + \text{NOA} \times \text{WACC}} \quad (5)$$

Z zneskom EVA, ki ga običajno izračunamo za eno leto, lahko presojamo le spremembo vrednosti podjetja za lastnike v tistem letu. Ko pa obstoječi lastniki in potencialni novi lastniki sprejemajo dolgoročne odločitve o svojih nadaljnjih vlaganjih v določeno podjetje (tudi o prevzemih, pridružitvah ali prodajah podjetij), jih zanima ocena celotne ekonomske vrednosti podjetja za njegove lastnike, to pa je sedanja vrednost bodočih ekonomskih koristi, ki jih lastniki pričakujejo od podjetja. Če ocenimo bodoče zneske EVA, je mogoče koncept EVA uporabiti tudi pri ocenjevanju dinamične (bruto) **vrednosti podjetja** kot celote in iz nje izpeljane čiste vrednosti premoženja podjetja za njegove lastnike. Z diskontiranjem pričakovanih prihodnjih vrednosti zneskov EVA ocenimo dinamično vrednost podjetja, ki je enaka oceni na podlagi razpoložljivega čistega denarnega toka pod predpostavko, da v času po posamični ocenitvi letnih razpoložljivih čistih denarnih tokov v podjetju ne bi prihajalo niti do čistega investiranja niti do čistega dezinvestiranja¹⁸ (Korošec, 2001, str. 113).

Povezavo med EVA in MVA pri vrednotenju podjetij je v svojem delu predstavil tudi Grant (2003). MVA je enaka sedanji vrednosti pričakovanih prihodnjih EVA podjetja, kar si lahko pogledamo na enostavnem zgledu za Novo podjetje (Grant, 2003, str. 6), ki v prvih dveh obdobjih načrtuje investicije in finančne priložnosti, prikazane v tabeli 1:

Tabela 1: Novo podjetje

Leto	Investicija (mio \$)	EVA (mio \$)
0	100,0	0,0
1	0,0	15,0
WACC = 10%		

Vir: J. Grant, *Foundations of Economic Value Added*, 2003, str. 6

Neto sedanjo vrednost za EVA izračunamo tako, da jo diskontiramo s stopnjo WACC, rezultat pa je tržna dodana vrednost, ki jo je podjetje ustvarilo v enem letu (enačba 6):

$$\text{MVA} = \text{NPV} = \frac{\text{EVA}_1}{1 + \text{WACC}} = \frac{15}{1,10} = 13,64 \text{ mio } \$ \quad (6)$$

¹⁸ več o tem v Korošec, 2001, str. 112-113

Tržna vrednost podjetja je enaka vrednosti investiranega kapitala in tržni dodani vrednosti, izračun prikazuje enačba (7):

$$V = \text{investirani kapital} + MVA = 100 \text{ mio } \$ + 13,64 \text{ mio } \$ = 113,64 \text{ mio } \$ \quad (7)$$

Namen uporabe koncepta EVA pa ni samo v ocenjevanju uspešnosti managerjev, ampak tudi v spodbujanju managerjev k sprejemanju takih **investicijskih odločitev**, ki bodo na koncu ustvarjale vrednost za delničarje. Pri tem se morajo managerji naučiti upoštevati stroške dolžniškega *in* lastniškega kapitala in se tako odločati samo za take investicijske projekte, pri katerih je donos na investicijo višji od tehtanega povprečnega stroška kapitala (Grant, 2003, str. 103). Samo v tem primeru bo investicijski projekt ustvaril pozitivno ekonomsko dodano vrednost; če projekt ustvarja negativno EVA, bo zmanjšal vrednost lastnikov in bi ga zato morali zavrniti.

V nadaljevanju je podrobno opisan celotni koncept EVA, s poudarkom na posebnostih, ki bi jih pri uporabi koncepta EVA morala upoštevati slovenska podjetja.

2 PREDLOG UPORABE KONCEPTA EVA V SLOVENSКИH PODJETJIH

Uporaba metode EVA se je najbolj razširila v ameriških podjetjih, prvo podjetje v Evropi, ki je začelo uporabljati metodo EVA, je Siemens, in to šele leta 1997 (Ekar, 2000, str. 59). Razlog, da se je v Evropi metoda začela uporabljati relativno pozno, delno izhaja tudi iz opredelitev ciljev poslovanja. V ameriških podjetjih je ustvarjanje vrednosti za delničarje najvišji cilj podjetja, v evropskem prostoru pa se zagovarjajo uravnoteženi interesi med lastniki, zaposlenimi, dobavitelji, kupci in okoljem. EVA je merilo, ki ustreza predvsem lastnikom kapitala (Hočevar, 2002, str. 91).

V nadaljevanju najprej predstavljam celoten model ekonomske dodane vrednosti, kjer poskušam opozoriti na posebnosti, ki se nanašajo na razmere, v katerih poslujejo slovenska podjetja. Nadaljujem s prikazanimi prednostmi in slabostmi koncepta EVA, s postopkom uvajanja koncepta EVA v podjetje, poglavje pa zaključim z opisom razlogov, zakaj se koncept EVA v Sloveniji še ne pojavlja v večjem obsegu.

2.1 OPREDELITEV VHODNIH PODATKOV ZA IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Izhajajoč iz osnovne opredelitve, da je ekonomska dodana vrednost razlika med računovodsko prilagojenim dobičkom iz poslovanja po davkih in stroškom poslovno

investiranega kapitala, potrebnega za doseganje tega dobička, je za izračun ekonomske dodane vrednosti potrebno opredeliti naslednje kategorije:

- računovodsko prilagojeni dobiček iz poslovanja po davkih (NOPAT),
- poslovno investirani kapital (IC) ter
- povprečni tehtani strošek poslovno naloženega kapitala (WACC).

V literaturi slovenskih avtorjev naletimo na različna poimenovanja **poslovno investiranega kapitala**. Turk s soavtorji (2006, str. 737) tako govori o poslovno naloženem celotnem kapitalu, v enačbi pa uporablja angleško kratico IC (*Invested Capital*), opredeli pa ga (2006, str. 757) kot vsa sredstva podjetja, zmanjšana za obveznosti, ki zanj niso strošek (navadno obveznosti iz poslovanja), in sredstva, ki niso povezana z opravljanjem osnovne dejavnosti podjetja.

Korošec (2001, str. 106) govori o NOA (ang. *Net Operating Assets*) – za poslovanje potrebna čista sredstva oz. viri financiranja in pove, da znesek NOA praviloma opredelimo na podlagi podatkov iz aktive bilance stanja, saj nas zanima znesek poslovno potrebnih sredstev, ne glede na strukturo njihovih virov financiranja. V osnovi izhajamo iz knjigovodskih vrednosti poslovno potrebnih sredstev (ang. *Operating Assets*) v začetku opazovanega obdobja, ki jih popravljamo z nekaterimi računovodskimi popravki (več o tem v nadaljevanju tega poglavja). Od tako opredeljenega zneska poslovnih sredstev odštejemo znesek tekočih obveznosti iz poslovanja, ki niso neposredno obrestovane.

Tudi pri opredelitvi **NOPAT**¹⁹ je potrebno izvesti konsistentne računovodske popravke z namenom, da bi računovodski dobiček kar najbolj približali resničnemu ekonomskemu izidu. Tako popravljen računovodski poslovni izid iz poslovanja moramo nazadnje še zmanjšati za teoretični znesek davka na poslovni izid iz poslovanja in sicer tako, da računovodsko izkazani davek od dobička v opazovanem obdobju popravimo za davčne učinke prihodkov in odhodkov, ki se ne nanašajo na poslovanje (Korošec, 2001, str. 107). Najenostavneje to storimo tako, da na popravljeni poslovni izid iz poslovanja apliciramo efektivno davčno stopnjo podjetja, ki jo ugotovimo kot razmerje med dejansko plačanim davkom in davčno osnovo podjetja. Dobljeni znesek davka odštejemo od popravljenega poslovnega izida iz poslovanja in tako dobimo NOPAT.

2.1.1 Prilagoditve računovodskih podatkov za izračun EVA

Računovodski dobiček vsebuje precej gospodarskih kategorij, ki jih ekonomska dodana vrednost ne sme vsebovati. Da bi iz računovodskih podatkov, ki so na voljo, izračunali EVA, jih je treba ustrezno prilagoditi. V podjetju Stern Stewart so našli več kot 120 »računovodskih

¹⁹ V literaturi najdemo v enačbah za izračun EVA namesto NOPAT tudi kratico NOPLAT (ang. *net operating profit less adjusted taxes*), in sicer tudi v delu Turka in soavtorjev (2006, str. 737). Čeprav v izrazu NOPAT prilagojenih davkov ne poudarjamo, se samo taki odštevajo od dobička iz poslovanja.

anomalij«, ki vplivajo na ekonomsko dodano vrednost, večina podjetij pa potrebuje ne več kot ducat popravkov za izračun realne vrednosti NOPAT. Med najpogostejšimi popravki so trije, in sicer: stroški raziskav in razvoja (RR), oglaševanje in promocija ter usposabljanje in razvoj zaposlenih (Stern et al., 2003, str. 26). Pri tem, katere popravke uporabiti pri izračunu EVA za posamezno podjetje, je potrebno upoštevati naslednja merila (Young, 1999, str. 9; Turk et al., 2006, str. 740):

- učinki vpeljanih prilagoditev morajo biti opazni (zneski popravkov pomembno vplivajo na izračun);
- managerji morajo imeti vpliv na kategorijo, za katero se vpeljuje sprememba, prilagoditve pa jim je potrebno tudi vsebinsko razložiti;
- na voljo morajo biti vse potrebne informacije za izvedbo prilagoditve;
- zaradi vloge koncepta EVA pri poslovanju morajo biti popravki razumljivi tudi osebju, ki na področju računovodstva in financ nima posebnega znanja;
- prilagoditve morajo imeti tudi vpliv na tržno vrednost podjetja.

Glede na stopnjo natančnosti prilagoditve računovodskih podatkov za izračun EVA ločimo (Turk et al., 2006, str. 740):

1. **temeljno prilagoditev**, ki pomeni uporabo računovodskih podatkov brez vsebinskih prilagoditev; upoštevamo le stroške poslovno investiranega kapitala pri izračunu ekonomske dodane vrednosti;
2. **razkrito prilagoditev**, ki je opravljena na podlagi javnosti dostopnih podatkov;
3. **prilagoditev računovodskih podatkov izbranemu podjetju**, ki je narejena glede na njegove značilnosti in potrebe, ter
4. **pravo prilagoditev**, ki omogoča najpravilnejši izračun ekonomske dodane vrednosti z vsemi prilagoditvami računovodskih podatkov.

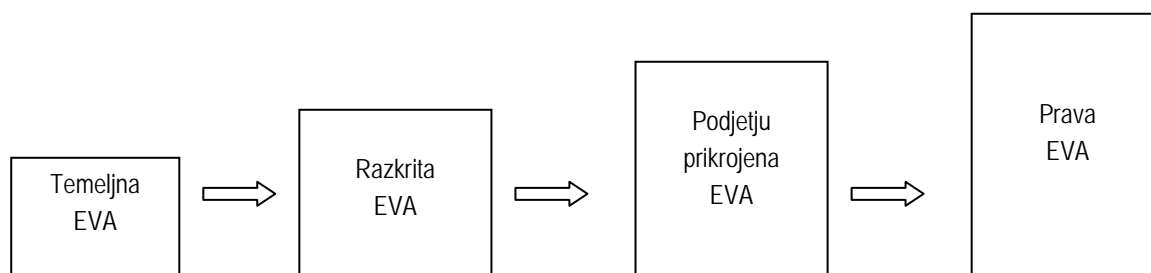
Najprimerneje je izračunavati EVA s prilagoditvami po meri podjetja in na ta način najti pravo ravnotežje med enostavnostjo (izračuna in razumevanja) ter natančnostjo, s katero se pokaže pravi ekonomski dobiček (Kosi, 2004, str. 36).

Glede na uporabljeno število prilagoditev računovodskih podatkov pri izračunu ekonomske dodane vrednosti ločimo štiri različice ekonomske dodane vrednosti, kar prikazuje tudi slika 2 (Ehrbar, 1998, str. 164-166 in Turk et al., 2006, str. 742):

1. **temeljno ekonomsko dodano vrednost** (ang. *basic EVA*), ki jo dobimo na podlagi temeljne prilagoditve računovodskih izkazov. Izračunamo jo kot računovodsko izkazani dobiček iz poslovanja, od katerega odštejemo strošek celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega) iz bilance stanja. Tak izračun sicer ohranja vse nepravilnosti računovodskega procesa, vendar je temeljna EVA boljše sodilo uspešnosti od računovodsko izkazanega dobička, saj priznava tudi strošek navadnega lastniškega kapitala, zaradi enostavnosti izračuna pa ima tudi prednost pred ostalimi tremi različicami ekonomske dodane vrednosti;

2. **razkrita ekonomsko dodano vrednost** (ang. *disclosed EVA*) dobimo kot posledico uporabe razkrite prilagoditve računovodskih izkazov. Izračunana je na podlagi približno 10 standardnih popravkov računovodskih izkazov in ima višjo izrazno moč kot izračunana temeljna EVA. Ne glede na to pa razkrita EVA še vedno ni dovolj dobro sodilo poslovne uspešnosti za notranje poslovodstvo in v ta namen zahteva dodatne prilagoditve;
3. **podjetju prirojeno ekonomsko dodano vrednost** (ang. *tailored EVA*) izračunamo na podlagi prilagoditve računovodskih podatkov izbranemu podjetju glede na njegov ustroj, poslovno dejavnost, izbrane računovodske usmeritve in natančnost, s katero podjetje v svoje podatke zajema računovodski dobiček. Tako izračunana EVA lahko utemelji od 60 do 85% sprememb v tržni dodani vrednosti podjetja, za njen izračun pa je potrebnih približno 15 prilagoditev;
4. **prava ekonomska dodana vrednost** (ang. *true EVA*) je teoretično najbolj pravilna, saj je izračunana na podlagi vseh bistvenih in potrebnih prilagoditev računovodskih podatkov in natančno izračunanega stroška kapitala za vsak del podjetja. Tako natančen izračun pa je povezan tudi z visokimi stroški in z veliko potrebnega znanja, vse to pa ne opravičuje njegove informacijske dodane vrednosti pri uporabi.

Slika 2: Vrste ekonomske dodane vrednosti glede na število vsebinskih prilagoditev računovodskih izkazov



Vir: A. Ehrbar, *EVA: The Real Key to Creating Wealth*, 1998, str. 165

Najpogostejši in najpomembnejši popravki računovodskih podatkov, ki vplivajo na poslovni izid in so bistveni za izračun ekonomske dodane vrednosti, so predstavljeni v nadaljevanju (Stern et al, 2003, str. 26-28; Young & O'Byrne, 2000, str. 206-254; Turk et al., 2006, str. 742-748; Korošec, 2001, str. 106-108; Kosi, 2004, str. 38-46; Friedlob & Schleifer, 2003, str. 193-197; Grant, 2003, str. 159-205).

Avtorji koncepta EVA med najpomembnejše popravke uvrščajo **stroške raziskav in razvoja** (RR). Stroške RR po SRS 2 uvrščamo med stroške poslovnega obdobja (razen v podjetju nastalih stroškov razvijanja, ki jih pod določenimi pogoji lahko uvrstimo med neopredmetena sredstva), s tem pa prisilno zmanjšujemo poslovni izid in posledično poslovno investirani kapital podjetja. Iz gospodarskega zornega kota so izdatki za RR praviloma naložba v prihodnje proizvode in proizvodne procese, ki prinaša prihodnje dobičke. Razporejeni naj bi bili med stroške v celotni življenjski dobi projekta, zato jih pri konceptu EVA amortiziramo za število let, v katerem naj bi raziskave imele učinek na poslovanje. Raziskave v ZDA so pokazale, da naj bi bilo ustrezno amortizacijsko obdobje stroškov RR nekje med tremi ali

štirimimi leti, pri farmacevtskih raziskavah pa tudi osem let in več (Trampuž, 2008, str. 28). Kakšno dobo amortiziranja stroškov RR je potrebno upoštevati, je odvisno tudi od dejavnosti podjetja. Nekateri avtorji (npr. Chambers, Jennings in Thompson, 2000, str. 34) navajajo, da naj bi se stroški RR amortizirali po različnih dejavnostih v dobi od pet do deset let. Samo letni strošek amortizacije stroškov RR je uvrščen kot strošek pri izračunu NOPAT. Pri izračunu EVA tako povečamo poslovni izid za ugotovljene stroške RR in povečamo znesek poslovno investiranega kapitala za vse še neamortizirane zneske stroškov RR. Tehniko izračuna prikazujem v zgledu 1.

Zgled 1 (povzeto po Young & O'Byrne, 2001, str. 213)

V letnem poročilu družbe PepsiCo za leto 1995 je razkrito, da so bili stroški RR 96 mio \$ v letu 1995, ter 152 mio \$, 113 mio \$, 102 mio \$, 99 mio \$ za leta 1994, 1993, 1992 in 1991. Vsi navedeni stroški so bili odhodki v poslovnem izidu v letu, v katerem so nastali. Potrebni popravki za izračun EVA v letu 1995 so naslednji:

- stroški RR za leto 1995 (96 mio \$) se dodajo k NOPAT;
- nato ocenimo, kakšni bi bili letni stroški amortizacije, če uporabimo metodo enakomernega časovnega amortiziranja za npr. 5 let; izračunana amortizacija za npr. leto 1993 predstavlja po 20% stroškov RR iz let 1991, 1992 in 1993 ($0,2 \times 99 + 0,2 \times 102 + 0,2 \times 113 = 62,8$)

Leto	1991	1992	1993	1994	1995
Amortizacija RR	19,8	40,2	62,8	93,2	112,4 mio \$

- tako ugotovljeno amortizacijo za leto 1995 (112,4 mio \$) odštejemo od NOPAT;
- Vse neamortizirane zneske RR od leta 1995 in od vseh let prej dodamo k znesku poslovno investiranega kapitala v letu 1995, v našem primeru je to 233,6 mio \$ ($0,8 \times 96 + 0,6 \times 152 + 0,4 \times 113 + 0,2 \times 102$), do leta 1995 so vsi stroški RR iz leta 1991 že amortizirani.

Če povzamemo učinek popravkov v letu 1995:

NOPAT	povečamo za 96 mio \$
	zmanjšamo za 112,4 mio \$
investirani kapital	povečamo za 233,6 mio \$

Young in O'Byrne (2001) v svojih zgledih še ugotavljata, da je kapitalizacija in amortizacija stroškov RR velik napredek v primerjavi z evidentiranjem teh stroškov po računovodskih standardih, vendar bi bila namesto enakomerne časovne metode amortizacije še bolj pravilna uporaba t.i. anuitetnega izračuna amortizacije,²⁰ s katero zagotovimo, da računovodski donos posameznega projekta (donos na investirani kapital) dosega ekonomski donos (interno stopnjo

²⁰ Avtorja uporabljata izraz »sinking-fund amortization«; za pravilen izračun je potrebno najprej ugotoviti interno stopnjo donosa posameznega projekta, s to stopnjo ugotovimo strošek na investirani kapital RR v prvem letu, razlika do neto denarnega toka, ki ga v prvem letu prinese projekt, pa je strošek amortizacije. Ker se investirani kapital projekta vsako leto zmanjšuje (za stroške amortizacije), se strošek na investirani kapital tudi vsako leto zmanjšuje, narašča pa strošek amortizacije (ob predpostavki enakih letnih denarnih tokov, ki jih prinaša projekt). Gre za podoben princip, kot ga poznamo pri odplačilu posojil z anuitetnim načrtom, ko anuiteta ostaja enaka ves čas, strošek obresti (v našem primeru kapitala) z leti pada, narašča pa odplačilo glavnice dolga (v našem primeru amortizacija stroškov RR). (Več o tem v Young & O'Byrne, 2001)

donosa projekta). Avtorja naprej ugotavljata (2001, str. 259), da zelo malo podjetij uporablja omenjeno metodo amortizacije, da metoda velja za najbolj kompleksen računovodski popravek, posledično pa je malo verjetno, da bi se pričela uporabljati bolj pogosto, sploh dokler ne bo večjih statističnih dokazov, da uporaba te kompleksne metode močno poveča sposobnost pojasnjevanja donosa delnic z izračunano ekonomsko dodano vrednostjo.

Enako je potrebno ravnati tudi v primeru **stroškov oglaševanja in promocije** ter **stroškov usposabljanja in razvoja zaposlenih**. Stroški oglaševanja in promocije so pomembni predvsem v podjetjih za proizvodnjo izdelkov za široko porabo (kot sta npr. Coca-Cola ter Johnson & Johnson) ter v mladih, hitro rastočih podjetjih. Oglaševanje in promocija imata krajšo življenjsko dobo kot RR, toda ti izdatki so prav tako naložba, ki povečuje vrednost lastnikom na dolgi rok v obliki novih izdelkov in blagovnih znamk. Tudi stroški usposabljanja in razvoja zaposlenih predstavljajo za podjetja naložbo, ki bo donose prinašala šele v prihodnosti. Računovodsko jih sicer obravnavamo kot strošek, predvsem zato, ker ti izdatki ne bi bili vredni nič, če podjetje propade. Tako razmišljanje je predvsem v interesu posojilodajalcev, ki jih zanima likvidacijska vrednost podjetja, je pa popolnoma nerealno za izračunavanje donosnosti podjetja. Zato teh stroškov pri izračunu EVA ne upoštevamo med stroški poslovnega leta, temveč kot povečani znesek poslovno investiranega kapitala in hkrati kot povečani dobiček iz poslovanja, nato pa jih v času dobe koristnosti postopno amortiziramo (le letni strošek amortizacije iz tega naslova zmanjšuje dobiček iz poslovanja).

Na računovodski dobiček vpliva tudi **sprememba vrednosti zalog, izkazana med poslovnimi prihodki**, in sicer v nemški različici izkaza poslovnega izida. Računovodsko se povečanje vrednosti zalog izkazuje kot povečanje prihodkov, ti prihodki pa še niso bili uresničeni. Problem so zato podcenjene zaloge v bilanci stanja in precenjeni prihodki v izkazu poslovnega izida. Prihodki od prodaje niso bili uresničeni za spremembo vrednosti zalog, hkrati pa je šlo za naložbo v zaloge, zato moramo to upoštevati kot del poslovno investiranega kapitala. Za izračun EVA moramo ugotoviti resničen obseg prodaje in za tako ugotovljeni znesek (razlika med precenjenimi prihodki iz izkaza poslovnega izida in resničnim obsegom prodaje) povečati celotni poslovno investirani kapital, hkrati pa tega zneska ne smemo upoštevati med prihodki.

Vrednotenje zalog po metodi LIFO (metodi povratnozaporednih cen) lahko privede do **prihranka LIFO**. V razmerah rasti cen nastane v podjetju bistvena razlika kot posledica tega, ali je bila uporabljena metoda LIFO ali FIFO (metoda zaporednih cen). Pri metodi FIFO se nabava zalog izkazuje z vsakokratnimi nabavnimi cenami, poraba pa tako, da se zmanjšujejo zaloge po enakem vrstnem redu, kot so se povečevale. Pri metodi LIFO pa se porabljene količine obračunavajo po zadnjih cenah nabav, končne količine pa po prvih cenah nabav. Zato je treba ob upoštevanju te metode zaloge konec leta praviloma prevrednotiti, saj so podcenjene, posledično so podcenjena sredstva podjetja in velikost poslovno investiranega kapitala, precenjen pa je dobiček in s tem tudi EVA. Prilagoditev za izračun EVA opravimo tako, da razliko med sprotnimi cenami in starimi cenami zalog materiala pripišemo poslovno

investiranemu kapitalu, znesek prihranka LIFO pa prištejemo NOPAT. Pri vrednotenju zalog po metodi FIFO za izračun EVA ni treba opravljati posebnih prilagoditev, saj vrednost zalog v takem primeru sorazmerno dobro prikazuje njihovo tržno vrednost. V Sloveniji od leta 2006 SRS 14 predpisujejo, da se pri vrednotenju zalog materiala uporablja metoda FIFO, metoda tehtanih povprečnih cen ali metoda drsečih povprečnih cen, zato za slovenska podjetja v bodoče popravek LIFO niti ne bo več aktualen.

V konceptu EVA je izpostavljena zahteva po enakovredni obravnavi učinkov finančnega in **dolgoročnega poslovnega najema**, saj slednji prav tako zagotavlja za poslovanje potrebna delovna sredstva, ki podjetju obetajo dolgoročne poslovne koristi in s katerimi razpolagajo v podjetju, najemniku. Računovodsko pri poslovnem najemu evidentiramo stroške najema, v bilanci stanja pa ne izkazujemo vrednosti osnovnih sredstev ter vrednosti dolga, s tem pa je podcenjen investirani kapital, saj gre pri takem najemu pravzaprav za dolgoročni dolg. Za izračun EVA je potrebno oceniti sedanje vrednosti bodočih obveznosti do dolgoročnih (poslovnih) najemodajalcev (diskontiranih s tehtano povprečno ceno dolgoročnih dolgov), in znesek vključiti med poslovno investirani kapital, s tem pa se povečuje tudi primerljivost zneska EVA med podjetji, ki imajo na različne načine zagotovljena delovna sredstva. Dobiček iz poslovanja zmanjšujejo odhodki, povezani s poslovnim najemom. Če želimo poslovni najem narediti primerljiv s finančnim najemom sredstev, potem moramo izdatke, povezane s poslovnim najemom, obravnavati podobno kot izdatke v finančnem najemu. V tem primeru je potrebno izračunati obresti, ki bi bile obračunane pri finančnem najemu, in za obračunani znesek povečati dobiček iz poslovanja. Hkrati je potrebno še upoštevati, da se v finančnem najemu sredstvo amortizira in v poenostavljenem primeru lahko predpostavimo, da je letna vsota amortizacije in obračunanih obresti enaka letnemu plačilu poslovnega najema.²¹ Ker so obresti finančni odhodek, je pri popravku dobička iz poslovanja potrebno upoštevati še davčni ščit za obračunane obresti. Če imamo znane podatke tudi o sedanji vrednosti obveznosti za dolgoročni najem iz preteklega leta, potem se pri izračunu obresti kot osnova upošteva povprečna vrednost obveznosti poslovnega najema med letom, ki jo dobimo kot seštevek

²¹ V slovenski literaturi (glej Turk et al., 2006, str.746; Ličen Čok, 2001, str. 58; Peternelj, 2007, str. 66; Korošec, 2001, str. 107) najdemo trditve, da je za potrebe izračuna EVA dobiček iz poslovanja potrebno povečati za odhodke, povezane s poslovnim najemom, ki so izkazani v izkazu poslovnega izida. S to trditvijo niso skladni prikazi obravnave dolgoročnega poslovnega najema za potrebe izračuna EVA, ki jih najdem v tuji literaturi (glej Young & O'Byrne, 2001, str. 247-252; Grant, 2003, str. 175 ter 185-186; Damodaran, 1999). Tuji avtorji opozarjajo, da je potrebno odhodke poslovnega najema tretirati kot finančne odhodke pri finančnem najemu, da je torej potrebno obračunati pripadajoče obresti in za znesek obresti povečati NOPAT, hkrati pa ga zmanjšati za učinek davčnega ščita. Nihče posebej ne prikaže, da bi bilo potrebno NOPAT ali EBIT povečati za celotne stroške poslovnega najema, saj je po drugi strani potrebno upoštevati, da se v finančnem najemu evidentirana osnovna sredstva amortizirajo, torej je potrebno med odhodki iz poslovanja upoštevati tudi amortizacijo. Predpostavljam, da se zaradi poenostavitve izračuna za potrebe EVA ne prikazuje posebej še obračun amortizacije, temveč se kot strošek amortizacije upošteva tisti del stroškov poslovnega najema, ki ni bil tretiran kot finančni odhodek (obresti) za obravnavani poslovni najem in torej ni bil upoštevan kot popravek NOPAT-a v izračunu EVA.

sedanje vrednosti v preteklem in tekočem letu, deljeno z dva (Young & O'Byrne, 2001, str. 249). V zgledu 2 predstavljam tehniko izvedbe popravka za stroške dolgoročnega najema.

Zgled 2 (povzeto po Damodaran, 1999, str. 13-14)

Za primer pogledjmo podatke podjetja Home Depot (trgovina na drobno), ki je v letnem poročilu za leto 1998 izkazovalo naslednje podatke: sedanja vrednost bodočih obveznosti za dolgoročni najem je 2.571 mio \$ (na dan 31.12.1998), diskontiranih s povprečno obrestno mero dolga pred davkom 6.25%. Obračunamo znesek obresti na sedanjo vrednost obveznosti iz dolgoročnega najema, in sicer $2.571 \text{ mio} \times 6,25\% = 161 \text{ mio } \$$. EBIT podjetja je 2.016 mio \$, mejna davčna stopnja podjetja (t) je 35%. Za potrebe izračuna EVA je potrebo narediti naslednje računovodske prilagoditve:

- povečati poslovno investirani kapital za sedanjo vrednost obveznosti iz dolgoročnih poslovnih najemov v znesku 2.571 mio \$
- povečamo NOPAT za obračunane obresti v znesku 161 mio \$
- zmanjšamo NOPAT za učinek davčnega štita

Prilagoditev dobička iz poslovanja po davkih

NOPAT=EBIT(1-t)	1.310,4 mio \$
+ obresti za dolgoročni najem	161,0 mio \$
- davčni štít na obresti (161 x 0,35)	56,4 mio \$
Prilagojeni NOPAT	1.415,0 mio \$

Dolgoročne rezervacije v podjetjih so sestavni del obveznosti do virov sredstev v podjetju z nalogo, da v obračunskem obdobju podjetje izkaže tudi stroške, ki na dan bilance stanja še niso zapadli v plačilo. Pri tem niti ni nujno, da že obstaja obveznost oz. pravno razmerje do tretjega (pravna obveza), zadostuje že dejstvo, da podjetje s svojimi dejanji daje vedeti, da bodo sprejete neke obveznosti in s tem povzroči utemeljeno pričakovanje tretjih, da bodo obveznosti izpolnjene (posredna obveza). Oblikovanje dolgoročnih rezervacij vpliva na poslovni izid, saj zmanjšuje obračunski dobiček poslovnega obdobja in posledično bilančni dobiček, o katerem odločajo lastniki. Tako se obdrži v podjetju del kapitala, ki bi bil sicer z ugotovitvijo dobička in njegovo obdavčitvijo izgubljen (Hočevar et al., 2004-2008, 3.5.10., str 1). Vendar pa oblikovanje in črpanje rezervacij nista povezana z denarnim tokom. Odhodki iz rezervacij ne pomenijo resničnega denarnega toka, temveč le oceno prihodnjega denarnega toka, ki bi, če rezervacij ne bi bilo, zmanjšal prihodnji dobiček (in posledično kapital). Pri izračunu EVA dolgoročnih rezervacij ne upoštevamo kot strošek, temveč kot del kapitala in jih prištejemo k poslovno investiranemu kapitalu, dobiček iz poslovanja pa povečamo za povečanje dolgoročnih rezervacij v obračunskem obdobju, oziroma ga zmanjšamo za znesek zmanjšanja te postavke, kar je prikazano tudi v zgledu 3.

Zgled 3 (povzeto in prirejeno po Young & O'Byrne, 2001, str. 226)

Fiat, italijanski proizvajalec avtomobilov, je v letnem poročilu 2001 razkril oblikovanje rezervacij za garancije v vrednosti 1.390 mio € na dan 31.12.2001, leto prej so bile te rezervacije 1.259 mio €. Popravek za potrebe izračuna EVA izvedemo tako, da dobiček iz poslovanja povečamo za nastalo razliko v višini 131 mio €, podjetje ima davčno stopnjo 41%, torej bo neto učinek na NOPAT povečanje v višini 77,3 mio €. Popravek investiranega kapitala ni potreben, ker morajo biti dolgoročne rezervacije že vključene v znesek poslovno investiranega kapitala.

Pri prevzemih in nakupih podjetij prihaja do presežka med nabavno vrednostjo kupljenega podjetja in njegovo pošteno tržno vrednostjo, ki se računovodsko evidentira kot **dobro ime** in ki ga je bilo po Slovenskih računovodskih standardih 2001 potrebno amortizirati praviloma v naslednjih petih letih.²² S stališča ekonomske uspešnosti je odpisovanje dobrega imena z amortiziranjem neustrezno, saj predstavlja del investiranega kapitala, ki naj bi trajno ustvarjal donos. Amortizacija dobrega imena odpiše del vlagateljeve naložbe in s tem tudi zmanjša obseg kapitala, ki zahteva dobičkonosnost, v velikosti tehtanih povprečnih stroškov poslovno investiranega celotnega kapitala. Popravek v tem primeru izvedemo tako, da znesek amortizacije dobrega imena prištejemo k dobičku iz poslovanja in poslovno investiranemu kapitalu. Enako obravnavamo tudi vse nabrane (kumulativne) odpise dobrega imena, opravljene v prejšnjem obdobju, kot je prikazano tudi v zgledu 4.

Zgled 4 (povzeto po Young & O'Byrne, 2001, str. 241)

V letnem poročilu družbe Georgia-Pacific 2005 je razkrito, da so v letu 1995 obračunali 59 mio \$ amortizacije iz naslova dobrega imena. Kumulativni popravki dobrega imena so do konca leta 1995 znašali 366 mio \$. Potrebni popravki za izračun EVA v letu 1995 so naslednji:

- stroški amortizacije dobrega imena za leto 1995 (59 mio \$) se dodajo k NOPAT;
- kumulativni popravki dobrega imena do konca leta 1995 (366 mio \$) se dodajo k znesku poslovno investiranega kapitala

Če povzamemo učinek popravkov v letu 2005:

NOPAT	povečamo za 59 mio \$
investirani kapital	povečamo za 366 mio \$

Vrednost postavke **popravki obratnih sredstev**, ki zajemajo uskladitev knjigovodske vrednosti zalog in popravke vrednosti terjatev, je potrebno obravnavati kot sredstva, ki so jih vložili investitorji, torej kot naložbo sredstev (in jih ne štejemo med odhodke poslovnega obdobja). Zato moramo za vrednost te postavke povečati poslovno investirani kapital in hkrati tudi dobiček iz poslovanja. Priporočljivo je, da se pred tem prouči razlog oblikovanja te postavke: v primeru, da gre za neizterljive terjatve in je to mogoče dokazati, bi to lahko

²² Po sprejetju SRS 2006 se dobro ime nič več ne amortizira, temveč se prevrednotuje zaradi oslabitve, če je za to utemeljen razlog. Izguba iz oslabitve dobrega imena je po 12. členu Zakona o davku od dobička pravnih oseb-2 ugotovljena v izkazu poslovnega izida, ki je sestavljen na podlagi ZGD in z njim uvedenimi računovodskimi standardi. 1. odstavek 23. člena ZDDPO-2 določa, da se odhodki iz prevrednotenja zaradi oslabitve dobrega imena priznajo v obračunanem znesku, vendar največ do zneska, ki ustreza 20% začetno izkazane vrednosti dobrega imena.

obravnavali tudi kot odhodek obdobja, saj je vsako delovanje v poslovnem svetu povezano z neko stopnjo tveganja. Izveba popravka za vrednost popravkov obratnih sredstev je prikazana v zgledu 5.

Zgled 5 (povzeto po Young & O'Byrne, 2001, str. 225)

V razkritjih k letnemu poročilu za leto 1995 podjetje AB Volvo, švedski proizvajalec avtomobilov, poroča o oblikovanih popravkih terjatev na dan 31.12.1994 v znesku 929 mio SEK in 31.12.1995 v znesku 1.034 mio SEK. Popravke za potrebe izračuna EVA izvedemo tako, da za povišanje popravka terjatev v znesku 105 mio SEK povečamo dobiček iz poslovanja, oziroma za neto znesek po davku (davčna stopnja podjetja je 28%) v višini 75,6 mio SEK povišamo NOPAT. Stanje oblikovanih popravkov terjatev na dan 31.12.1995 (1.034 mio SEK) prištejemo k investiranemu kapitalu, ker gre za protikonto konta terjatev do kupcev in torej ni vključen v znesek dolgoročnih rezervacij in s tem direktno v poslovno investirani kapital. Učinek popravkov v letu 2005 je torej naslednji:

NOPAT	povečamo za 75,6 mio SEK
investirani kapital	povečamo za 1.034 mio SEK

Izbira metode **amortizacije osnovnih sredstev** tudi vpliva na poslovni izid podjetja. Najpogosteje uporabljena metoda v Sloveniji je enakomerna časovna amortizacija, pri kateri pa se ne pokaže dejansko zmanjševanje vrednosti osnovnega sredstva zaradi prenosa te vrednosti na poslovne učinke. Z vidika uporabe ekonomske dodane vrednosti se pojavi problem pri podjetjih, ki imajo več osnovnih sredstev z daljšo dobo koristnosti. 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 kot pri novi opremi z višjo vrednostjo). Managerji zato nimajo spodbude za nakup nove sodobnejše opreme, ker je stara oprema podcenjena. Problem lahko rešimo z vsebinsko prilagoditvijo stroškov amortizacije, in sicer 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). Pri posebni metodi anuitetnega izračuna amortizacije, ki jo predstavljam v zgledu 6, vsota letnega zneska amortizacije in stroška kapitala med leti ostaja konstantna.

Zgled 6 (povzeto po Young, 1999, str. 13-14)

Vzemimo za primer nakup sredstva v vrednosti 1.500 \$ z življenjsko dobo 5 let. Sedanja vrednost prihodnjih pričakovanih denarnih tokov, ki jih prinese to sredstvo, je enaka nakupni ceni, strošek kapitala podjetja je 10%. Če predpostavimo enakomerne denarne tokove v dobi koristnosti, je letni neto denarni tok sredstva 396 \$ ($1.500 / 3,79 = 396$, pri čemer je 3,79 faktor sedanje vrednosti anuitete za 5 letno obdobje pri obrestni meri 10%²³). Poglejmo najprej metodo enakomernega časovnega amortiziranja:

Neodpisana vrednost sredstva	Letni denarni tok	Letna amortizacija	Strošek kapitala	EVA	ROIC
1.500 \$	396	300	150	-54	6,4%
1.200	396	300	120	-24	8,0%
900	396	300	90	6	10,7%
600	396	300	60	36	16,0%
300	396	300	30	66	32,0%

ROIC za prvo leto je izračunan kot $(396 - 300) / 1.500$. Rezultati v tabeli kažejo, da se EVA z leti povečuje, prav tako tudi donos na sredstvo, kar pa je le posledica uporabljene metode amortiziranja. Logično bi bilo, da je izračunana EVA vseh pet let 0, saj je sedanja vrednost bodočih denarnih tokov enaka nakupni vrednosti in mora torej sredstvo s svojim donosom pokriti stroške kapitala te naložbe. Uporaba te metode tako slabo vpliva na odločitve managerjev, saj tvegajo, da se bo v prvih letih po investiciji EVA zmanjšala, zato raje ne investirajo.

Če namesto enakomerne metode amortiziranja uporabimo **anuitetni izračun amortizacije**, potem je sredstvo amortizirano tako, da je donos na sredstvo (ROIC) konstanten v celotnem obdobju. Letno amortizacijo v posameznem letu dobimo tako, da od letnega denarnega toka odštejemo strošek kapitala (10%). Stroški amortizacije v prvem letu so tako nižji in nato naraščajo, stroški kapitala pa padajo. V tem primeru je izračunana EVA za vseh pet let 0, sredstvo pa daje konstanten donos skozi celotno dobo uporabnosti. Metoda je pravzaprav zelo podobna anuitetnemu odplačilu bančnega posojila.

Neodpisana vrednost sredstva	Letni denarni tok	Letna amortizacija	Strošek kapitala	EVA	ROIC
1.500 \$	396	246	150	0	10,0%
1.254	396	270	126	0	10,0%
984	396	298	98	0	10,0%
686	396	328	68	0	10,0%
358	396	358	35	0	10,0%

Strateške naložbe običajno prinašajo dobiček šele po nekem določenem obdobju, zato bi lahko managerji ob uporabi ekonomske dodane vrednosti kot sodila uspešnosti tovrstne

²³ Znesek dobimo tudi tako, kot izračunamo postnumerandno anuiteto pri bančnem kreditu z dobo vračanja 5 let

za znesek $D=1.500$ in obrestno mero 10%; anuiteta: $a = \frac{Dr^5(r-1)}{r^5-1} = \frac{1.500 \cdot 1,1^5(1,1-1)}{1,1^5-1} = 396$

naložbe zavračali. Ker nova naložba v začetnem obdobju še ne ustvarja prihodkov oz. so le-ti nižji od kasneje pričakovanih, stroški celotnega kapitala nove naložbe »obremenijo« izračun EVA in s tem navidezno zmanjšajo uspešnost poslovanja. EVA strogo omejuje razsipno uporabo kapitala in predvideva ukinitvev projektov, ki imajo negativno ekonomsko dodano vrednost, kar pomeni, da njihov donos ni večji od stroškov kapitala (in ni pričakovati, da bi bili v prihodnosti lahko večji). Pri strateških naložbah pa je dovoljena izjema: višino investiranega kapitala je pri strateških naložbah mogoče zadržati na posebnem začasnem računu (ang. *special suspension account*), dokler naložba ne začne ustvarjati prihodkov. Šele potem, ko naj bi naložba po načrtu začela ustvarjati dobiček, se kapital s posebnega začasnega računa prenese v izračun ekonomske dodane vrednosti. Na ta način se management usmerja v uspešne dolgoročne naložbe in s tem prepreči, da bi v želji po doseganju dobrih kratkoročnih rezultatov zanemarili dolgoročne cilje.

Stroški prestrukturiranja so računovodsko gledano stroški priznanja napake ali izgube zaradi slabe poslovne odločitve (o naložbi), sprejete v preteklosti, obremenijo pa poslovni izid v obračunskem obdobju, v katerem stroški prestrukturiranja nastanejo. Gospodarsko gledano pa so tovrstni stroški stroški premestitve celotnega kapitala, ki naj povečajo njegovo dobičkonosnost z zmanjšanjem stalnih izgub kot posledico prejšnjih napak. Tako gre za verjetno izboljšanje premoženja lastnikov podjetja, zato se prestrukturiranje obravnava kot priložnost za boljši poslovni izid in s tem ustvarjanje nove vrednosti za lastnike. V izračunu EVA se za te stroške poveča dobiček iz poslovanja (jih ne obravnavamo kot odbitno postavko, ker vsebinsko to ni odbitna postavka), prilagoditev pa se opravi tudi v bilanci stanja, saj se vsebinsko ti stroški štejejo kot naložba v prihodnje poslovanje in se za znesek stroškov prestrukturiranja poveča poslovno investirani kapital.

2.1.1.1 Katere računovodske prilagoditve upoštevati

Različni avtorji navajajo različno število potrebnih prilagoditev za izračun ekonomske dodane vrednosti. Število uporabljenih prilagoditev je odvisno predvsem od namena njenega izračuna, svetovalci pa priporočajo ne več kot 15 prilagoditev, v zadnjem času pa je število priporočljivih prilagoditev celo upadlo in se priporoča šest ali pa manj vsebinskih prilagoditev. Young (1999, str. 9) navaja dva razloga temu v prid: managerji nasprotujejo odstopanjem od računovodskih standardov, podjetja pa tudi ugotavljajo, da ima večina predlaganih prilagoditev malo ali nič vrednostnega vpliva na dobiček. Rezultat tega je, da večina podjetij, ki uporablja koncept EVA ali podobne koncepte merjenja uspešnosti, omejijo izbrane računovodske popravke na manj kot pet, veliko pa jih sploh ne uporablja popravkov, saj naj bi bil tako sistem lažje upravljan in bolj razumljiv. Young (1999, str. 7) tako celo zaključí, da bi bilo za večino podjetij, ki uporabljajo koncept EVA, bolje, če ne prilagajajo podatkov in se osredotočijo le na nepopravljen rezidualni dobiček, računovodske popravke pa prepustijo zunanjim analitikom. Popravki računovodskih podatkov so vendarle pomembni, da dosežemo večjo korelacijo med kratkoročnim merilom dobička (v tem primeru EVA) in ceno delnice, kar v končni fazi lahko vodi do skladnejših ciljev managerjev in lastnikov delnic,

kakor tudi do bolj zanesljivega kazalnika uspešnosti poslovanja podjetja za potrebe finančnih analitikov in upravljalcev premoženja (Young, 1999, str. 8).

V praksi se pojavlja več težav pri uporabi navedenih popravkov, pa tudi pomislekov, kateri od teh popravkov so sploh smiselni. Če pogledamo npr. popravke za amortizacijo osnovnih sredstev, je predlagana metoda anuitetnega izračuna amortizacije sicer smiselna, v praksi pa praktično nikjer uporabljena. Kaplan in Atkinson (1998, str. 519) se tako sprašujeta, kako je mogoče, da je ta pristop splošno sprejet pri obravnavanju obveznosti, pokaže se pa kot nesprejemljiv, ko ga poskušamo uporabiti na drugi strani bilance stanja, in z njim amortizirati novo pridobljena sredstva. Večina managerjev, ki se odločajo o tem popravku, *misl*i, da je kalkulacija kompleksna in da se z njo ne splača ukvarjati. Nekateri še ugovarjajo, da vzorec amortizacije z enakomernim časovnim amortiziranjem bolj pravilno odseva dejansko obrabo sredstev kot anuitetni način amortizacije. Young (1999, str. 18) prikazuje, da na ravni korporacije uporaba anuitetnega načina amortizacije le malo spremeni izračune EVA glede na uporabo ostalih metod (vključno z uporabo enakomernega časovnega amortiziranja), razen v primeru, ko je podjetje v stanju visoke rasti. Podobno ugotavlja tudi, da za večino podjetij velja, da popravki za dolgoročni poslovni najem, amortizacijo dobrega imena, LIFO popravek in tudi popravek za odložene davke, ki ga niti nisem obravnavala, zelo malo vplivajo na izračun EVA, pripomorejo pa k bistveno večji kompleksnosti izračuna.

Young (1998, str. 18) zato predlaga nov pristop predvsem za podjetja, ki želijo uvesti uporabo koncepta EVA za svoje potrebe, torej za ocenjevanje uspešnosti managerjev in oddelkov. Preden se management odloči za uporabo določenih računovodskih prilagoditev, mora biti zadovoljeno vsem naštetim pogojem:

- odstopanje zaradi uporabe računovodskih standardov mora biti tolikšno, da postane vedenje managerjev neracionalno;
- računovodska prilagoditev mora zmanjšati verjetnost takega vedenja;
- koristi od boljših iniciativ managerjev morajo več kot nadomestiti stroške odstopanja od standardov;
- računovodska prilagoditev mora biti bolj učinkovit razlog za doseganje načrtovanih rezultatov kot alternativni mehanizem kontrole.

Če poskušamo to ponazoriti s stroški RR: kritiki računovodskega tretiranja stroškov RR po standardih (direktno v odhodke) navajajo, da to spodbuja managerje k nižjemu vlaganju v RR s ciljem doseganja (ali povečevanja) dobička na kratek rok, vendar s tem ogrožajo konkurenčnost podjetja na dolgi rok. Preden se odločimo za ta popravek, moramo ne samo prepričati sami sebe, da bo kapitalizacija stroškov RR vodila v bolj optimalne naložbe za RR, temveč da bodo vse dodatne koristi iz tega naslova višje od stroškov, ki nastanejo zaradi odstopanja od standardov. Še več, prepričani moramo biti, da drugi pristopi za spodbujanje primerne vlaganja v RR niso ravno tako ali še bolj učinkoviti in hkrati cenejši. Poglejmo primer, da se uprava podjetja odloči, da uvede nefinančno merilo, npr. število novih razvitih proizvodov, in to merilo poveže z nagrajevanjem podrejenih managerjev. Ti imajo tako lahko

zadostno vzpodbudo za racionalno obnašanje, ki povzroča povečevanje vrednosti, ne da bi bilo potrebno uvesti računovodske prilagoditve za vlaganja v RR. Če tudi ostale računovodske prilagoditve pogledamo s te perspektive, postane očitno, da le malo prilagoditev »opravi« test.

Seveda pa je drugačna perspektiva investicijskih analitikov. Uporabniki koncepta EVA znotraj podjetij sprejmejo merilo v smislu boljšega usklajevanja interesov managerjev in lastnikov, zunanji analitiki pa iščejo računovodske podatke, naj bo to EVA ali kakšno od bolj konvencionalnih meril dobička, ki jim lahko pomagajo oceniti vrednost podjetja in sprejeti dobre investicijske odločitve. Z drugimi besedami, *kvaliteta* podatkov o prihodkih in dobičkih je ključnega pomena za analitike. To pomeni, da so računovodske prilagoditve, ki na izboljšanje racionalnega vedenja managerjev malo ali skoraj nič ne vplivajo, lahko zelo pomembne z vidika analitikov, ki morajo izločiti posamične ali slučajne vplive na dobiček od tistih, ki so bolj trajne narave, saj jim le-to omogoča bolj pravilne napovedi prihodnjega delovanja podjetja in njegovih prihodnjih denarnih tokov. Zato morajo analitiki opraviti vse tiste računovodske prilagoditve, za katere je verjetno, da bodo izboljšale realnost izračuna EVA za posamezno podjetje.

Zaključimo lahko, da za veliko večino podjetij izračun prilagojene EVA ponuja le malo prednosti pred izračunom temeljne EVA. Prinese le več stroškov, ki jih povzroči kompleksnost izračuna, zato morda uporaba merila rezidualnega dobička, ki ga je uvedel Alfred Sloan pred 85 leti, verjetno prinese enake prednosti kot danes visoko cenjeni koncept EVA.

2.1.2 Določitev višine poslovno investiranega kapitala

Poslovno investirani kapital lahko določimo tako, kot prikazujem na sliki 3. Na levi strani je običajna bilanca stanja podjetja. Na desni strani so kratkoročna obratna sredstva (terjatve, zaloge in aktivne časovne razmejitev) zmanjšana za tiste kratkoročne obveznosti, za katere ne plačujemo obresti. Razliko med naštetimi kratkoročnimi obratnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi, ki ne nosijo obresti, imenujemo potrebni obratni kapital. Levo stran te bilance imenujemo »neto sredstva«, desno stran bilance pa »investirani kapital«. Dobimo ga tudi tako, da seštejemo kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti, druge dolgoročne obveznosti (rezervacije in odložene davke) ter celotni znesek kapitala. Ker gre za seštevek različnih virov financiranja, imenujemo ta pristop izračuna tudi finančni pristop, določanje poslovno investiranega kapitala s pomočjo sredstev, pa imenujemo operativni pristop, v obeh primerih pa moramo seveda dobiti enak znesek investiranega kapitala (Young & O'Byrne, 2001, str. 55).

Slika 3: Običajna bilanca stanja in bilanca stanja pri konceptu EVA

Dolgoročna sredstva	Kapital	Dolgoročna sredstva	Kapital
	Dolg. rezervacije in druge dolg. obvez.		Dolg. rezervacije in druge dolg. obvez.
Terjatve + Zaloge + AČR	Dolg. finančne obveznosti	Potrebni obratni kapital	Dolg. finančne obveznosti
	Kratkoročne obv., na katere niso obračunane obresti		Kratkoročne finančne obvez.
Denar	Kratkoročne finančne obvez.	Denar	Kratkoročne finančne obvez.

Vir: prirejeno po Young & O'Byrne, *EVA and Value-Based Management*, 2001, str. 45

Za izračun EVA je potrebno pri poslovno investiranem kapitalu upoštevati tudi računovodske prilagoditve, ki sem jih opisala v prejšnjem poglavju. Pri operativnem pristopu lahko uporabimo postopek, prikazan na sliki 4, ki prikazuje izračun poslovno investiranega kapitala:

Slika 4: Izračun poslovno investiranega kapitala po operativnem pristopu

Izhodišče:
Obratna sredstva
Dodamo:
Neto vrednost osnovnih sredstev, potrebnih za poslovanje
Neopredmetena sredstva
Druga sredstva
<i>Lifo prihranek</i>
<i>Nabrani popravek vrednosti amortizacije dobrega imena</i>
<i>Popravek vrednosti terjatev</i>
<i>Kapitalizacija stroškov RR</i>
<i>Kumulativni odpisi stroškov prestrukturiranja in stroškov strateških naložb</i>
<i>Sedanja vrednost obveznosti iz dolgoročnega poslovnega najema</i>
Dobimo:
Poslovno investirani kapital

Vir: prirejeno po J. Grant, *Foundations of Economic Value Added*, 2003, str. 174

Če za izračun poslovno investiranega kapitala uporabimo finančni pristop, potem je postopek izračuna z upoštevanjem računovodskih prilagoditev tak, kot ga prikazujem na sliki 5.

Slika 5: Izračun poslovno investiranega kapitala po finančnem pristopu

Izhodišče:
Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala
Dodamo ekvivalente kapitala:
Prednostne delnice
Odloženi davki
<i>Lifo prihranek</i>
<i>Nabrani popravek vrednosti amortizacije dobrega imena</i>
<i>Popravek vrednosti terjatev</i>
<i>Kapitalizacija stroškov RR</i>
<i>Kumulativni odpisi stroškov prestrukturiranja in stroškov strateških naložb</i>
Dodamo obveznosti in ekvivalente obveznosti:
Kratkoročne finančne obveznosti
Dolgoročne obveznosti
<i>Sedanja vrednost obveznosti iz dolgoročnega poslovnega najema</i>
Dobimo:
Poslovno investirani kapital

Vir: prirejeno po J. Grant, *Foundations of Economic Value Added*, 2003, str. 174

2.1.3 Izračun tehtanega povprečnega stroška poslovno investiranega kapitala

Večina podjetij je financiranih tako z lastniškimi kot dolžniškimi viri. V finančnem managementu vse dolgoročne vire financiranja (lastniške in dolžniške) poimenujemo z eno besedo *kapital*. Pri odločitvah, ki se tičejo načina financiranja podjetja, njegove rasti oz. njegovih novih projektov, pa se mora manager zavedati, da morajo investitorji za vloženi kapital dobiti vsaj toliko, kot bi lahko z njim zaslužili, če bi ga vložili v nek drug projekt. Ta donos, ki bi ga investitorji lahko dobili drugje, imenujemo **oportunitetni strošek kapitala** oz. **zahtevan donos kapitala**. Strošek kapitala je tako tista stopnja donosa naložb podjetja, pri kateri vsi viri financiranja prejmejo svojo zahtevano stopnjo donosa. Kot je razvidno iz enačbe (8), se izračuna kot tehtano povprečje stroškov vseh virov financiranja oz. kot **tehtani povprečni strošek kapitala** (ang. *WACC – weighted average cost of capital*):

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_e r_e \quad (8)$$

pri čemer so:

- w_d in w_e delež dolga (ang. *debt*) in delež lastniškega kapitala (ang. *equity*) ter služita kot uteži v izračunu tehtanega povprečnega stroška kapitala;
- r_d in r_e strošek dolga (obresti) ter zahtevani donos lastniškega kapitala;
- T mejna davčna stopnja podjetja.

Deleži dolga in kapitala temeljijo na njihovih tržnih vrednostih, ker želimo vedeti, koliko podjetje *danes* stane angažiranje virov financiranja, ti stroški pa izhajajo iz tržnih, ne

knjigovodskih vrednosti dolga in kapitala. Nekatera podjetja pa v izračunu raje upoštevajo ciljno strukturo kapitala z logiko, da četudi trenutna struktura kapitala podjetja ni enaka ciljni, bodo prihodnje odločitve o financiranju podjetja povzročile, da bo struktura kapitala vedno bližje ciljni strukturi kapitala. Če je npr. podjetje danes relativno nezadolženo v primerjavi z njegovo ciljno strukturo kapitala, potem so lahko investicije v bližnji prihodnosti financirane pretežno z dolžniškimi viri.

2.1.3.1 Strošek dolga oz. cena tujih virov, $r_d(1-T)$

V okviru finančnega managementa se WACC prvenstveno uporablja za investicijske odločitve, zato nas pretekli strošek dolga ne zanima, temveč nas zanima novi, mejni strošek dolga, ki ga načrtujemo. Cena tujih virov pri WACC je opredeljena kot njihova čista donosnost, torej po obdavčitvi, kar je skladno z opredelitvijo NOPAT. Če ima podjetje več različnih dolžniških virov financiranja po različnih stroških, se za strošek dolga v formuli WACC izračuna tudi tehtano povprečje stroškov dolžniških virov. Davčna stopnja podjetja je v izračunu WACC pomembna, saj vpliva na t.i. *davčni ščit*²⁴, s katerim podjetje ustvari prihranke na račun manjšega plačila davka na dobiček. Če npr. podjetje plača svoji banki 2 mio € obresti na leto po obrestni meri 10%, njegova mejna davčna stopnja pa je 25%, potem je strošek obresti po davkih za podjetje dejansko 1,5 mio €, prihranek za podjetje zaradi davčnega ščita je torej 0,5 mio € (2 mio x 25%) (Young & O'Byrne, 2001, str. 164).

2.1.3.2 Strošek lastniškega kapitala, r_e

V formuli za izračun WACC je opredelitev stroška lastniškega kapitala pravzaprav najtežja. V osnovi gre za zahtevan donos, ki ga pričakujejo investitorji vložnega kapitala v podjetje, problem pa je, ker tega zahtevanega donosa ne moremo direktno opazovati, kot je to npr. mogoče pri posojilodajalcih, ki s pogodbo zahtevajo plačilo določenih obresti. Managerji morajo zato pričakovanja investitorjev prepoznati predvsem z opazovanjem dogajanja na kapitalskem trgu, v praksi pa se za namen določanja zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala najbolj pogosto uporablja **model določanja cen dolgoročnih naložb** oz. **model CAPM** (ang. *capital asset pricing model*), ki sta ga razvila William F. Sharpe in John Lintner sredi šestdesetih let prejšnjega stoletja. Teoretična zasnova modela temelji na vrsti predpostavk o učinkovitem delovanju trga kapitala²⁵. Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala se tako definira kot seštevek donosnosti netvegane naložbe in premije za tveganje (prirejeno po Brigham & Daves, 2004, str. 301) in se izračuna kot kaže enačba (9):

$$r_e = r_{RF} + \beta \cdot (r_M - r_{RF}) = r_{RF} + \beta \cdot r_{MP} \quad (9)$$

²⁴ Prihranek podjetja zaradi davčnega ščita (ang. *tax shield*) lahko izračunamo kot (Hartman, 2004, str. 31):

davčni ščit = obrestna mera na dolg x znesek dolga x mejna davčna stopnja

²⁵ Najpomembnejše predpostavke, na katerih temelji model, lahko najdemo v Brigham in Daves, 2004, str. 84

pri čemer pomeni:

- r_{RF} donosnost netvegane naložbe (ang. *risk-free rate of return*)
- r_M zahtevana stopnja donosa tržnega portfelja (ang. *market rate of return*)
- r_{MP} tržna premija za tveganje (ang. *market risk premium*)
- β beta – koeficient tveganosti posamezne naložbe (delnice) v primerjavi s tveganostjo celotnega tržnega portfelja

Za **donosnost netvegane naložbe** se običajno jemlje stopnja donosa nekega tipičnega dolžniškega vrednostnega papirja, ki ga izdaja država (obveznica ali zakladna menica), ker se za takšen vrednostni papir predpostavlja, da ne nosi tveganja izostanka plačil. **Koeficiente beta** izračunavajo specializirane agencije za posamezna podjetja in panoge. **Tržna premija za tveganje** se sprti določa na trgu vrednostnih papirjev, kvantificira pa se kot razlika med stopnjo donosa določene standardne košare navadnih delnic (npr. indeks 500 delnic Standard & Poor v ZDA) ter stopnjo donosa netvegane naložbe (Hartman, 2004, str. 19).

Na višino koeficienta beta dokazano vpliva zadolženost podjetja, ki jo lahko izrazimo tudi s kazalnikom dolg na kapital ali D/E (ang. *debt to equity*). Vpliv finančnega vzvoda na koeficient beta je dokazal Robert Hamada z naslednjo enačbo (10) (Brigham & Daves, 2004, str. 505):

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1 - T)(D/E)] \quad (10)$$

pri čemer je

- β_U beta nezadolženega podjetja (ang. *unlevered beta*)
- β_L beta zadolženega podjetja (ang. *levered beta*)
- T mejna davčna stopnja podjetja
- D/E merilo finančnega vzvoda podjetja

Hamadova enačba kaže, da naraščanje zadolženosti podjetja (D/E) povečuje vrednost koeficienta beta. Koeficient beta nezadolženega podjetja kaže, kakšen koeficient beta bi veljal za podjetje, če le-to ne bi bilo zadolženo in bi tako izkazoval izključno »osnovno poslovno tveganje« posameznega podjetja. V celotnem CAPM modelu ima management vpliv pravzaprav samo na koeficient beta, ko se odloča o strukturi kapitala, torej o višini zadolženosti podjetja. Podjetje si lahko pri oceni, kako zadolženost podjetja vpliva na stroške lastniškega kapitala in posledično na tehtani povprečni strošek kapitala, pomaga tako, da s pomočjo podatkov o njihovem trenutnem koeficientu beta, davčni stopnji in razmerju D/E izračuna vrednost koeficienta beta za nezadolženo podjetje po spodnji enačbi (11), potem pa simulira izračune WACC pri različnih stopnjah zadolženosti podjetja:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \frac{D}{E}(1-T)} \quad (11)$$

Problem prikazanega modela CAPM je, da gre za model, ki sloni na pričakovanih investitorjev²⁶ in ne na tem, kar se je že zgodilo. Pričakovani seveda ne moremo meriti, lahko jih le ocenimo iz obnašanja investitorjev na kapitalskem trgu. Določanje stopnje donosa netvegane naložbe, tržne premije za tveganje in izračun koeficienta beta za izbrano podjetje je zelo težavno, pri rezultatih in njihovi interpretaciji moramo biti zato previdni in pravzaprav nismo nikoli prepričani, kako natančni smo bili pri določitvi stroška lastniškega kapitala.

Zadnja opažanja so, da z dobrimi ocenami vhodnih podatkov za CAPM izračun stroška lastniškega kapitala odstopa največ za 3 odstotne točke od njegove resnične vrednosti. V primeru, da je podjetje financirano eno tretjino z dolžniškimi viri, dve tretjini pa z lastniškimi (kar je precej običajno razmerje), je lahko statistična napaka ocene WACC tudi do 2 odstotni točki. Ta negotovost pri strošku WACC pa ima nekaj pomembnih posledic (Young & O'Byrne, 2001, str. 166):

- strošek kapitala je očitno večji kot nič, zato je EVA z dobro oceno WACC veliko boljše merilo uspešnosti poslovanja podjetja kot računovodski dobiček, kjer stroška kapitala ne upoštevamo;
- naša ocena tehtanega povprečnega stroška kapitala naj se le redko menja, to storimo le takrat, ko ugotovimo očitno spremembo tega stroška, npr. za 1 odstotno točko ali več;
- resnični vpliv strategij, ki temeljijo na spremembah v stroških kapitala (npr. sprememba v strukturi kapitala) ne more biti napovedan z veliko verjetnostjo, zato morajo biti podjetja previdna pri uporabi in spreminjanju tovrstnih strategij.

Če upoštevamo uporabo CAPM modela za določanje stroška lastniškega kapitala in tržno premijo za tveganje 5%, potem je za večino ameriških podjetij, ki kotirajo na borzah, WACC med 8 in 11%, v bolj tveganih dejavnostih pa je ta strošek lahko več kot 11% zaradi večjega operativnega tveganja, večjega tržnega tveganja in prevelike odvisnosti od dragih lastniških virov financiranja. WACC na drugih razvitih trgih kapitala, npr. v Kanadi, je podoben tistemu v ZDA, nekaj nižji je v nemških podjetjih in malo višji v britanskih podjetjih. Razlike nastajajo predvsem zaradi razlik v donosih državnih obveznic (donosi državnih obveznic v Nemčiji so bili v zadnjih letih nižji kot v ZDA, donosi v VB pa višji), kar seveda v končni fazi vpliva tudi na WACC (Young & O'Byrne, 2001, str. 166).

²⁶ Young in O'Byrne (2001, str. 165) zato v CAPM modelu uporabljata *pričakovane* donose tržnega portfelja in *pričakovan* donos kapitala: $E(r_e) = r_{RF} + \beta \cdot [E(r_M) - r_{RF}]$

2.1.4 Ocena računovodsko prilagojenega dobička iz poslovanja po davkih (NOPAT)

Podobno kot pri določanju višine poslovno investiranega kapitala, so avtorji koncepta EVA predlagali dva načina določanja računovodsko prilagojenega dobička iz poslovanja po davkih, in sicer t.i. pristop »od spodaj navzgor« in »od zgoraj navzdol« (ang. »*bottom-up*« in »*top-down approach*«): po prvi različici je izhodišče dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki (EBIT), pri drugi pa izhajamo iz prihodkov iz prodaje. Na slikah 6 in 7 sta prikazana oba pristopa za oceno NOPAT.

Slika 6: Ocena NOPAT po pristopu »od spodaj navzgor«

Izhodišče:
Dobiček iz poslovanja (EBIT)
Dodamo:
Obračunane obresti od poslovnega najema
<i>Povečanje prihranka LIFO</i>
<i>Povečanje nabranega popravka vrednosti amortizacije dobrega imena</i>
<i>Povečanje popravka vrednosti terjatev</i>
<i>Povečanje kapitalizacije stroškov RR</i>
<i>Povečanje kumulativnih odpisov stroškov prestrukturiranja in stroškov strateških naložb</i>
Dobimo:
Prilagojeni dobiček iz poslovanja pred davki
Odštejemo:
Prilagojeni davek
Dobimo:
NOPAT

Vir: prirejeno po J. Grant, *Foundations of Economic Value Added*, 2003, str. 171

Slika 7: Ocena NOPAT po pristopu »od zgoraj navzdol«

Izhodišče:
Čisti prihodki od prodaje
Odštejemo:
Proizvajalni stroški prodanih izdelkov oz. nabavna vrednost prodanega blaga
Stroški prodajanja in splošnih dejavnosti z amortizacijo
Dodamo:
Obračunane obresti od poslovnega najema
<i>Povečanje prihranka LIFO</i>
<i>Povečanje nabranega popravka vrednosti amortizacije dobrega imena</i>
<i>Povečanje popravka vrednosti terjatev</i>
<i>Povečanje kapitalizacije stroškov RR</i>
<i>Povečanje kumulativnih odpisov stroškov prestrukturiranja in stroškov strateških naložb</i>
Drugi prihodki iz poslovanja
Dobimo:
Prilagojeni dobiček iz poslovanja pred davki
Odštejemo:
Prilagojeni davek
Dobimo:
NOPAT

Vir: prirejeno po J. Grant, *Foundations of Economic Value Added*, 2003, str. 171

Za postavko »prilagojeni davki« različni avtorji uporabljajo različne pristope izračuna, pravzaprav najdemo različne pristope tudi za izračun NOPAT. Nekateri za izračun NOPAT jemljejo najbolj poenostavljeno različico, ko od EBIT odštejemo davek po preračunani davčni stopnji podjetja (iz izkaza poslovnega izida preberemo plačani davek podjetja in ga primerjamo z davkom pred obdavčitvijo). Za potrebe izračuna razkrite ekonomske dodane vrednosti je potrebno upoštevati vsaj nekaj računovodskih popravkov, kar je razvidno tudi iz slik 6 in 7, pri čemer Grant (2003, str. 173) za izračun prilagojenega davka²⁷ predlaga naslednji pristop, prikazan na sliki 8:

Slika 8: Izračun prilagojenih davkov v oceni NOPAT

Izhodišče:
Davek iz dobička (iz izkaza poslovnega izida)
Odštejemo:
Povečanje obveznosti za odložene davke (iz bilance stanja)
Davki od drugih prihodkov
Dodamo:
Davčni prihranek za finančne odhodke
Davčni prihranek za obračunane obresti od poslovnega najema
Dobimo:
Prilagojeni davki

Vir: prirejeno po J. Grant, *Foundations of Economic Value Added*, 2003, str. 171

Young in O'Byrne (2001, str. 57) v svojem delu predlagata izračun NOPAT na način, ki je prikazan na sliki 9, pri tem pa navajata, da so prihodki od obresti vključeni v izračun NOPAT, ker je tudi denar vključen v poslovno investirani kapital. Če so stroški kapitala obračunani na celotni investirani kapital, se mora managementu priznati tudi celotni donos (seveda pa bodo dobički od morebitnih bančnih depozitov in državnih obveznic precej nižji od stroška kapitala, obračunanega na stanje denarja, zato bo tudi neto efekt na vključitev denarja v merjenje EVA vedno negativen). Če se EVA meri na ravni divizije oz. korporacije, je običajno denar izključen iz poslovno investiranega kapitala, saj so presežki denarja vedno upravljani centralno, zato je v teh primerih potrebno prihodke od obresti izključiti iz NOPAT.

Slika 9: Shema za izračun NOPAT

	Dobiček iz poslovanja
+	Prihodki od obresti
+	Kapitalski dobički (ali odštejemo kapitalske izgube)
+	Drugi prihodki od investicij
-	Davčni ščit za obresti
=	NOPAT

Vir: prirejeno po Young in O'Byrne, *EVA and Value-Based Management*, 2001, str. 54

²⁷ Grant v svojem delu (2003) uporablja izraz *cash operating taxes*

Dierks in Patel (1997) prikazujeta spet drug način izračuna NOPAT za potrebe izračuna ekonomske dodane vrednosti,²⁸ in sicer prikazujeta izračun NOPAT po operativnem pristopu (ki je podoben prikazanemu pristopu »od zgoraj navzdol« na sliki 7) oz. po finančnem pristopu, kjer izračun izhaja iz čistega dobička podjetja.

Če za potrebe izračuna EVA poskusimo izračunati NOPAT po zgoraj navedenih možnosti, ugotovimo, da so razlike v izračunih tako majhne, da na končni izračun EVA skoraj ne vplivajo. Poleg tega smo večkrat v težavah, ko poskušamo kategorije iz bilanc, sestavljenih po ameriških standardih, prevesti v kategorije, ki ustrezajo našim standardom. Za izračun ekonomske dodane vrednosti za slovenska podjetja se mi tako zdi smiselno, da upoštevamo poenostavljeno različico izračuna NOPAT in izhajamo iz dobička iz poslovanja, ki ga prilagodimo za potrebne računovodske popravke, od tako prilagojenega dobička iz poslovanja pa odštejemo davek, ki ga izračunamo na podlagi ugotovljene efektivne davčne stopnje podjetja.

2.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI UPORABE KONCEPTA EVA

V povezavi z vrednostno naravnanim upravljanjem in vodenjem podjetij kritiki očitajo tradicionalnim računovodskim sodilom, kot so npr. donosnost sredstev in dobičkovnost prihodkov, vrsto pomanjkljivosti. To so predvsem: slaba korelacija z vrednotenjem podjetij na kapitalskih trgih, pomanjkljivo upoštevanje naložbenih tveganj, zanemarjanje dolgoročnih posledic, neupoštevanje bodočih ekonomskih učinkov, neupoštevanje časovne vrednosti denarja, krnitev izrazne moči teh kazalnikov zaradi vpliva staranja osnovnih sredstev, finančnega najema in goodwilla²⁹ in neupoštevanje strukture virov financiranja (Korošec, 2001, str. 113).

Koncept EVA so avtorji razvili pravzaprav na ideji merila preostanka dobička in ga razvili do te mere, da je boljše sodilo za nadziranje naložbenih mest odgovornosti in za presojanje uspešnosti poslovanja kakor drugi tradicionalni kazalniki. V nadaljevanju podajam nekaj prednosti in pomanjkljivosti, s katerimi različni avtorji opisujejo uporabnost koncepta EVA.

2.2.1 Koristi in prednosti koncepta EVA

Ekonomski dobiček je sodilo poslovne uspešnosti, ki po mnenju mnogih najnatančneje prikaže gospodarsko uspešnost, saj ima v primerjavi s klasičnimi računovodskimi kazalniki številne prednosti. Njihove slabosti odpravlja s popravki in prilagoditvami računovodskih

²⁸ Več o tem najdemo v Dierks in Patel, 1997, str. 56

²⁹ Dobro ime ali ang. *goodwill* je razlika med nabavno vrednostjo kupljenega podjetja in njegovo pošteno tržno vrednostjo

podatkov, tako da se poslovni izid podjetja čim bolj približa resnični gospodarski uspešnosti poslovanja (Turk et al., 2006, str. 750).

Raziskave v tujini kažejo na skoraj popolno korelacijo med EVA in tržno vrednostjo delnice podjetja. Analitiki trga vrednostnih papirjev celo ugotavljajo, da tržne cene delnic sledijo izračunom EVA precej bolj kot drugim znanim faktorjem, kot so npr. dobiček na delnico, dobičkonosnost prodaje ali donos na kapital. Ta korelacija nastane zato, ker investitorje zanima predvsem neto denarni donos na vloženi kapital, posledično pa so tudi svetovalne organizacije pričele izračunavati EVA za podjetja in izračune uporabljati za napoved prihodnje vrednosti delnic (Brigham et al., 1999, str. 48). Nekatera podjetja (npr. Quaker Oats, CSX in druga) so po nekajletni uporabi in prilagoditvah svojega poslovanja konceptu EVA ugotovila, da je bila njihova stopnja rasti vrednosti delnic višja od splošne stopnje rasti delnic na trgu. To so v veliki meri pripisali dejstvu višje stopnje zavedanja managerjev o interesih lastnikov in dolgoročni perspektivi v razmišljanju, kar je posledica uvedbe koncepta EVA (Burkette & Hedley, 1997, str. 48).

Uporaba ekonomskega dobička kot sodila uspešnosti poslovanja usklajuje cilj posloводства s ciljem lastnikov (delničarjev) in tako pripomore k zmanjševanju konflikta med lastniki in poslovodstvom ter pomaga poslovodstvu, da se osredotoči na dejavnike, ki povečujejo vrednost podjetja za njegove lastnike. EVA je tudi sistem nagrajevanja posloводства, ki interese posloводства približa interesom delničarjev, saj jih nagraduje za dejanja, ki povečujejo donos delničarjem in jih kaznuje za neuspeh. Osnovni načrt je določitev ciljev in časovnic za izboljševanje ekonomske dodane vrednosti (Turk et al., 2006, str. 750; Stern et al., 2003, str. 29).

Kategorija EVA je konceptualno preprosta, lahko razložljiva tudi ekonomsko neizobraženim poslovodjem; z upoštevanjem cene vseh virov financiranja usmerja pozornost le-teh tudi na upravljanje s sredstvi, ne le na doseganje poslovnega izida – spodbuja zavedanje managerjev, da ima ves kapital ceno. Ker je kategorija relativno enostavna, ima tudi visoko uporabnost za komuniciranje, saj ponuja neke vrste skupni jezik vsem vključenim v poslovođenje podjetja (Korošec, 2001, str. 114).

EVA strogo omejuje razsipno uporabo kapitala, zato so podjetja, ki so koncept uvedla, v veliki meri omejila tudi uporabo obratnega kapitala. Če namreč podjetje zmanjša zaloge, terjatve in tudi višino denarnih sredstev na računu brez hudih posledic v operativnem poslovanju, potem se sprosti del denarnega toka. Ta prosti denarni tok podjetje lahko nameni za odplačilo dolgov ali novo nabavo zalog, s tem pa vpliva tudi na zmanjšanje kapitala. Zmanjšanje kapitala pa pomeni tudi nižje stroške financiranja, kar vpliva na povečanje EVA. Ker je koncept EVA moč uporabiti ne le za celotno podjetje, temveč tudi na ravni divizije, tovarne, trgovine ali celo izdelčne linije, lahko podjetja ugotavljajo vrednost ekonomske dodane vrednosti tudi po projektih. Po izkušnjah večih podjetij se je pokazalo, da ko so vodje oddelkov, divizij, projektov sprejeli ta način razmišljanja glede obratnega kapitala, so našli

načine za njegovo zmanjšanje, saj je bila tudi njihova ocena uspešnosti (in posledično njihova nagrada) odvisna od višine EVA njihovega oddelka, divizije, projekta (Stern, 2003, str. 28; Brigham, Gapenski & Ehrhardt, 1999, str. 795).

EVA je močno primerjalno sodilo uspešnosti in je uporabna tudi za zunanje analize, ker izračun NOPAT temelji na podatkih iz temeljnih računovodskih izkazov. Metoda EVA se pogosto uporablja za primerjanje uspešnosti poslovanja z drugimi podjetji. Primerjalno presojanje s pomočjo metode EVA lahko obsega vse štiri osnovne primerjave: (1) notranje primerjanje med oddelki, (2) primerjanje s konkurenco, (3) primerjanje z najuspešnejšimi podjetji ter (4) primerjanje znotraj dejavnosti in z njo (Hočevnar, 2002, str. 91; Korošec, 2001, str. 114).

Stroški kapitala so odvisni od tveganosti naložbe in vrste poslovanja oziroma vrste sredstev. Tveganje pri sredstvih v obliki denarja ali terjatev je drugačno od tveganja pri sredstvih v obliki visoko specializirane opreme. Z uporabo CAPM in izračunom WACC je mogoče upoštevati različne stroške kapitala zaradi tveganja, česar na primer uporaba kazalnika ROI ne omogoča. Hkrati uporaba koncepta omogoča učinkovito razporeditev poslovno investiranega celotnega kapitala, saj se managerji vse bolj zavedajo stroška kapitala pri doseganju poslovnih učinkov (Turk et al., 2006, str. 751; Hočevnar, 2002, str. 91).

Avtorji koncepta EVA v podjetju Stern Stewart trdijo, da ima uporaba tega modela številne prednosti predvsem zaradi štirih poglavitnih področij (štirih M) (Turk et al., 2006, str. 751):

- merjenja (ang. *measurement*): EVA je najnatančnejše sodilo poslovne uspešnosti;
- managementa (ang. *management system*): EVA je edino sodilo za vse odločitve;
- motivacije (ang. *motivation*): uporaba ekonomske dodane vrednosti zagotavlja, da managerji razmišljajo in ravnajo kot delničarji (temu primerno so tudi nagrajeni);
- miselnosti (ang. *mindset*): interni sistem poslovanja se prenovi v skladu z zamislijo ekonomskega dobička in vodi k uresničevanju enotnega cilja.

2.2.2 Omejitve in slabosti koncepta EVA

Kljub številnim prednostim ima zamisel ekonomske dodane vrednosti tudi nekatere slabosti, ki jih je pri njeni uporabi smotrno upoštevati. Ker je končni izračun ekonomske dodane vrednosti absolutno število, velja, da bodo večja podjetja zaradi svoje velikosti lažje dosegala večjo vrednost ekonomske dodane vrednosti kot manjša podjetja. Absolutni zneski prav tako ne morejo biti predmet neposredne primerjave med različnimi podjetji, na drugi strani pa je lahko absolutni znesek tudi prednost pri poslovnem odločanju: izračun lahko npr. pokaže veliko odstotno razliko med dobičkonosnostjo poslovno naloženega celotnega kapitala in njegovimi stroški, hkrati pa so v absolutnem znesku ekonomske dodane vrednosti za podjetje ti projekti skoraj nepomembni (Turk et al., 2006, str. 752).

Popravki in prilagoditve izvirnih finančno – računovodskih podatkov lahko zahtevajo veliko časa in visoko strokovno usposobljenost ter zato povzročajo precejšnje stroške. Poleg tega v razkritjih k temeljnim izkazom zunanjim analitikom niso na voljo vedno vsi podatki za prilagoditve, ki jih zahteva izračun EVA. V zvezi z izračunom kategorije EVA je v praksi odločitev o izbiri načina izračuna povezana z vprašanjem (subjektivno) sprejemljive kompleksnosti izračuna; mnoge odločitve za prilagoditve podatkov so lahko vsaj tako subjektivne, kot so lahko subjektivni nekateri izvorni računovodski podatki (Korošec, 2001, str. 114).

Ekonomska dodana vrednost se izračunava na letni ravni in zato poudarja potrebo po takojšnjem doseganju ugodnih izidov. Posledično se lahko poslovanje osredotoči na krajše obdobje, kot bi bilo za podjetje smiselno in primerno. Tako bi lahko uporaba koncepta EVA pri dolgoročnih odločitvah naložbenike odvrčala od večjih naložb v poslovno dejavnost: zaradi večjega obsega poslovno investiranega kapitala in njegovega stroška bi bili lahko poslovodje kratkoročno »kaznovani«, če bi sprejeli odločitve o večjih naložbah, saj bi podjetje (brez ustreznih vsebinskih prilagoditev) izkazalo manjšo ekonomsko dodano vrednost. Zaradi večje časovne razlike med sprejemanjem dolgoročnih poslovnih odločitev in njihovih kasnejših rezultatov, je EVA, izračunana na podlagi enoletnih podatkov preteklega obdobja, slab kazalec tistih sprememb vrednosti podjetja, ki izhajajo iz prihodnje rasti. Povezano s prihodnostjo lahko izpostavimo še eno slabost: delničarje zanima predvsem prihodnje poslovanje podjetja in njegova uspešnost, EVA pa je (tako kot drugi računovodski kazalniki) usmerjena na pretekle dosežke, ki pa niso nujno posledica poslovnih odločitev v istem obdobju. Poleg tega ne smemo pozabiti, da ugodna uresničena ekonomska dodana vrednost še ni porok za ugodno gibanje vrednosti podjetja za njegove lastnike v prihodnosti (Turk et al., 2006, str. 752-753; Korošec, 2001, str. 115).

Pri izračunavanju ekonomske dodane vrednosti za poslovne enote (oddelke ipd.) v podjetju nastaja problem razporejanja prihodkov, odhodkov in poslovno uporabljenih sredstev. Odprti ostajajo tudi znani problemi pri opredelitvi dolgoročnih sredstev, ko gre za merjenje dosežkov vodij naložbenih mest odgovornosti. Pri navpično povezanih podjetjih se pri izračunih EVA za ravni organizacijskih enot srečamo še s problemom prenosnih (transfernih) cen, ki lahko bistveno vplivajo na uspešnost teh enot; zato je treba v podjetju oblikovati kar najbolj optimalno politiko prenosnih cen in pridobiti zaupanje vodij organizacijskih enot, da so te cene oblikovane pošteno (Turk et al., 2006, str. 753).

Pri določanju vhodnih podatkov za izračun EVA se večje težave pojavijo pri ugotavljanju poslovno investiranega celotnega kapitala, in sicer pri vrednotenju neopredmetenih sredstev, še posebej v tistih podjetjih, ki imajo veliko premoženja v blagovnih znamkah. Način upoštevanja tveganj v ceni virov financiranja pa ima vse slabosti finančnih modelov, ki izhajajo iz predpostavke popolno delujočega finančnega trga, zato se tudi pri izračunu EVA srečamo z vsemi znanimi tehničnimi težavami pri merjenju WACC (Turk et al., 2006, str. 752; Korošec, 2001, str. 115).

Prav je, da se pri rabi kategorije EVA zavedamo, da to ne more biti vseobsegajoče sodilo za presojanje uspešnosti vseh ravni posloводства, s katerim bi bilo mogoče utemeljiti odvečnost kvalitativnih sodil ali/in povsem nadomestiti druga kvantitativna sodila. Zato kaže uporabljati tudi dolgoročna sodila in nefinančna sodila, še posebej za enote podjetja, ki so usmerjene v rast. Poleg tega ne smemo prezreti, da gre za sodilo, ki v središče pozornosti postavlja interese lastnikov, širšo odgovornost podjetja do drugih, za delovanje podjetja zainteresiranih, pa pušča ob strani, npr. odgovorno in prijazno delovanje podjetja do okolja (Korošec, 2001, str. 115).

V strokovni literaturi ni soglasja, kolikšno naj bo podjetje za uvajanje metode EVA. Čeprav avtorji koncepta EVA trdijo, da naj bi bil primeren za vsa podjetja, praksa kaže, da ga večinoma uvajajo velike korporacije, ki imajo številne možnosti nalaganja svojih sredstev. Prav tako taka podjetja lažje pokrijejo stroške uvajanja metode, ki lahko dosežejo tudi do 500.000 USD.³⁰ Delnice velikih podjetij kotirajo na borzi, zato je kapital lastnikov gibljivejši, poleg tega imajo velika podjetja mnogo večjo izbiro naložb znotraj podjetja (Hočevar, 2002, str. 92; Ekar, 2000, str. 52).

2.2.3 Kritike koncepta EVA

Že konec 90-ih je bilo v literaturi moč prebrati mnogo člankov, v katerih so managerji z navdušenjem sprejemali koncept EVA kot najboljše merilo uspešnosti poslovanja. Omenjali so predvsem visoko korelacijo med vrednostjo EVA in vrednostjo delnice, ta korelacija pa naj bi bila višja kot pri ostalih merilih uspešnosti, kot so ROE, ROA, rast dobička na delnico in drugih. Tudi G. Bennett Stewart v svojem delu *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers* piše, da je najpomembnejša prednost EVA v tem, da gre za edino merilo, ki se direktno povezuje z resnično vrednostjo podjetja (Dodd & Chen, 1996, str. 27). Dodd in Chen (1996, str. 27) sta opravila raziskavo na podlagi baze podatkov Stern Stewart 1000 in baze Compustat, s katero sta želela ugotoviti, ali so splošne izjave in komentarji o uporabnosti EVA podprti tudi z dejanskimi podatki. Pridobila sta kompletne podatke za 566 podjetij za desetletno obdobje (1983-1992) in ugotovila naslednje:

- kapitalski donos in EVA sta povezana, vendar še zdaleč na tako popolno, kot se to prikazuje v večini izjav: približno 20,2% variance v kapitalskem donosu se lahko pojasni z vplivom EVA, 24,5% variance se pojasni z ROE, ROA in dobičkom na delnico;
- EVA ni niti edino merilo pojasnjevanja kapitalskega donosa, niti ni popolno merilo: skoraj 80% variance v kapitalskem donosu ni mogoče pripisati vplivu EVA, kar je skladno z drugimi raziskavami kapitalskega trga, ki ugotavljajo, da je za pojasnitev variabilnosti v kapitalskih donosih potrebnih več dejavnikov;

³⁰ Podatki so za poslovni prostor ZDA, neposredna primerjava za slovenski prostor ni mogoča.

- tradicionalni rezidualni dobiček pojasni 19,2% variance v kapitalnem donosu, kar je skoraj enakovredno 20,2% variance, pojasnjene z EVA.

Avtorja zaključita, da podjetja uvajajo koncept EVA s prepričanjem, da tesno povezuje interes lastnikov in managerjev. Ugotavljata, da povprečni kapitalni donos je v korelaciji z EVA, pa vendar ne tako močno, kot vlada splošno prepričanje. Zato podjetjem predlagata, da namesto uvedbe koncepta EVA razmislijo o uporabi rezidualnega dobička, ki v njihovi raziskavi kaže na skoraj enako korelacijo s kapitalnim donosom kot EVA in zato menita, da stroški uvedbe EVA in uporabe vseh računovodskih prilagoditev ne prinesejo zadovoljivih koristi.

Tudi Griffith (2004, str. 28) izraža kritiko uporabe koncepta EVA za napovedovanje vrednosti delnic. V svoji raziskavi ugotavlja, ali so podjetja, ki so sprejela koncept EVA, poslovala bolj uspešno kot konkurenčna podjetja na trgu, in ali je EVA dobro merilo napovedovanja vrednosti delnic. Rezultati kažejo, da so podjetja, ki so pred uvedbo koncepta EVA v svoje poslovanje izkazovala slabše rezultate kot njihovi tekmeci na trgu, izkazovala podobno slabe rezultate tudi po uvedbi koncepta EVA. Ugotavlja tudi, da bi potencialni investitor, ki bi za napovedovanje prihodnje uspešnosti poslovanja uporabil izračune EVA ali MVA, utrpel veliko izgubo.

Ferguson, Rentzler in Yu (2005, str. 101-113) so raziskovali, ali so se podjetja odločala za uvedbo koncepta EVA zaradi nizke dobičkonosnosti (kapitala in sredstev) ter ali se jim je po uvedbi koncepta EVA dobičkonosnost povečala. Ugotavljajo, da ni dovolj dokazov, da bi lahko zaključili, da nizka dobičkonosnost podjetij vzpodbudi le-te k uporabi koncepta EVA, ali da uvedba koncepta poveča njihovo dobičkonosnost. Obstajajo pa dokazi, da nadpovprečno dobičkonosna podjetja, ki so sprejela koncept EVA, tudi po uvedbi koncepta EVA dosegajo nadpovprečno dobičkonosnost ter da so le-to v primerjavi s svojimi tekmeci še povečala.

Povezavo med EVA in drugimi finančnimi merili s kapitalnim donosom podjetja je na vzorcu 2252 britanskih podjetij raziskoval tudi Ismail (2006, str. 343-353) in ugotovil, da čisti dobiček in NOPAT izkazujeta višjo korelacijo s kapitalnim donosom kot EVA in rezidualni dobiček. Podobno kot že Dodd in Chen tudi on ugotavlja, da samo 20-24% variance v kapitalnem donosu lahko pojasnimo z vplivom EVA in da torej obstajajo drugi faktorji, ki niso povezani niti z dobičkom niti z EVA, ki vplivajo na vrednost delnic in da bi to morali upoštevati tako v ustvarjanju vrednosti za delničarje, merjenju uspešnosti poslovanja podjetja, kot tudi pri nagrajevanju managerjev. Chen in Dodd (2001, str. 65-86) tako predlagata nekaj tovrstnih faktorjev, ki lahko vplivajo na vrednost delnic, in sicer zadovoljstvo potrošnikov, zaposlenih in širše skupnosti, kakovost proizvodov, naraščanje tržnega deleža ali naraščanje izdatkov za RR.

Kritiko koncepta EVA podajajo v svojem članku tudi Keys et al. (2001, str. 69), ki kot glavne omejitve uporabe koncepta EVA navajajo:

- managerji bodo imeli manj možnosti v financiranju projektov,
- tvegani projekti bodo sprejeti in manj tvegani projekti bodo zavrženi,
- EVA je preveč kompleksna,
- z EVA se z lahkoto manipulira,
- EVA je kratkoročno merilo,
- EVA je eno samo merilo uspešnosti, ki pa ne vključuje kvalitete in časa,
- terminologija EVA je zavajajoča,
- EVA se ne bi smela uporabljati za ocenjevanje in presojanje investicijskih odločitev.

Ne glede na vse predstavljene omejitve, slabosti in kritike pa EVA kot sodilo uspešnosti vendarle veliko pripomore k zavedanju lastnikov in poslovodij na vseh ravneh odločanja, da ima celotni kapital, vložen v poslovni proces, svojo ceno. Prav lastniški kapital, za katerega je dolgo veljalo, da je praktično zastonj (ker zanj ni potrebno plačati npr. obresti), je najdražji vir financiranja in je z njim treba ravnati smotrno in ga oplajati.

2.3 UVAJANJE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V PODJETJE

Uvajanje koncepta ekonomske dodane vrednosti pomeni stalen proces maksimiranja vrednosti podjetja, ki usmerja odločanje na vseh ravneh podjetja. Vsaka poslovna enota, prodajni program ali projekt mora ustvarjati pozitivno ekonomsko dodano vrednost. Ustvariti je potrebno način razmišljanja, ki temelji na osredotočenju na ključne dejavnike vrednosti v podjetju. Uvajanje koncepta EVA v podjetje pomeni proces, ki praviloma vključuje (Bolčič, 1998):

1. ugotavljanje gonilnikov vrednosti na osnovi analize poslovanja podjetja (gibanje prihodkov, pokritje in stroški, obratni kapital, upravljanje s sredstvi, struktura virov financiranja),
2. izoblikovanje sistema za upravljanje gonilnikov vrednosti (opredelitev gonilnikov vrednosti do najnižjih ravni tako, da so razumljivi vsem zaposlenim, prilagoditev računovodskega in finančnega informacijskega sistema z dopolnitvijo z modelom za izračun ekonomskega dobička),
3. izobraževanje vodilnih in ostalih zaposlenih z namenom, da koncept kot način razmišljanja in delovanja sprejmejo vsi zaposleni,
4. zagotavljanje informacij za ravnanje v smeri večanja vrednosti podjetja in njihova analiza (postavljanje ciljev in njihovo spremljanje na vseh ravneh, izdelava analiz občutljivosti, razvoj in izbor strategij),
5. izgradnja sistema nagrajevanja vodstva v odvisnosti od ekonomske dodane vrednosti.

V podjetjih, ki so se odločila za uvedbo koncepta EVA, se velikokrat kot ključni dejavnik pri preobratu poslovanja pokaže ravno osrednja vloga EVA v nagrajevanju managementa. Izkušnje tako kažejo, da ni vprašanje, ali so managerji sposobni zagotavljati najboljše rezultate, temveč ali so motivirani, da to počnejo (Young & O'Byrne, 2001, str. 80). To lahko

storimo z vezavo nagrad na fiksne cilje, povezane s povečevanjem oz. izboljševanjem EVA – izida ali z možnostjo pridobitve delnic, kar se izkaže tudi kot močna, na vrednost orientirana in predvsem dolgoročna vzpodbuda za managerje. Kako pravzaprav deluje sprejetje koncepta EVA na obnašanje managerjev? Če izhajamo iz opredelitve EVA, ki sem jo prikazala v enačbi (2), da je

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

potem se EVA poveča, s tem pa tudi vrednost za lastnike, ko se poveča ROIC, zmanjša WACC, poveča IC (nove investicije naj bi ustvarile višji ROIC kot je WACC), ali ko se zmanjša IC (ko dezinvestiranje za sredstva, ki ne prinašajo zadovoljivega donosa, hkrati povzroči višjo razliko med ROIC in WACC). Po izkušnjah in doseženih rezultatih tistih, ki so koncept EVA že uvedli, dosežejo managerji te izboljšave z naslednjimi ukrepi (Young & O'Byrne, 2001, str. 83-85):

- povečati obrat sredstev (največkrat s povečanjem obračanja zalog in terjatev do kupcev),
- znebiti se nedonosnih poslov,
- popraviti osnovna sredstva, kadar je to mogoče, namesto da se kupi nova (bolj popularni so tudi nakupi rabljenih osnovnih sredstev, npr. tovornjakov, viličarjev in proizvodnih strojev),
- sklepati take dogovore, ki zahtevajo manj kapitala (npr. razne pogodbe z dobavitelji, ki sicer zagotavljajo nespremenjene cene surovin, hkrati pa zahtevajo vnaprejšnje plačilo, vežejo veliko kapitala podjetja in se izkažejo precej dražje, kot to izgleda na prvi pogled),
- povečati zadolženost, predvsem v podjetjih, ki so zelo nezadolžena (ko je manager v konceptu EVA obremenjen s stroškom WACC, ima močno vzpodbudo zagotoviti tako strukturo financiranja, ki minimizira WACC).

Uvajanje koncepta EVA v informacijski sistem podjetja po izkušnjah avtorjev traja od osem mesecev do enega leta, če podjetje sestavlja le nekaj poslovnih razredov. To je čas, ki ga višji management potrebuje za uspešno izvedbo in svoja takojšnja neposredna poročila. V podjetjih, ki so program pripeljala vse do svojega vodstvenega kadra in ga potem dejansko umestila v proizvodnjo, je bilo za prvi del programa porabljenih od 15 do 18 mesecev, za drugi del pa še dodatno leto do 18 mesecev (Stern et al., 2003, str. 192). Ključni dejavniki, potrebni za uspeh koncepta EVA v podjetju, pa so po navedbah avtorjev naslednji (Stern et al., 2003, str. 197-202):

1. **dobra poslovna strategija in ustrezna organizacijska shema podjetja:** EVA ne more rešiti podjetja z napačno zastavljeno strategijo ali z izdelki, ki so za trg manj privlačni. Strategija in struktura se običajno oblikujeta pred popolno uvedbo koncepta EVA, čeprav lahko njeni izračuni pridejo prav tudi za to, da se pretehtajo še druge možnosti;
2. **vpeljati vse sestavine EVA – merilni sistem, sistem managementa in sistem nagrajevanja,** da podjetje doseže poln potencial koncepta EVA: zgolj merjenje EVA,

ne da bi jo uporabili za usmerjanje managerskih odločitev, ni dovolj. Če se podjetje odloči samo za merjenje EVA, potem ne more vplivati na izračune EVA na vseh področjih naložb v dolgoročna sredstva – prevzemi, odprodaje, novi izdelki, širitev ali zmanjšanje obrata ipd. Načrti podjetja, kot so rast zaradi nje same, prestiž in vdanost starim znamkam, lahko prevladajo nad izračuni ekonomske dodane vrednosti, vendar EVA v takih okoliščinah ne more napredovati;

3. **načrt nagrajevanja za doseganje načrtovane ekonomske dodane vrednosti** je bistvenega pomena in mora poseči, kolikor je mogoče, globoko v podjetje. Avtorji zagovarjajo denarno nagrado kot najmočnejšo spodbudo in take načrte nagrajevanja, ki so lahko neomejeni, saj omejevanje nagrad neizogibno omeji tudi morebitna prizadevanja in s tem morebitne dosežke.
4. **izčrpen program usposabljanja** o konceptu EVA, ki ni namenjen zgolj vodstvu, ampak naj se razširi na vse managerske stopnje in, v najboljšem primeru, zajame tudi proizvodnjo;
5. **popolna podpora izvršilnega direktorja konceptu EVA**, izvršilni direktor pa naj predseduje izredno pomembnemu predsedovalnemu odboru, odgovornemu za izvajanje programa ekonomske dodane vrednosti. Naloga izvršilnega direktorja ni le, da v ustvarjanju vrednosti prepozna poslanstvo podjetja, ampak da tudi izkoristi vsako priložnost (npr. letni posvet o prodaji, mesečni pregled poslovanja ali letni sestanek delničarjev), da opozori na korist ekonomske dodane vrednosti;
6. **predanost konceptu tudi finančnega direktorja in/ali nadzornika**; ker se morata sočasno ukvarjati s standardnimi računovodskimi postopki in z upoštevanjem računovodskih načel pri sestavljanju obveznih računovodskih poročil, se lahko ta strokovnjaka še težje osredotočita na ustvarjanje vrednosti, kot se lahko izvršilni direktor, ki se z ekonomsko dodano vrednostjo sooča na novo. Tako so najbolj dragoceni finančni direktorji prav tisti, ki so pripomogli k poglobljenemu razumevanju ključnih načel ekonomske dodane vrednosti. Uspešen finančni direktor lahko poveča vrednost podjetja tudi s približanjem podjetja optimalni kapitalski strukturi, tako da s strokovnjaki za kadre sodeluje pri razvoju ustreznih programov nagrajevanja in da pomaga operativnemu, strokovnemu in marketinškemu osebju pri motivaciji vedenja, ki ustvarja vrednost v njihovih oddelkih.

Nič od zgoraj naštetega ni preprosto, vendar je končni rezultat vseh prizadevanj tako otipljiv kot dokazljiv. Leta 2000 je podjetje Stern Stewart izdalo svojo drugo študijo, ki primerja borzno uspešnost podjetij ekonomske dodane vrednosti z uspešnostjo njihovih strokovnih skupin. Spremljalo se je 65 podjetij, ki so uvedla koncept EVA, in prav tako njihove strokovne skupine. Merilo uspešnosti je bil celoten dobiček delničarjev. Ugotovitve študije so: »V povprečju so naložbe v delnice teh podjetij po petih letih ustvarile za 49% več premoženja kot enake naložbe v delnice konkurentov s podobno tržno kapitalizacijo (ki pa ne uporabljajo ekonomske dodane vrednosti).« V celoti je to dodatno premoženje doseglo 116 milijard USD (Stern et al., 2003, str. 201).

Podjetje Stern Stewart je do konca leta 2000 pomagalo uvesti koncept EVA v več kot 300 podjetij iz najrazličnejših dejavnosti, od bank do podjetij težke industrije, vladnih ustanov in pošte. Mnoga, npr. Coca-Cola, so veliki multinacionalni koncerni, preko takih koncernov pa se raba koncepta EVA širi tudi v države, kjer imajo le-ti hčerinska podjetja. Koncept EVA pa uvaja že tudi vrsta drugih svetovalnih podjetij po svetu, tako si kategorija EVA utrjuje položaj med osrednjimi sodili za ustaljene zunanje primerjalne analize ekonomske uspešnosti podjetij (Korošec, 2001, str. 116).

Tisoče podjetij povsod po svetu ima vsaj nekaj izkušenj z ekonomsko dodano vrednostjo in VBM in iz njihovih izkušenj se lahko veliko naučimo o tem, kateri ukrepi delujejo in kateri ne in kako naj podjetja ravnajo, da bodo zaposleni v podjetjih sprejeli koncept EVA. Prva lekcija pri uvajanju koncepta EVA, ki smo jo lahko povzeli pri spremljanju izkušenj drugih je, da mora biti sistem prilagojen vsakemu podjetju posebej. Na sliki 10 prikazujem najpomembnejše korake, ki naj se jih podjetja držijo, ko načrtujejo uvajanje koncepta EVA v podjetje. Ker gre pri vsem tem dejansko za spreminjanje kulture podjetja, obnašanja in pristopa, se mora sprejemanje le-tega pričeti na vrhu, pri upravi podjetja.

Slika 10: Opomnik za implementacijo koncepta EVA

1. korak: Doseči sprejetje koncepta EVA v upravi podjetja in na ravni vrhovnega managementa
<p>2. korak: Sprejeti najpomembnejše strateške usmeritve v EVA programu (zahtevajo odobritev uprave podjetja)</p> <p><i>Kako bodo definirane enote(oddelki) za merjenje EVA?</i></p> <p><i>Kako se bo EVA izračunavala?</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Katere računovodske prilagoditve bodo uporabljene? - Oddelčni (divizijski) nasproti korporacijskemu strošku kapitala - Ali so potrebne spremembe računovodskega sistema podjetja? - Kako pogosto se bo EVA izračunavala? <p><i>Nagrajevanje managementa</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Koga bo v začetku sistem nagrajevanja zajel in ali bodo večje širitve v sodelovanju pri vzpodbudah, temelječih na EVA? - Občutljivost nagrad na doseženo EVA - Ali bodo uporabljene t.i. »odložene komponente« in če bodo, za katere managerje? - Vloga možnosti pridobivanja delnic v programu nagrajevanja - Preplet oddelčnega in korporacijskega nagrajevanja - Razmerje do nefinančnih meril
3. korak: Razviti načrt implementacije koncepta EVA
<p>4. korak: Pripraviti načrt usposabljanja</p> <p><i>Kdo bo potreboval usposabljanje?</i></p> <p><i>Kako bodo potrebe po usposabljanju uresničene?</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Število potrebnih dni usposabljanja za vsakega zaposlenega - Kako bo koncept EVA pojasnjen? - Nadaljnja usposabljanja, potem ko je začetno usposabljanje izvedeno

Avtorji koncepta EVA pa opozarjajo tudi na težave oziroma najpogostejše napake, ki so jih opazili pri podjetjih, ki so poskušala implementirati koncept EVA. Tako so srečali mnogo podjetij, ki sicer izračunavajo EVA, vendar v resnici ne vedo, kako vpeljati koncept v prakso in tako izrabiti kar največ njegovih koristi. Stewart (1995, str. 117-118) tako opozarja na pet najpogostejših napak, ki bi se jih podjetja morala izogibati, če želijo kar najbolj učinkovito prevzeti koncept EVA:

- EVA ne postane *način* poslovanja, temveč se omejuje le na njeno izračunavanje. V resnici je EVA središče obširnega finančnega sistema, kar pomeni, da podjetje vse postopke, usmeritve, meritve in metode uporablja za doseganje njegovih ciljev in strategije. To je povezano z načinom postavljanja splošnih finančnih ciljev podjetja, z načinom predstavljanja teh ciljev znotraj podjetja in potencialnim zunanjim investitorjem in z načinom ocenjevanja priložnosti za rast podjetja in investiranje kapitala, ne glede na to, ali gre za nakup posameznega osnovnega sredstva ali za pripojitev nekega podjetja;
- veliko managerjev poskuša uvesti koncept EVA prehitro. Dejstvo je, da se koncepta ne da uvesti čez noč, pri zelo velikih podjetjih to lahko traja tudi nekaj let. Zato naj se koncept EVA prične uvajati pri vrhu, poslovodstvo podjetja naj ga začne uporabljati dnevno, in ga postopno širiti do nižjih nivojev vodenja v podjetju. Če bi želeli uvesti koncept za vse hkrati, se srečamo s problemom, da je naenkrat potrebno izobraziti veliko ljudi, poleg tega – kako naj manager, ki še sam ne razume koncepta EVA dovolj dobro, pojasni svojim podrejenim, kaj so prednosti koncepta EVA?³¹
- veliko vodij divizij ali oddelkov se izogiba odgovornosti, da je treba koncept EVA prenesti vse do nivoja vseh zaposlenih v podjetju. Če za primer vzamemo povprečnega vodjo, ki je plačan preveč, ki z lahkoto dosega postavljene plane – kakšen motiv ima za sprejem koncepta EVA, po katerem bo prevzel tudi odgovornost za ustvarjanje vrednosti? Pogosto naletimo celo na trenja med posameznimi vodji, ko se npr. vodja kadrov naenkrat počuti ogroženega, češ da nagrajevanje po konceptu EVA posega v njegovo področje: vodji oddelka tako pusti razvijati koncept EVA, sam pa ohranja stare načine nagrajevanja pod pretvezo, da gre za EVA program nagrajevanja. To seveda uniči celotni koncept, saj se učinek koncepta zmanjša tudi za 50%, če plan nagrajevanja po konceptu EVA ni dejansko tudi voden po tem konceptu;
- managerji preveč komplicirajo ali preveč filozofirajo v postopku uvajanja koncepta. Spuščajo se v pregloboke debate o tem, da je potrebno ustvarjati vrednost za lastnike in

³¹ V podjetju Briggs & Stratton (proizvajalci motorjev) so našli pravo ravnovesje za EVA. Podjetje je bilo v začetku vodeno kot eno veliko podjetje, ki je bilo zelo vertikalno povezano, izdelovali pa so veliko različnih linij motorjev. Uprava podjetja je najprej razmišljala o izračunu EVA za celotno podjetje, potem pa so ugotovili, da kalkulacija za celotno podjetje ne pojasni, kaj se dogaja v posameznih delih podjetja. Zato so se odločili razdeliti podjetje po tipih motorjev in po temeljnih funkcijah (proizvodnja, distribucija itd.) in meriti EVA za ta področja. Če bi želeli deliti podjetje še na manjše enote za potrebe izračunavanja EVA, bi postalo zbiranje informacij predrago, poleg tega bi imeli lahko zaposleni preveč teženj za »lokalno« izboljševanje rezultatov na račun rezultatov celotnega podjetja (Stewart, 1995, str. 117-118).

kaj to pomeni za zaposlene ali za skupnost, vse skupaj pa hitro postane moteče in brezpredmetno. V resnici bi morali ljudem povedati približno tole: »Kaj če poiščemo tako merilo finančne uspešnosti, ki bo zajelo vse elemente, na katere lahko vplivamo, da vodimo podjetje bolj učinkovito, da zadovoljimo kupce in da zadovoljimo tudi lastnike? Kaj ne bi bilo smiselno, da ga uporabimo za oblikovanje naših finančnih odločitev?« Če integriramo koncept dovolj dobro v svoje poslovanje, bo poskrbljeno za vse deležnike podjetja;

- usposabljanje za koncept EVA postane le kratek tečaj, podjetja dostikrat ne razširijo znanja o konceptu EVA dovolj široko. Zelo pomembno je, da usposobimo vse zaposlene v podjetju, saj tudi najmanjša opravila lahko pripomorejo k povečevanju vrednosti podjetja. Pomembno je povezovati EVA z operacijami kot je obračanje zaloge in poskrbeti, da ljudje, ki so s tem povezani, razumejo, kako se koncept EVA vanj vključuje. Če posrbimo za hitrejši obrat zalog, se to odraža tudi na EVA, ker zmanjšamo potrebni kapital za doseganje EVA.³²

Če implementiramo koncept EVA pravilno, prinese to veliko spremembo v podjetje, ne da bi se ljudje tega zavedali in ne da bi to povzročalo velike konflikte. Potiho v zavest ljudi pride novo finančno upravljanje, merjenje, sistem nagrajevanja. Še preden se zavemo, vzpostavimo novo kulturo, ki je primerna času hitrih sprememb. Ljudje postavijo ustvarjanje vrednosti na vrh piramide, s tem pa so možnosti, da bo tudi podjetje »pristalo« na vrhu, velike.

2.4 UPORABA EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI V SLOVENIJI

Z vključevanjem slovenskih podjetij v mednarodne tokove kapitala in z razvojem slovenskega trga kapitala je postalo tudi za slovenska podjetja pomembno, da merijo svojo uspešnost na enak način in z enakimi merili kot podjetja v razvitih tržnih gospodarstvih. Da bodo pritegnila investitorje k vlaganju, morajo zagotavljati tveganju primeren donos in zagotavljati poslovanje, ki bo usmerjeno k maksimiranju vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala. Ekonomska dodana vrednost kot merilo poslovne uspešnosti se je preko držav z razvitim kapitalskim trgom prenesla tudi v Slovenijo, kjer v zadnjih letih lahko zasledimo vedno več literature na to temo. Vendar je bilo v Sloveniji doslej prikazanega veliko zanimanja za spoznavanje tega koncepta ter veliko sramežljivosti pri njegovi uporabi (Javornik, 2003, str. 50). Pred desetimi leti je Bolčičeva (1998) v svojem prispevku ugotavljala, da so nekatera slovenska podjetja že izmerila svojo uspešnost z uporabo modela EVA, vendar pa do takrat nobeno slovensko podjetje ni sporočilo investitorjem (domačim in tujim), da uvajajo ta

³² Varity, podjetje za proizvodnjo kmetijske mehanizacije, je pripravilo usposabljanje o konceptu EVA za vse svoje zaposlene v Evropi, vključno za zaposlene, ki privijajo dele na traktorje. Nekdo od zaposlenih, ki upravlja z zalogo, tako nekega dne reče svojemu šefu: »Zdaj, ko razumem EVA, je moj predlog, da zakleneš vrata skladišča in vržeš ključ stran. To skladišče polnimo z zalogo samo zato, ker je pač tu. Če nam boste dali nogometno igrišče, bomo polnili pač nogometno igrišče. Če nam boste dali omaro za metle, bomo polnili pa omaro za metle. Torej nam dajte omaro za metle. Naj bo zaloga stalna odgovornost odpošiljevalcev blaga.« Ko ga je šef vprašal, zakaj ni tega povedal prej, je ta odgovoril: »Ker ni nihče vprašal.« (Stewart, 1995, str. 117-118)

koncept v svoje delovanje in odločanje. Zanimivo je zato dejstvo, da so v raziskavi med 150 velikimi podjetji (Rejc, 2002, str. 145) managerji relativno visoko, s povprečno oceno 3,51 (na intervalu merjenja od 1 do 5) ocenili trditev »Ekonomski dobiček (EVA) je najpomembnejša informacija o uspešnosti« v okviru še ostalih trditev, ki so se navezovale na merjenje in presojanje uspešnosti poslovanja podjetja. Raziskava je sicer pokazala, da največ podjetij presoja uspešnost poslovanja z več vidikov, s finančnega in različnih nefinančnih, v primerjavi z uporabo le računovodskih informacij ali informacij o finančnem poslovanju podjetja pa se pri presojanju uspešnosti poslovanja najvišje uvršča prav informacija o ekonomski dodani vrednosti.

Posebnosti slovenskih podjetij, ki lahko vplivajo na dosedanjo (ne)uvedbo koncepta EVA v slovenska podjetja, je v svojih delih predstavilo že več slovenskih avtorjev in jih lahko strnemo v naslednje točke:

- lastniška struktura in organiziranost podjetij, s katero je Slovenija vstopila v poprivatizacijsko obdobje, ni primerljiva s tistimi iz razvitih gospodarstev. Posebnost delniških družb v Sloveniji je večinsko lastništvo investicijskih in državnih skladov ter notranjih lastnikov (managerjev, zaposlenih, upokojenih delavcev). Privatizirana podjetja 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. Posebnost slovenskih podjetij je tudi sodelovanje zaposlenih pri upravljanju podjetij, ki je zakonsko določeno.³³ Iz vsega povedanega tako ne moremo sklepati, da so lastniki slovenskih podjetij najpomembnejša interesna skupina v podjetjih, kakor tudi, da je primarni cilj poslovanja maksimizacija premoženja lastnikov, ta sklepa pa predstavljata pomembno omejitev pri uvajanju koncepta EVA v slovenska podjetja (Kosi, 2004, str. 77);
- primarni cilj poslovanja slovenskih podjetij je odvisen predvsem od ciljev zaposlenih, številna podjetja imajo cilj poslovanja napačno opredeljen oz. je le-ta neopredeljen. Mramor (2000, str. 404) v raziskavi med managerji 50 pomembnih slovenskih podjetij ugotavlja, da večina privatiziranih slovenskih podjetij ne sledi cilju maksimiranja tržne vrednosti delnice, 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. Obravnavana podjetja v povprečju dezinvestirajo, financirajo se pretežno z lastniškim kapitalom in ob izjemno majhnem deležu čistega dobička izplačajo tudi malo dividend. Pri tem je rast obsega plač nesorazmerno velika. Z vidika dolgoročnega razvoja slovenskih podjetij je tako stanje zaskrbljujoče, zato se nekateri avtorji zavzemajo za zmanjšanje moči zaposlenih pri odločanju v podjetju 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. Raziskava med managerji

³³ Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju, 1993

velikih slovenskih podjetij je pokazala, da se managerji 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). Sklepamo lahko, da trenutno stanje lastniških struktur slovenskih podjetij ter posledična opredelitev ciljev podjetja nista naklonjena uvajanju ekonomske dodane vrednosti;

- ko želimo izračunati ekonomsko dodano vrednost za slovensko podjetje, se v primerjavi s primeri iz ameriške literature srečamo z računovodskimi izkazi, izdelanimi po pravilih slovenskih računovodskih standardov, ki zahtevajo precej drugačen pristop in prilagoditve v izračunih, če hočemo, da ima neko takšno merilo izrazno moč. Predpostavka, da naj bi bilo obrazce in načela izračuna EVA vsebinsko mogoče opredeliti kot relativno jasne in preproste, za naše razmere torej na vzdrži, izračune za slovenska podjetja pa dodatno otežuje relativno visoka inflacija, specifične strukture bilanc in nekateri drugi neobičajni elementi. Pri obravnavanju vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov za izračun EVA se pojavljajo pomisleki glede subjektivne izbire prilagoditev ter vprašanje smiselnosti uporabe prilagoditev, pomembna omejitev pa je tudi pomanjkanje zadostnih informacij za izvedbo vsebinskih prilagoditev, kadar se EVA izračunava samo na podlagi podatkov javno objavljenih finančnih poročil. Da izračun ekonomske dodane vrednosti ne bi bil preveč kompleksen, bi bilo tako za slovenska podjetja v začetni fazi morda bolj smiselno uporabljati enostavnejšo obliko ekonomskega dobička, to je rezidualni dobiček, ta poenostavitev pa naj po nekaterih raziskavah ne bi predstavljala prevelike omejitve (Kosi, 2004, str. 79);
- izračun tehtanega stroška kapitala slovenskih podjetij je problematičen predvsem zaradi težko rešljive dileme ocenitve stroškov lastniškega kapitala. Še leta 1999 je 90% podjetij v raziskavi (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999, str. 228) izjavilo, da ne ocenjujejo stroška lastniškega kapitala oz. mu pripisujejo ničelno vrednost in zgolj v slabih 6% podjetjih so strošku lastniškega kapitala pripisali višjo vrednost kot stroškom dolžniškega kapitala. V podobni raziskavi, ki so jo na Ekonomski fakulteti izvedli leta 2002, je bil delež managerjev, ki ne upoštevajo stroškov lastnih virov pri presojanju investicijskih projektov, 54%, torej se je ta delež bistveno zmanjšal in lahko rečemo, da so lastniki slovenskih podjetij začeli bolj aktivno upravljati podjetja, tudi kar zadeva zahtevano stopnjo donosa na lastne vire (Lahovnik, 2003, str. 47). Vendar neupoštevanje stroškov lastniškega kapitala še vedno predstavlja pomembno omejitev pri uvajanju ekonomske dodane vrednosti v slovenska podjetja, saj je njena vrednost močno odvisna prav od višine tega stroška;
- specifičnost slovenskih podjetij zagotovo izhaja iz pretekle družbene lastnine (managerji takrat niso razmišljali o stroških lastniškega kapitala), kar se še vedno odraža tudi na strukturi virov financiranja velikih slovenskih podjetij, ki v primerjavi s podobnimi podjetji na Zahodu uporabljajo bistveno manj dolžniških virov financiranja. Kuhelj Krajnovičeva (1996, str. 101) tako ugotavlja, da imajo podjetja v Sloveniji zaradi razmer na trgu kapitala drugačno optimalno strukturo kapitala kot podjetja na

razvitih trgih kapitala, in sicer je optimalna struktura kapitala slovenskih podjetij pri nižjem deležu dolžniškega kapitala, kot to velja za primerljiva podjetja na Zahodu, kar je posledica predvsem visokih obrestnih mer v 90-ih (povprečna realna obrestna mera za dolgoročno podjetniška posojila je v Sloveniji znašala 17,4%, v ZDA pa v istem obdobju 4,9% (Kuhelj Krajnović, 1996, str. 86));

- kot problem slovenskih, predvsem velikih podjetij, se lahko izpostavi tudi precejšnja neaktivnost in neangažiranost poslovođstev slovenskih podjetij pri poročanju, ki med drugim niso v zadostni meri aktivni pri maksimiranju premoženja z izborom parametrov proučevane računovodske metode ali pri zasledovanju cilja zadovoljivega dobička. Kot ugotavlja Slapničerjeva (2001, str. 16), se zdi, da v povprečju poslovođstva velikih slovenskih podjetij ne gledajo na odločitve v zvezi z računovodskim poročanjem kot na pomembne, kot na nekaj, s čimer bi lahko maksimirali vrednost podjetja. Posebej izpostavlja izbiro metode amortizacije v primerjavi z davčno dopustno in se sprašuje, ali je visoka diskrecijska razlika posledica iskrenega prepričanja o daljših dobah koristnosti sredstev ali posledica rutinskega določanja parametrov iz leta v leto, neugotavljanja poštenih vrednosti sredstev ter nezavedanja ekonomskega sporočila računovodskih informacij. Za zunanjega uporabnika računovodskih izkazov, ki želi izračunati ekonomsko dodano vrednost, pa to lahko pomeni omejitev, saj prav vrednost osnovnih sredstev ter izbira amortizacijske metode močno vplivata na njen izračun.

Investicijske odločitve v podjetju so, kot sem že omenila, tudi eden od pomembnih dejavnikov, ki vplivajo na izračun EVA. Ker EVA ne dovoljuje razsipne uporabe kapitala, je sprejemljivo sprejeti samo take projekte, ki zagotavljajo višji donos kot je povprečnih tehtani strošek kapitala v podjetju. Mramor et al. (1999, str. 245) ugotavljajo, da je praksa ocenjevanja investicijskih projektov v slovenskih podjetjih še na izredno nizki ravni, in sicer tako zaradi premajhnega znanja (ali neizkoriščanja le-tega), kot tudi zaradi dveh zapletenih dilem uporabe sodobnih metod ocenjevanja investicijskih projektov: (1) načina načrtovanja denarnih tokov, kjer slovenskim podjetjem predlagajo neposredno načrtovanje denarnih tokov lastnikom, ki se razlikuje od načrtovanja denarnih tokov drugih financerjev, ki je običajno v razvitih državah; in (2) ocenitev stroškov lastniškega kapitala v razmerah nerazvitega trga kapitala, kjer predlagajo ocenjevanje s pomočjo ocen tveganj podobnih tujih podjetij in z uporabo stopnje finančnega vzvoda.

Lahovnik (2003, str. 46-47) opozarja na nevarnost nekritične uporabe koncepta EVA v slovenskih podjetjih in med drugim izpostavlja tudi razmere sredi devetdesetih let, ko bi dosledna uporaba koncepta EVA omejila investicijsko aktivnost slovenskih podjetij predvsem zaradi visokih stroškov zadolževanja (obrestnih mer) na eni strani ter visokega donosa netveganih naložb (državnih obveznic) in razmeroma visoke premije za tveganje, kar je vplivalo tudi na visok strošek lastniškega kapitala na drugi strani. Za slovenska podjetja naj bi bil koncept EVA uporaben le, če ga povežemo z uporabo različnih nefinančnih kazalcev in razvijemo sistem merjenja uspešnosti poslovanja proti uravnoveženemu sistemu kazalcev. Meni tudi, da je EVA kot merilo nagrajevanja managerjev lahko zelo sporna, saj poudarja predvsem vidik lastnikov in zato kot boljše merilo predlaga dodano vrednost kot vsoto čistega

dobička, amortizacije, plač ter davkov in prispevkov, kar naj bi bila najprimernejša osnova z vidika različnih interesnih skupin.

Eno od raziskav o uporabljenosti modela EVA med slovenskimi podjetji je opravil Ekar in na vzorcu 32 podjetij³⁴ ugotovil (2000, str. 63-69), da 90% anketirancev razmišlja o uvedbi modela ekonomske dodane vrednosti in sicer predvsem z namenom ocenjevanja poslovanja ter za poslovno odločanje. Iz analize odgovorov anketirancev je tudi razvidno, da ocenjujejo model EVA kot primernejše orodje za poslovno odločanje v primerjavi s tradicionalnimi koncepti, še posebej to velja za velika podjetja. Zaenkrat sicer slovenska podjetja uporabljajo (ali nameravajo uporabljati) model EVA samo na ravni podjetja, kar sicer predstavlja odstopanje od priporočil, da naj se EVA uporablja tudi na nivoju divizij, oddelkov, vendar to v danih razmerah slovenskega gospodarstva ne preseneča.

3 IZRAČUN EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI ZA SKUPINO HELIOS

Skupino Helios je vodilni proizvajalec premazov v jugovzhodni Evropi, sestavlja jo že 45 družb v 17 državah in zaposluje preko 3.000 ljudi. Proizvodno – prodajni programi Skupine Helios so naslednji (Kegel, 2009, str. 4):

- dekorativni premazi,
- premazi za kovinsko industrijo,
- premazi za lesno industrijo,
- avtoreparaturni premazi,
- praškasti premazi,
- premazi za horizontalno cestno signalizacijo,
- umetne smole,
- lepila in tesnilne mase,
- škrobi in škrobni modifikati,
- trženje avtomobilskih premazov za prvo vgradnjo.

Krovno podjetje skupine je Helios, sestavljeno podjetje za kapitalske naložbe in razvoj, d.d., največje hčerinsko podjetje v 100% lasti pa je Helios, tovarna barv, lakov in umetnih smol Količevo, d.o.o. Skupina Helios je med drugim tudi večinski lastnik poznanih slovenskih podjetij Belinka, Mavrica, Color in hrvaškega Chromosa. Vizija skupine je uvrstiti se med prvih deset vodilnih izdelovalcev barv in lakov v Evropi. Več kot 85% izdelkov prodajo na tujih trgih, od tega 32% v državah Evropske unije, 27% v državah nekdanje Sovjetske zveze in 26% v državah nekdanje Jugoslavije.

³⁴ Vzorec je zajemal 170 podjetij, obdelani vzorec pa 32 izbranih anketirancev, ki poznajo osnovni koncept EVA

Skupina Helios se je v zadnjih nekaj letih hitro širila: konec leta 2004 je imela Skupina 14 vključenih družb, konec leta 2007 pa že 45. Čisti prihodki od prodaje so v tem obdobju naraščali povprečno za skoraj 23% na leto, nekaj hitreje, s povprečno stopnjo rasti 24,6% pa so naraščali proizvodni stroški prodanih proizvodov. To gre pripisati predvsem izredni rasti cen nafte in naftnih derivatov v letih 2006 in 2007, s tem pa doseganje rekordnih cen surovin, ki jih zaradi čedalje številčnejših konkurenčnih izdelkov ni bilo mogoče v celoti vgraditi v prodajne cene izdelkov. Skupina Helios v celotnem opazovanem obdobju posluje z dobičkom, ki pa v letih 2004 do 2007 pada s povprečno stopnjo 4,2% letno.

V tabelah 2 in 3 predstavljam podatke iz konsolidiranih izkazov poslovnega izida za leta 2004 do 2007 ter iz konsolidiranih bilanc stanja na dan 31.12. v tem obdobju.

Tabela 2: Kosolidiran izkaz poslovnega izida Skupine Helios (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	168.436	229.593	259.321	311.796
Proizvajalni stroški prodanih proizvodov (z amortizacijo) ali nabavna vred. prodanega blaga	123.855	178.499	201.669	239.779
KOSMATI POSLOVNI IZID OD PRODAJE	44.581	51.094	57.652	72.017
Stroški prodajanja (z amortizacijo)	19.125	24.405	29.436	38.404
Stroški splošnih dejavnosti (z amortizacijo)	14.512	15.160	15.710	19.201
Drugi poslovni prihodki (s prevrednotovalnimi poslovnimi prihodki)	2.312	2.938	3.360	1.794
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA (EBIT)	13.256	14.468	15.865	16.207
Finančni prihodki iz deležev	905	3.038	2.100	4.585
Finančni prihodki iz danih posojil in iz poslovnih terjatev	5.645	5.232	2.082	966
Finančni odhodki iz oslabilte in odpisov finančnih naložb	492	5	0	1
Finančni odhodki iz finančnih in poslovnih obveznosti	2.805	8.174	3.329	5.200
POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	16.509	14.559	16.719	16.557
Drugi prihodki	735	250	0	0
Drugi odhodki	232	105	0	0
POSLOVNI IZID PRED OBDAVČITVIJO	17.012	14.704	16.719	16.557
Davek iz dobička	2.591	2.608	3.433	3.418
Odloženi davki	0	-1.288	53	459
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	14.421	13.385	13.233	12.680

Vir: Letna poročila Skupine Helios za leto 2004, 2005, 2006, 2007

Tabela 3: Konsolidirana bilanca stanja za Skupino Helios (v tisoč €)

	SREDSTVA	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
A	Dolgoročna sredstva	82.580	103.368	114.766	187.029
I.	Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve	3.790	2.573	2.178	13.958
II.	Opredmetena osnovna sredstva	70.927	87.002	97.487	134.385
III.	Naložbene nepremičnine	0	0	0	0
IV.	Dolgoročne finančne naložbe	7.864	10.731	13.300	38.258
V.	Dolgoročne poslovne terjatve	0	20	10	429
VI.	Odložene terjatve za davek	0	3.043	1.792	0
B	Kratkoročna sredstva	102.810	114.910	143.123	186.208
I.	Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	0	0	0	3.099
II.	Zaloge	43.511	48.435	63.862	79.625
III.	Kratkoročne finančne naložbe	1.841	1.276	583	1.484
IV.	Kratkoročne poslovne terjatve	52.461	63.142	74.390	90.164
V.	Denarna sredstva	4.997	2.057	4.288	11.836
C.	Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	1.258	250	364	457
SKUPAJ SREDSTVA		186.649	218.528	258.253	373.695
A	Kapital	104.039	114.834	126.880	208.798
I.	Vpoklicani kapital	9.175	9.175	9.175	11.695
II.	Kapitalske rezerve	10.302	24.367	24.367	89.748
III.	Rezerve iz dobička	34.911	39.256	43.304	46.287
IV.	Lastne delnice	0	-1.083	-1.808	-1.808
V.	Presežek iz prevrednotenja	22.507	2.745	4.142	5.218
VI.	Zadržani poslovni izid	21.996	34.655	40.661	47.789
VII.	Prevedbeni popravek kapitala	0	0	241	162
VIII.	Kapital manjšinskih lastnikov	5.149	5.719	6.798	9.709
B	Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	2.828	5.642	5.845	7.094
C	Dolgoročne obveznosti	21.949	26.736	42.007	43.770
I.	Dolgoročne finančne obveznosti	21.130	26.037	41.336	41.267
II.	Dolgoročne poslovne obveznosti	819	699	670	290
III.	Odložene obveznosti za davek	0	0	0	2.213
Č	Kratkoročne obveznosti	57.119	70.890	82.978	112.794
I.	Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0	0
II.	Kratkoročne finančne obveznosti	22.630	35.048	33.299	54.017
III.	Kratkoročne poslovne obveznosti	34.489	35.842	49.680	58.776
D.	Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	714	426	543	1.238
SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV		186.649	218.528	258.253	373.695

Vir: Letna poročila Skupine Helios za leto 2004, 2005, 2006, 2007

3.1 IZRAČUN TEMELJNE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

Izračun razkrite ekonomske dodane vrednosti že zahteva uporabo računovodskih popravkov, kar v praksi za slovenska podjetja pomeni, da je samo iz javno objavljenih letnih poročil praktično ni mogoče izračunati oz. so v določenih točkah lahko naše ocene napačne, posledično pa tudi izračuni razkrite EVA ne najbolj korektni. Zato želim najprej prikazati dokaj enostaven izračun temeljne ekonomske dodane vrednosti, za katerega npr. Young in O'Byrne (2001, str. 56) trdita, da je ta izračun dovolj kredibilen za veliko večino podjetij. Prednost tega izračuna je, da si lahko pomagamo samo s podatki iz javno objavljenih letnih poročil, kar je za zunanjega uporabnika informacij ključnega pomena.

Temeljno ekonomsko dodano vrednost izračunamo kot dobiček iz poslovanja (EBIT), zmanjšan za davek, od katerega odštejemo strošek investiranega kapitala, kar je predstavljeno tudi na sliki 11.

Slika 11: Shema za izračun temeljne ekonomske dodane vrednosti

	Dobiček iz poslovanja po davkih (NOPAT)
	Kratkoročne finančne obveznosti
+	Dolgoročne obveznosti (vključno z obveznicami)
+	Druge dolgoročne obveznosti (rezervacije in odloženi davki)
+	Lastniški kapital
=	Investirani kapital (IC)
	Povprečni IC = $(IC_z + IC_k) : 2$
	NOPAT
-	Strošek kapitala (povprečni IC x WACC)
=	EVA

Vir: prirejeno po Young in O'Byrne, *EVA and Value-Based Management*, 2001, str. 54

Investirani kapital je izračunan kot povprečje med stanjem investiranega kapitala na začetku leta in stanjem na koncu leta. Dobiček iz poslovanja, zmanjšan za prilagojene davke, imenujemo NOPAT in pove znesek dobička, ki bi ga podjetje generiralo, če ne bi bilo zadolženo in če ne bi imelo nič finančnih sredstev. Enačbo (12) za izračun NOPAT zapišemo kot (Brigham et al., 1999, str. 45):

$$NOPAT = EBIT (1 - \text{davčna stopnja}) \quad (12)$$

Za Skupino Helios izračunamo davčno stopnjo podjetja iz podatkov o dejansko plačanem davku (ne upoštevamo podatka o odloženem davku³⁵) in ga primerjamo s poslovnim izidom pred obdavčitvijo. Za leto 2007 je skupina plačala 3.418 tisoč € davka iz dobička, poslovni izid pred obdavčitvijo je bil 16.557 tisoč €, torej je bila efektivna davčna stopnja skupine 20,64%. EBIT je bil 16.207 tisoč €, NOPAT za skupino v letu 2007 torej izračunamo kot:

$$\text{NOPAT} = 16.207 \times (1 - 0,2064) = 12.862 \text{ tisoč €}$$

Izračun stroška kapitala je zahteven predvsem v določitvi tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC), določiti pa je potrebno tudi obseg poslovno investiranega kapitala.

Za skupino Helios lahko po podatkih iz bilanc stanja na dan 31.12.2006 in 31.12.2007 izračunamo poslovno investirani kapital po finančnem pristopu na naslednji način:

$$\text{Investirani kapital} = \text{kapital} + \text{rezervacije in dolg. PČR} + \text{dolgoročne obveznosti} + \text{kratkoročne finančne obveznosti}$$

$$\text{Investirani kapital 31.12.2006} = 208.031 \text{ tisoč €}$$

$$\text{Investirani kapital 31.12.2007} = 313.679 \text{ tisoč €}$$

$$\text{Povprečni investirani kapital za leto 2007} = 260.855 \text{ tisoč €}$$

Tehtani povprečni strošek kapitala (WACC) določimo kot tehtano povprečje stroškov vseh virov financiranja. Na Zahodu veliko podjetij v letnih poročilih razkrije tudi podatek o WACC, kar lahko močno olajša izračun temeljne ekonomske dodane vrednosti. V letnem poročilu skupine Helios za leto 2007 ne zasledimo podatka o tehtanem povprečnem strošku kapitala, vendar sem informacijo o uporabljenem WACC dobila v internih podatkih podjetja. V letu 2007 so tako povprečni tehtani strošek kapitala izračunali v višini 8,9%, kar je upoštevano tudi v izračunu temeljne ekonomske dodane vrednosti. Pri izračunu razkrite ekonomske dodane vrednosti bom WACC izračunala po znani metodologiji in uporabila dejanske podatke iz letnih poročil skupine Helios.

Izračun temeljne ekonomske dodane vrednosti za Skupino Helios za obdobje 2005 – 2007 predstavljam v tabeli 4.

³⁵ Brigham in Daves (2004, str. 204) navajata, da za podjetje, ki uspe za določen znesek odložiti plačilo davka (npr. v primeru uporabe pospešene amortizacije), izračunamo NOPAT tako, da upoštevamo le plačane davke na dobiček iz poslovanja.

Tabela 4: Izračun temeljne ekonomske dodane vrednosti za Skupino Helios (v tisoč €)

		2005	2006	2007
1.	EBIT	14.468	15.865	16.207
2.	1 - davčna stopnja	0,8226	0,7947	0,7936
3.	NOPAT (1 x 2)	11.901	12.608	12.862
4.	Povprečni IC ³⁶	166.853	195.146	260.855
5.	WACC (%)	9,10	9,10 ³⁷	8,90
6.	Strošek kapitala (4x5)	15.184	17.758	23.216
7.	Temeljna EVA (3-6)	-3.283	-5.150	-10.354

Vir: Lastni izračuni na podlagi informacij iz letnega poročila Skupine Helios za leta 2005, 2006 in 2007

Nekateri avtorji namesto povprečnega poslovno investiranega kapitala v izračunu uporabljajo investirani kapital na začetku obdobja. V tem primeru bi se zgornji izračun spremenil, saj bi v letu 2007 strošek kapitala (8,9%) od začetno investiranega kapitala (208.031 tisoč €³⁸) znašal 18.515 tisoč €, posledično pa bi bila izračunana temeljna EVA višja, in sicer bi znašala -5.653 tisoč €. V obeh primerih pa smo izračunali negativno temeljno ekonomsko dodano vrednost, kar pomeni, da se je v letu 2007 vrednost za lastnike zmanjšala.

3.2 IZRAČUN RAZKRITE EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI

V drugem poglavju sem opisala postopek izračuna razkrite ekonomske dodane vrednosti, ki ga bom uporabila za izračun razkrite EVA za Skupino Helios. Najprej predstavljam potrebne računovodske popravke, ki bodo vplivali na velikost NOPAT in višino poslovno investiranega kapitala. Podatke, ki niso bili na voljo v letnih poročilih, sem dobila v računovodskem sektorju podjetja Helios d.d.

3.2.1 Potrebni računovodski popravki

1. **Stroški raziskav in razvoja:** avtorji, ki zagovarjajo kapitalizacijo stroškov raziskav in razvoja ter njihovo amortizacijo navajajo, da za različne panoge veljajo različna obdobja amortizacije. Chambers, Jennings in Thompson (2000) tako v svoji raziskavi navajajo, da se za kemično industrijo uporablja desetletno amortiziranje stroškov raziskav in razvoja, kar sem upoštevala tudi v mojih izračunih. V prilogi 2 prikazujem stroške raziskav in razvoja za obdobje 1996 – 2007 ter izračun amortizacije teh stroškov, pri čemer sem uporabila enakomerno časovno amortiziranje v obdobju desetih let. Potrebni popravki se

³⁶ Izračuni povprečnega investiranega kapitala v prilogi 1

³⁷ Podatek iz Letnega poročila Skupine Helios 2006: gre za diskontno stopnjo, ki je bila uporabljena pri izračunu nadomestljive vrednosti dobrega imena, ki je nastalo pri nakupu podjetja Color d.d.; ker se pri vrednotenjih podjetij za diskontiranje denarnih tokov običajno uporablja WACC, bom ta podatek vzela tudi za WACC pri izračunu temeljne EVA. Ker za leto 2006 podobnega podatka v letnem poročilu ali internih aktih podjetja ne najdem, bom tudi za leto 2005 upoštevala enako stopnjo WACC.

³⁸ kar je stanje na dan 31.12.2006, ki ga po SRS lahko enačimo s stanjem na dan 1.1.2007

izvedejo tako, kot je opisano v zgledu 1 (str. 31): stroške RR tekočega leta, ki jih najdemo v izkazu poslovnega izida, prištejemo nazaj k NOPAT, odštejemo pa amortizacijo stroškov RR za tekoče leto in leta pred tem. Zneske neamortiziranih stroškov RR po letih prištevamo znesku poslovno investiranega kapitala. V letu 2007 je bilo v izkazu poslovnega izida 7.023 tisoč € stroškov RR, ki jih prištejemo nazaj k NOPAT, skladno z izračuni amortizacije stroškov RR po letih (glej prilogo 2) pa od NOPAT odštejemo 3.121 tisoč €. Celotni popravek NOPAT je tako povečanje za 3.902 tisoč €. Zneski neamortiziranih stroškov RR ob koncu leta 2007 znašajo 20.788 tisoč € in za ta znesek povečamo poslovno naloženi kapital na dan 31.12.2007.

Tabela 5: Popravek za stroške raziskav in razvoja (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Stroški raziskav in razvoja v izkazu poslovnega izida	3.395	5.972	6.404	7.023
Amortizacija stroškov za obdobje 10 let (enakom.)	1.271	1.868	2.466	3.121
Popravek v oceni NOPAT	2.124	4.104	3.939	3.902
Popravek poslovno naloženega kapitala na 31.12.	8.843	12.948	16.886	20.788

Vir: interni podatki Skupine Helios ter lastni izračuni

2. **Stroški oglaševanja in promocije ter stroški usposabljanja in razvoja zaposlenih:** enako kot pri stroških RR ravnamo tudi pri stroških oglaševanja in promocije, le da je doba amortizacije teh stroškov krajša, v izračunih sem upoštevala pet let in enakomerno časovno amortiziranje stroškov. V letu 2007 je imela tako skupina Helios za 3.909 tisoč € stroškov oglaševanja in promocije, ki jih za izračun EVA prištejemo nazaj k NOPAT, odštejemo pa kumulativno amortizacijo stroškov oglaševanja in promocije v letu 2007 in preteklih letih v znesku 2.862 tisoč € (izračun v prilogi 3). Vpliv na NOPAT je tako povečanje v znesku 1.047 tisoč €. Za znesek neamortiziranih stroškov oglaševanja in promocije v letu 2007 povečamo poslovno naloženi kapital v višini 6.805 tisoč €.

Tabela 6: Popravek za stroške oglaševanja in promocije (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Stroški oglaševanja in promocije v izkazu poslovnega izida	2.750	2.864	3.304	3.909
Amortizacija stroškov za obdobje 5 let (enakom.)	1.319	1.892	2.365	2.862
Popravek v oceni NOPAT	1.431	972	939	1.047
Popravek poslovno naloženega kapitala na 31.12.	3.846	4.818	5.758	6.805

Vir: interni podatki Skupine Helios ter lastni izračuni

Na enak način ravnamo tudi v primeru stroškov usposabljanja in razvoja zaposlenih, kjer je bila za amortizacijo teh stroškov tudi upoštevana doba pet let. Podrobnejši izračuni so v prilogi 4.

Tabela 7: Popravek za stroške usposabljanja in razvoja zaposlenih (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Stroški izobraževanja v izkazu poslovnega izida	130	100	102	112
Amortizacija stroškov za obdobje 5 let (enakom.)	94	114	112	112
Popravek v oceni NOPAT	36	-14	-10	0
Popravek poslovno naloženega kapitala na 31.12.	241	227	217	217

Vir: interni podatki Skupine Helios ter lastni izračuni

3. **Sprememba vrednosti zalog:** izkazi skupine Helios so sestavljeni po različici II iz SRS 25, ki sledi anglosaškemu vzoru izkazovanja poslovnoizidnih tokov v temeljnem računovodskem izkazu poslovnega izida za zunanje potrebe. V tej različici se sprememba vrednosti zalog ne izkazuje kot povečanje prihodkov, zato računovodski popravki niso potrebni. Ta popravek se izvede v primeru, če se za sestavljanje poslovnega izida uporablja različica I iz SRS 25, ki sledi nemškemu vzoru izkazovanja poslovnoizidnih tokov v izkazu poslovnega izida za zunanje potrebe.
4. **LIFO prihranek:** popravek za LIFO prihranek se izvede, če podjetje vrednoti zaloge po metodi povratnozaporednih cen, kar pomeni, da se porabljene količine obračunavajo po zadnjih cenah nabav, končne količine pa po prvih cenah nabav. Skupina Helios v razkritjih v vseh proučevanih letnih poročilih razkriva, da so zaloge materiala in trgovskega blaga ovrednotene po povprečnih nabavnih cenah. Popravka zaradi LIFO prihrankov torej ne izvedemo.
5. **Dolgoročni poslovni najem:** skupina Helios je imela v letu 2005 za 15 tisoč € stroškov, povezanih z dolgoročnim poslovnim najemom osnovnih sredstev (avtomobilov), v letu 2006 35 tisoč € in v letu 2007 86 tisoč €. Pri izračunu sedanje vrednosti bodočih poslovnih najemov sem upoštevala, da je povprečna pogodbeno doba najema 3 leta, in da so obroki odplačil vsako leto enaki. Pri diskontiranju sem upoštevala obrestno mero za dolgoročne obveznosti, ki je veljala v posameznem letu. Izračuni sedanjih vrednosti so prikazani v prilogi 5. Popravek kapitala na dan 31.12. za posamezno leto se izvede za izračunano sedanjo vrednost bodočih najemov, izračunanih na 31.12. posameznega leta. Popravek (povišanje) v oceni dobička iz poslovanja se izvede za obračunane obresti dolgoročnega najema, ki se izračunajo na povprečno stanje obveznosti iz dolgoročnega najema, po obrestni meri, ki je v posameznem letu veljala za dolgoročne obveznosti. Učinek popravkov je izkazan v tabeli 8. Učinek davčnega ščita bo upoštevan, ko se bo izračunal prilagojeni NOPAT po vseh izvedenih popravkih.

Tabela 8: Popravek za stroške dolgoročnega poslovnega najema (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Sedanja vrednost dolgoročnega poslovnega najema (31.12.)		28	80	193
Popravek poslovno naloženega kapitala na 31.12.	0	28	80	193
Obrestna mera za dolgoročne obveznosti		4,32%	4,20%	5,20%
Obračunane obresti dolgoročnega poslovnega najema		1	2	7
Popravek v oceni NOPAT		1	2	7

Vir: interni podatki Skupine Helios ter lastni izračuni

6. **Dolgoročne rezervacije:** oblikovanje dolgoročnih rezervacij vpliva na poslovni izid, zato je treba to upoštevati pri izračunu ekonomske dodane vrednosti. Iz izkazov poslovnega izida skupine Helios razberemo, da se dolgoročne rezervacije v bilanci stanja vsako leto povečujejo, za ugotovljeni znesek povečanja rezervacij se je poslovni izid skupine zmanjševal. Za potrebe izračuna EVA dobiček iz poslovanja v posameznem letu povečamo za nastalo razliko povečanja rezervacij v tistem letu. Popravek v oceni poslovno naloženega kapitala ni potreben, ker so rezervacije že sestavina poslovno naloženega kapitala.

Tabela 9: Popravek za dolgoročne rezervacije (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Stanje dolgoročnih rezervacij v bilanci stanja na 31.12.	2.828	5.642	5.845	7.094
Povečanje / zmanjšanje dolgoročnih rezervacij v obračunskem obdobju		2.814	203	1.249
Popravek v oceni NOPAT		2.814	203	1.249

Vir: Tabela 3 ter lastni izračuni

7. **Dobro ime:** za izračun EVA amortiziranje dobrega imena ni sprejemljivo, saj delničarji od managerjev pričakujejo trajno ustvarjanje donosa na kapital, vložen v prevzem nekega podjetja. Skupina Helios je dobro ime amortizirala še po starih računovodskih standardih v letu 2004 in 2005, v letih 2006 in 2007 pa ne več, saj veljajo novi SRS, po katerih se opravi le še slabitev dobrega imena, če je za to utemeljen razlog. Popravek za leti 2004 in 2005 izvedemo tako, da znesek amortizacije dobrega imena v tekočem letu prištejemo k dobičku iz poslovanja, popravek vrednosti dobrega imena na dan 31.12. poslovnega leta pa poveča znesek investiranega kapitala.

Tabela 10: Popravek za dobro ime (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Amortizacija dobrega imena v poslovnem letu	167	303	0	0
Popravek v oceni NOPAT	167	303	0	0
Popravek vrednosti dobrega imena v bilanci stanja 31.12.	167	470	0	0
Popravek poslovno naloženega kapitala na 31.12.	167	470	0	0

Vir: letna poročila Skupine Helios ter lastni izračuni

8. **Popravki obratnih sredstev:** Skupina Helios vsako leto oblikuje popravke zalog in terjatev v breme prevrednotovalnih poslovnih odhodkov skladno s sprejetimi računovodskimi usmeritvami. Z vidika investitorja gre še vedno za naložbo sredstev in jih zato ne bi smeli šteti med odhodke poslovnega obdobja. Za vrednost te postavke zato povečamo dobiček iz poslovanja in hkrati tudi poslovno investirani kapital.³⁹

Tabela 11: Popravek za popravke obratnih sredstev (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Prevrednotovalni poslovni odhodki za zaloge	858	394	549	774
Prevrednotovalni poslovni odhodki za terjatve	2.222	1.609	0	1.118
Popravek v oceni NOPAT	3.080	2.003	549	1.892
Popravek poslovno naloženega kapitala na 31.12.	3.080	5.083	5.632	7.524

Vir: letna poročila Skupine Helios ter lastni izračuni

9. **Amortizacija osnovnih sredstev:** prilagoditev zaradi amortizacije osnovnih sredstev je potrebno opraviti, če podjetje uporablja metodo enakomerne časovne amortizacije, kar je primer tudi v Skupini Helios. Že v poglavju 2.1.1. navajam, zakaj se pri popravkih amortizacije osnovnih sredstev v praksi ne uporablja metoda anuitetnega načina amortizacije, predstavljenega v zgledu 6; tudi za primer Skupine Helios velja, da gre za tako kompleksno metodo, da sem se raje odločila izvesti popravek za stroške amortizacije z metodo rastočega časovnega amortiziranja. V tabeli so zajeta samo opredmetena osnovna sredstva v uporabi, ne pa tudi osnovna sredstva v pridobivanju, ker se le-ta še ne amortizirajo in torej popravek zanje ni potreben. Odštela sem tudi vrednost zemljišč, ki se prav tako ne amortizirajo. Iz letnega poročila Skupine Helios razberemo, da za opredmetena osnovna sredstva ocenjujejo dobo koristnosti opreme od 2 do 20 let, ter dobo koristnosti zgradb od 30 do 40 let. Ker analitični podatki za posamezna osnovna sredstva niso na voljo, si bom pomagala z oceno in za povprečno dobo amortiziranja opredmetenih osnovnih sredstev upoštevala dobo koristnosti osnovnih sredstev 10 let. Popravek amortizacije je narejen za vsa amortizirana sredstva, nabavljena od leta 1996 do leta 2007. Omejila sem se le na nove nabave, ki so v tabeli izračunane kot neodpisana vrednost sredstev konec leta, zmanjšana za neodpisano vrednostjo sredstev na začetku leta ter povečana za amortizacijo v tekočem letu. V tabeli 12 je najprej prikazana amortizacija novih nabav po metodi enakomernega časovnega amortiziranja z upoštevanjo dobo koristnosti 10 let, torej je letna stopnja amortizacije 10%. Nato je prikazana preračunana amortizacija po metodi rastočega amortiziranja. Pri rastočem amortiziranju sem za

³⁹ Skladno z zgledom 5 bi bilo potrebno poslovno investirani kapital povečati za celotni nabrani popravek vrednosti terjatev v bilanci stanja (ker le-ta ni vključen v dolgoročne rezervacije), vendar podatkov o celotnem nabranem popravku vrednosti terjatev v bilanci stanja za celotno skupino Helios ni bilo mogoče pridobiti. Popravek poslovno investirane kapitala sem zato naredila samo za ugotovljene kumulativne zneske odpisa terjatev in zalog v obravnavanih letih.

določitev letnih stopenj amortizacije uporabila metodo vsote letnih števil, ⁴⁰ za čas amortizacije pa upoštevala povprečno dobo 10 let. Popravek v oceni NOPAT izvedemo tako, da za ugotovljeno razliko med stroški amortizacije po enakomernem časovnem amortiziranju in stroški amortizacije po rastočem amortiziranju povečamo dobiček iz poslovanja. Poslovno investirani kapital povečamo za kumulativne popravke, ki nastajajo zaradi spremenjene metode amortiziranja – podroben izračun je v prilogi 6.

Tabela 12: Popravek za amortizacijo osnovnih sredstev (v tisoč €)

	2004	2005	2006	2007
Neodpisana vrednost opredmetenih osnovnih sredstev v uporabi (brez zemljišč) na 31.12.	55.380	65.500	74.974	96.015
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev	5.032	6.767	7.971	9.401
Novi nakupi opredmetenih osnovnih sredstev	28.532	16.887	17.445	30.442
Amortizacija novih nakupov (enakomerno časovno amortiziranje)				
1996	209	209		
1997	326	326	326	
1998	445	445	445	445
1999	296	296	296	296
2000	329	329	329	329
2001	355	355	355	355
2002	1.070	1.070	1.070	1.070
2003	888	888	888	888
2004	2.853	2.853	2.853	2.853
2005		1.689	1.689	1.689
2006			1.745	1.745
2007				3.044
Skupaj amortizacija novih nakupov po letih	6.772	8.460	9.996	12.714
Amortizacija novih nakupov (rastoče časovno amortiziranje)				
1996	342	380		
1997	475	534	593	
1998	566	647	728	809
1999	323	377	431	485
2000	299	359	418	478
2001	258	323	387	452
2002	584	778	973	1.167
2003	323	485	646	808
2004	519	1.038	1.556	2.075
2005		307	614	921
2006			317	634
2007				553
Skupaj amortizacija novih nakupov po letih	3.689	5.227	6.664	8.382
Razlika v amortizaciji novih nakupov	-3.083	-3.233	-3.332	-4.331
Popravek v oceni NOPAT	3.083	3.233	3.332	4.331
Popravek poslovno naloženega kapitala na 31.12.	9.332	12.566	15.897	20.228

Vir: interni podatki Skupine Helios ter lastni izračuni

⁴⁰ Po metodi vsote letnih števil seštejemo načrtovana leta amortiziranja (1+2+3+...+10=55), stopnja amortizacije za prvo leto je potem 1/55 (1,82%), za drugo leto 2/55 (3,64%), za tretje leto 3/55 (5,45%), za četrto leto 4/55 (7,27%) itd.

10. **Strateške naložbe:** v Skupini Helios zaenkrat še ne vodijo posebej stroškov strateških naložb. Ker podatkov o stroških strateških naložb za celotno Skupino ni mogoče niti oceniti, tega popravka v prikazanem izračunu ne bo.

11. **Stroški prestrukturiranja:** stroški, ki so v določenem obračunskem obdobju nastali zaradi prestrukturiranja programa ali morda prestrukturiranja prevzetih družb v Skupini Helios, so dejansko posledica napačnih preteklih odločitev in bi morali bremeniti pretekla obračunska obdobja. Tudi teh stroškov Skupina Helios ne evidentira posebej in jih ni mogoče oceniti, zato tudi tega popravka v izračunu razkrite ekonomske dodane vrednosti ne bo.

3.2.2 Ocena velikosti poslovno naloženega celotnega kapitala

Poslovno naloženi celotni kapital ali investirani kapital je vsota vseh virov financiranja podjetja, razen kratkoročnih obveznosti, za katere ni zaračunanih stroškov obresti (kot so obveznosti do dobaviteljev, obveznosti za neizplačane plače, obveznosti za davke) in zmanjšan za sredstva, ki niso povezana z osnovnim opravljanjem dejavnosti podjetja. Poslovno investirani kapital za Skupino Helios je izračunan po finančnem pristopu in vsebinsko popravljen z vsemi opisanimi prilagoditvami za izračun ekonomske dodane vrednosti, kar prikazuje tabela 13.

Tabela 13: Izračun poslovno investiranega kapitala za Skupino Helios po finančnem pristopu (v tisoč €)

Izhodišče:	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala	104.039	114.834	126.880	208.798
Dodamo ekvivalente kapitala:				
Prednostne delnice	0	0	0	0
Odloženi davki	0	0	0	2.213
Kapitalizacija stroškov RR	8.843	12.948	16.886	20.788
Kapitalizacija stroškov oglaševanja in promocije	3.846	4.818	5.758	6.805
Kapitalizacija stroškov izobraževanja	241	227	217	217
Nabrani popravek vrednosti amortizacije dobrega imena	167	470	0	0
Popravek vrednosti obratnih sredstev	3.080	5.083	5.632	7.524
Popravki zaradi metode amortizacije OOS	9.332	12.566	15.897	20.228
Skupaj kapital	129.548	150.946	171.270	266.573
Dodamo obveznosti in ekvivalente obveznosti:				
Kratkoročne finančne obveznosti	22.630	35.048	33.299	54.017
Dolgoročne obveznosti	21.949	26.736	42.007	41.557
Rezervacije in dolgoročne PČR	2.828	5.642	5.845	7.094
Sedanja vrednost obveznosti iz dolgoročnega poslovnega najema	0	28	80	193
Skupaj dolg	47.407	67.454	81.231	102.861
Dobimo:				
Poslovno investirani kapital	176.955	218.400	252.501	369.434

Vir: Tabele 3, 5, 6, 7, 8, 10, 11 in 12

Iz tabele 12 je razvidno, da se skupni kapital (ki upošteva računovodske popravke) povečuje v večjem odstotku kot knjigovodska vrednost lastniškega kapitala in da na to najbolj vplivajo popravki zaradi spremembe metode amortizacije osnovnih sredstev ter popravki zaradi kapitalizacije stroškov RR. Pri obveznostih lahko ugotovimo, da so se tudi več kot podvojile v obravnavanem obdobju, pri čemer pa popravek zaradi sedanje vrednosti dolgoročnega najema na višino celotnih obveznosti praktično nima vpliva. Porast kapitala in obveznosti in s tem celotnega poslovno investiranega kapitala v obravnavanem obdobju za nekaj več kot 100% pripisujem rasti podjetja z združitvami in prevzemi.

3.2.3 *Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala*

Za ocenitev tehtanega povprečnega stroška kapitala moramo določiti strošek lastniškega kapitala ter strošek dolžniškega kapitala. Pri oceni stroška lastniškega kapitala, ki je metodološko najzahtevnejša, so na voljo podatki iz Ocene vrednosti podjetja Helios, izdelane v letu 2008, zato se mi zdi smiselno, da te podatke uporabim v mojih izračunih.

3.2.3.1 **Strošek lastniškega kapitala**

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala je za Skupino Helios izračunana po modelu CAPM na način, ki ga prikazuje enačba (13):

$$r_{HELIOS} = r_{RF} + \beta \cdot r_{MP} + r_S \quad (13)$$

Pri oceni **pričakovane dolgoročne stopnje donosa netveganih naložb** (r_{RF}) je uporabljena povprečna donosnost dolgoročnih državnih obveznic na evro območju, katerih mesečne vrednosti so se gibale med 3,2% in 3,8% v letu 2005 ter 3,5% in 4,1% v letu 2006. Glede na trende na svetovnih in finančnih trgih in glede na gibanje svetovnih obrestnih mer je bilo ocenjeno, da 4,0% donosnost dobro odraža pričakovano dolgoročno donosnost netveganih naložb v prihodnje.

Pri ocenitvi **dolgoročne premije za povprečno tveganje naložbe v lastniški poslovni kapital** (r_{MP}) v državah evro območja so uporabljeni podatki za ameriško gospodarstvo, ker ni mogoče dobiti dovolj kvalitetnih podatkov za evro območje. Ocena temelji na predpostavki, da ni večjih razlik med gospodarstvom ZDA in evro območja. Pri oceni tipične dolgoročne premije za prihodnost izhajajo iz podatkov o donosnosti ameriškega gospodarstva, izračunano iz rasti ameriškega indeksa Standard & Poor's 500 (povečanem za izplačane dividende) in o ameriški dolgoročni stopnji donosa netveganih naložb. Povprečna dolgoročna premija se je v večih daljših obdobjih (1926-2005, 1926-1990, 1926-1945, in 1046-2005) gibala okoli

7,0%,⁴¹ zato ocenjujejo, da je dolgoročna letna premija za povprečno tveganje naložbe v lastniški poslovni kapital gospodarstva v tem delu Evrope (brez upoštevanja poličnega in makroekonomskega tveganja) 7,0%.

Obseg sistematičnega tveganja naložbe (β) za skupino Helios je ocenjen na osnovi beta faktorjev za primerljiva podjetja. V izračunu so uporabljene bete iz dejavnosti premazov in barv ter bete velikih podjetij v dejavnosti kemija diverzificirano (v višini 2% vrednosti prodaje, ki se nanašajo na lepila in škrobe), v tabeli 14 pa je predstavljen izračun nezadolžene bete za Skupino Helios.

Tabela 14: izračun nezadolžene bete za Skupino Helios

Dejavnosti	Beta	D/E	Davčna stopnja	Nezadolžena beta	utež	Beta po utežeh
Premazi/barve	0,78	35,17%	34,89%	0,63	98%	0,617
Kemija-diverzificirano	1,15	22,03%	29,08%	0,99	2%	0,020
Podjetje						0,637

Vir: Ocena vrednosti podjetja Helios, Domžale

$$\beta_{HELIOS} = \beta_{nezadolž.podj.} \cdot \left[1 + \frac{\text{ciljni obseg dolga}}{\text{lastniški kapital}} \cdot (1-T) \right] = 0,637 \cdot [1 + 1 \cdot (1-0,2)] = 1,15 \quad (14)$$

Koeficient beta je preračunan za podjetje Helios po Hamadovi enačbi, ki upošteva zadolženost podjetja, pri čemer je za prihodnjo stopnjo zadolženosti upoštevana ciljna struktura kapitala podjetja, po kateri je razmerje med dolgom in kapitalom 1 (dolg dosega 50% vrednosti celotnega kapitala), in povprečna efektivna davčna stopnja podjetja 20%. Kot je razvidno iz enačbe (14), je izračunana beta za Helios 1,15.

Premija za majhnost podjetja (r_s) izhaja iz spoznanj raziskav, ki dokazujejo, da stopnja tveganja in temu ustrezen strošek kapitala naraščata z zmanjševanjem velikosti podjetja. Investitorji tako ponavadi zahtevajo dodatno premijo zaradi majhnosti podjetja, ko so obravnavana podjetja manjša od podjetij, katerih razpoložljivi podatki se uporabljajo za izračun premije za povprečno tveganje naložbe v lastniški poslovni kapital in za izračun koeficienta beta. Glede na velikost podjetij v regiji in panogi je tako v oceni zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala prišteta premija za tveganje naložbe v lastniški kapital malega podjetja v višini 1,0%.

Pri naložbah investorjev v lastniški kapital slovenskih podjetij se pojavlja tudi **politično in makroekonomsko tveganje**. Veliko teh tveganj je za Slovenijo kratkoročnih, postopno se pričakuje tudi njihovo zmanjševanje, saj se Slovenija uspešno priključuje državam prvotne Evropske Unije na vseh področjih. Za te države se politično in makroekonomsko tveganje

⁴¹ Lastna analiza P&S Svetovanje iz podatkov publikacije Stocks, Bonds, Bills and Inflation 2006 Yearbook, Ibbotson Associates

ocenjuje na 0% - 5% zahtevane stopnje donosa, ki ne upošteva tega tveganja. Za Slovenijo je tako ocenjeno, da je to tveganje 2,5%. Ker pa so odvisna podjetja Heliosa locirana tudi izven EU in Skupina Helios kar 47% vrednostne prodaje proda na trgih izven EU, kjer je politično in makroekonomsko tveganje višje, je politično in makroekonomsko tveganje upoštevano v višini 5%.⁴²

Iz enačbe (15) je razvidno, da zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala podjetja Helios tako znaša **13,7%**:

$$r_{HELIOS} = (4,0\% + 7,0\% \cdot 1,15 + 1,0\%) \cdot 1,05 = 13,70\% \quad (15)$$

3.2.3.2 Strošek dolga

Za strošek dolga za celotno Skupino ni bilo mogoče priti do drugih podatkov, kot so ponderirane povprečne obrestne mere za finančne obveznosti do bank, ki jih najdemo v letnih poročilih Skupine Helios. Te obrestne mere bodo upoštewane tudi pri izračunu tehtanega povprečnega stroška kapitala in so:

- na dan 31.12.2007 5,20%,
- na dan 31.12.2006 4,20%,
- na dan 31.12.2005 4,32%.

3.2.3.3 Tehtani povprečni strošek poslovno investiranega kapitala

V bilanci stanja Skupine Helios imamo lastniški kapital (samo navadne delnice) ter dolžniški kapital. Kot sem že prikazala v enačbi (8), lahko tehtani povprečni strošek kapitala izračunamo kot:

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_e r_e$$

V tabeli 15 predstavljam komponente za izračun WACC ter njegov izračun, pri čemer sem upoštevala *povprečne vrednosti* investiranih zneskov kapitala in dolga, ki sem jih za leto 2005 dobila tako, da sem izračunala aritmetično sredino zneskov kapitala in dolga na dan 31.12.2004 ter 31.12.2005, analogen je tudi izračun za leti 2006 in 2007.

⁴² Vir: Ocena vrednosti podjetja Helios, Domžale.

Tabela 15: Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala za Skupino Helios

povprečne vrednosti v letu ((zač.+konč.) / 2)	2005	2006	2007
Kapital	140.247	161.108	218.922
Dolg	57.431	74.343	92.046
skupaj poslovno investirani kapital	197.678	235.451	310.968
struktura:			
Kapital (w_e)	70,95%	68,43%	70,40%
Dolg (w_d)	29,05%	31,57%	29,60%
Skupaj	100,00%	100,00%	100,00%
strošek kapitala (r_e)	13,70%	13,70%	13,70%
strošek dolga (r_d)	4,32%	4,20%	5,20%
Efektivna stopnja davka (T)	17,74%	20,53%	20,64%
WACC (%)	10,75%	10,43%	10,87%
strošek kapitala (WACC) v tisoč €	21.250	24.557	33.802

Vir: lastni izračuni

Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala kaže na malenkostna odstopanja po letih, kar je posledica dejstva, da je bila struktura kapitala in dolga ves čas v razmerju približno 70% : 30%, zelo konstanten pa je tudi strošek dolžniškega kapitala. V primerjavi s podatkom o WACC v Oceni vrednosti podjetja Helios, kjer je WACC izračunan v višini 8,9%, je zgornji izračun višji ravno zato, ker je dejanska struktura kapitala drugačna od načrtovane, ciljne strukture kapitala, ko naj bi dolg dosegal 50% celotne strukture kapitala. Ker je lastniški kapital dražji, je zaradi višjega deleža kapitala tudi izračunani WACC višji. Strošek kapitala v absolutnem znesku pa razumljivo narašča, saj je tudi znesek povprečno investiranega kapitala v opazovanem obdobju naraščal.

3.2.4 Ocena čistega poslovnega dobička s prilagojenim davkom od dobička

Za izračun čistega poslovnega dobička s prilagojenim davkom od dobička sem izbrala pristop »od spodaj navzgor«, ki sem ga predstavila že v sliki 6 in se mi zdi najboljši pristop glede na razpoložljive podatke za Skupino Helios. Izračun z upoštevanimi popravki, prikazanimi na začetku tega poglavja, prikazujem v tabeli 16.

Tabela 16: Ocena NOPAT po pristopu »od spodaj navzgor« za Skupino Helios (v tisoč €)

Izhodišče:	2005	2006	2007
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	14.468	15.865	16.207
Dodamo:			
Obračunane obresti od poslovnega najema	1	2	7
<i>Popravek za stroške RR</i>	4.104	3.939	3.902
<i>Popravek za stroške oglaševanja in promocije</i>	972	939	1047
<i>Popravek za stroške izobraževanja</i>	-14	-10	0
<i>Popravek za povečanje dolgoročnih rezervacij</i>	2.814	203	1.249
<i>Povečanje nabranega popravka vrednosti amortizacije dobrega imena</i>	303	0	0
<i>Povečanje popravka vrednosti obratnih sredstev</i>	2.003	549	1.892
<i>Popravek za stroške amortizacije OOS</i>	3.233	3.332	4.331
Dobimo:			
Prilagojeni dobiček iz poslovanja pred davki	27.884	24.819	28.635
Odštajemo:			
Prilagojeni davek (1 - efektivna davčna stopnja)	0,8226	0,7947	0,7936
Dobimo:			
NOPAT	22.937	19.724	22.725

Vir: Tabele 2, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11 in 12

Ugotovim lahko, da na končni izračun NOPAT najbolj vplivajo popravki zaradi stroškov RR ter stroškov zaradi spremenjene metodologije amortizacije osnovnih sredstev, precej vplivni so tudi popravki zaradi povečanja dolgoročnih rezervacij, stroškov oglaševanja in promocije ter popravki obratnih sredstev, skoraj nič pa na NOPAT ne vplivajo popravki zaradi stroškov izobraževanja in usposabljanja zaposlenih, obračunane obresti od poslovnega najema, ter popravki zaradi amortizacije dobrega imena. NOPAT je bil tako najvišji v letu 2005, za več kot 3 mio € je bil nižji leta 2006 (predvsem zaradi nižjega popravka pri dolgoročnih rezervacijah ter odpisih obratnih sredstev), v letu 2007 pa je spet skoraj na nivoju leta 2005, ko doseže 22.725 tisoč €. Trend rasti NOPAT torej ni enak kot je trend rasti EBIT, ki je v obravnavanem obdobju ves čas naraščal, in sicer s povprečno stopnjo 5,8% letno, temveč pada s povprečno stopnjo 0,5% letno.

3.2.5 Izračun razkrite ekonomske dodane vrednosti

Ko imamo vse potrebne podatke za izračun razkrite ekonomske dodane vrednosti, je zadnji korak – izračun EVA precej enostaven, saj moramo le od ugotovljenega prilagojenega dobička po davkih odšteti izračunani tehtani povprečni strošek kapitala. V tabeli 17 so za primerjavo še enkrat navedene tudi vrednosti že prej izračunane temeljne EVA.

Tabela 17: Izračun razkrite ekonomske dodane vrednosti za Skupino Helios (v tisoč €)

	2005	2006	2007
NOPAT	22.937	19.724	22.725
- strošek kapitala (WACC x IC)	21.250	24.557	33.802
Razkrita EVA	1.687	-4.834	-11.077
Temeljna EVA	-3.283	-5.150	-10.354

Vir: Tabele 4, 15 in 16

Primerjava izračuna temeljne in razkrite EVA nam pokaže, da so za Skupino Helios malo boljši rezultati pri izračunu razkrite EVA, saj v letu 2005 še beležijo pozitivno EVA oz. povečevanje vrednosti za lastnike. V letih 2006 in 2007 pa so razlike pravzaprav zelo majhne, v obeh primerih pa kažejo zaskrbljujoč položaj za lastnike, saj negativna ekonomska dodana vrednost kaže na opazen trend zmanjševanja vrednosti.

Zanimivo bi bilo vedeti, kaj zgornji izračuni pomenijo v primerjavi z drugimi velikimi slovenskimi podjetji. Ker v Sloveniji še ne zasledimo sistematičnega zbiranja informacij o izračunani ekonomski dodani vrednosti, si bom pomagala z rezultati, ki jih navaja Trampuž (2008, str. 44), ko je samo na podlagi objavljenih računovodskih izkazov izračunal temeljno EVA za podjetja Intereuropa, Mercator, Krka in Telekom za leta 2004, 2005, 2006 in 2007. Podatke in primerjavo z izračuni za Skupino Helios prikazujem v tabeli 18.

Tabela 18: Vrednost temeljne EVA (v mio €)

	2004	2005	2006	2007
Intereuropa	-11,57	-12,80	-14,09	-18,69
Mercator	-34,02	-83,84	-85,00	-70,61
Krka	2,04	27,49	40,75	46,65
Telekom	-67,42	-24,85	-17,43	-39,69
Helios	ni podatka	-3,28	-5,15	-10,35

Vir: G.Trampuž, *Ekonomska dodana vrednost kot mera uspešnosti poslovanja slovenskih družb*, 2008, str. 44 ter Tabela 4

Ugotovim lahko, da od naštetih podjetij samo Krka ustvarja vrednost za lastnike in da je Skupina Helios v primerjavi z Intereuropo, Mercatorjem ali Telekomom celo bolj uspešna, saj izniči precej manj vrednosti kot omenjena podjetja. Seveda pa je zakrbljujoče, da »paradni konji slovenskega gospodarstva« ustvarjajo negativno ekonomsko dodano vrednost, saj izkušnje razvitih držav kažejo, da se dolgoročno poslovanje z negativno EVA odraža tudi na nižji tržni vrednosti podjetja.

Vzroke za izračunane negativne ekonomske dodane vrednosti lahko iščemo v značilni sktrukturi kapitala slovenskih (posebej velikih) podjetij, za katere je značilna nizka stopnja zadolženosti, še posebej če jo primerjamo z zadolženostjo njihovih tujih konkurentov. Zaradi prehoda v tržno gospodarstvo in izbranega modela lastninskega preoblikovanja podjetij, ki je močno utrdil notranje lastništvo v preoblikovanih podjetjih, je za slovenska podjetja tudi veljalo, da je bolj kot maksimiranje premoženja lastnikov podjetja značilno sledenje cilju

maksimiranja blagostanja zaposlenih ali verjetnosti dolgoročnega preživetja. Tako se nižja zadolženost pojasnjuje z višjo pozitivno razliko med rastjo plač in produktivnosti, z večjim obsegom lastniškega kapitala na zaposlenega, z višjo donosnostjo sredstev in z večjim deležem opredmetenih osnovnih sredstev v vseh sredstvih (Mramor & Črnigoj, 2006, str. 211). Nižja zadolženost in s tem povezan velik obseg lastniškega kapitala zato vpliva na višji tehtani povprečni strošek kapitala, posledično pa na nižjo ekonomsko dodano vrednost.

3.3 USPEŠNOST POSLOVANJA – PRIMERJAVA MED KAZALNIKI TRADICIONALNE FINANČNE ANALIZE IN IZRAČUNANO EKONOMSKO DODANO VREDNOSTJO

3.3.1 Tradicionalna finančna analiza za Skupino Helios

V okviru tradicionalne finančne analize se bom osredotočila na ugotavljanje ustreznosti financiranja Skupine Helios, v okviru katere bom proučila, ali so sredstva Skupine Helios ustrezno financirana, ter na kazalnike, s katerimi bom računovodsko presojala uspešnost poslovanja Skupine Helios. Izbrala bom nekaj najpogostejših kazalnikov, ki jih podjetja na splošno uporabljajo pri analizi svojih poslovnih rezultatov.

3.3.1.1 Ustreznost financiranja Skupine Helios

Podjetje je ustrezno financirano, kadar sledi pravilu, da dolgoročna sredstva financira z dolgoročnimi viri, to je s kapitalom, dolgoročnimi rezervacijami ter dolgoročnimi obveznostmi, kratkoročna sredstva pa s kratkoročnimi viri.

Tabela 19: Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev

Stanje na dan	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Dolgoročna sredstva (1)	82.580	103.368	114.766	187.029
Dolgoročni viri (2)	104.039	114.834	126.880	208.798
Koeficient pokritosti dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri (2:1)	1,56	1,42	1,52	1,39

Vir: Tabela 3 ter lastni izračuni

Iz rezultatov je razvidno, da Skupina Helios v celotnem obdobju vsa svoja dolgoročna sredstva financira z dolgoročnimi viri, del dolgoročnih virov pa uporablja tudi za financiranje kratkoročnih sredstev, kar je pametno, saj dejavnost podjetja zahteva tudi precej angažiranega obratnega kapitala, trajna obratna sredstva pa naj bi bila tudi financirana z dolgoročnimi viri.

Informacijo o kratkoročni plačilni sposobnosti nam dajo že zgornji izračuni, saj iz njih lahko ugotovimo, da je v vseh opazovanih trenutkih vrednost kratkoročnih sredstev višja od vrednosti kratkoročnih obveznosti, torej je kratkoročni koeficient večji kot 1. Ker pa na

likvidnost vpliva tudi višina zalog, ki so najmanj likvidno sredstvo, sem izračunala še pospešeni koeficient, pri katerem v števcu koeficienta od vrednosti kratkoročnih sredstev odštejemo vrednost zalog.

Tabela 20: Kazalniki kratkoročne plačilne sposobnosti

Stanje na dan	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Kratkoročna sredstva (1)	102.810	114.910	143.123	186.208
Kratkoročne obveznosti (2)	57.119	70.890	82.978	112.794
Kratkoročni koeficient (1:2)	1,80	1,62	1,72	1,65
Kratkoročna sredstva brez zalog (3)	59.299	66.475	79.261	106.583
Pospešeni koeficient (3:2)	1,04	0,94	0,96	0,94

Vir: Tabela 3 ter lastni izračuni

Izračuni kažejo, da je kratkoročni koeficient ves čas nad 1,5, poleg tega pa je likvidnost Skupine Helios dobra tudi, če med kratkoročnimi sredstvi ne upošteva zalog, saj je pospešeni koeficient ves čas blizu 1, kar pomeni, da so sposobni skoraj v celoti poravnati svoje kratkoročne obveznosti z razpoložljivim denarjem, kratkoročnimi finančnimi naložbami in z vnovčenjem svojih terjatev. Povzamem lahko, da je Skupina Helios ustrezno financirana in nima težav z zagotavljanjem likvidnosti.

3.3.1.2 Računovodsko presojanje uspešnosti Skupine Helios

Iz konsolidiranih izkazov poslovnega izida Skupine Helios lahko najprej ugotovimo, da so prihodki skupine ves čas naraščali, rasel je tudi poslovni izid iz poslovanja, rahlo padal pa je čisti dobiček Skupine. Za presojanje uspešnosti poslovanja Skupine Helios sem izbrala naslednje kazalnike:⁴³ koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala, koeficient dobičkonosnosti sredstev, kazalnik temeljne moči dobička (izračunan kot EBIT/povprečna sredstva), koeficient gospodarnosti poslovanja ter koeficient obračanja sredstev. Izračuni so podani v tabeli 21.

⁴³ Turk et al., Finančno računovodstvo, 2004

Tabela 21: Tradicionalni kazalniki uspešnosti poslovanja Skupine Helios

	2005	2006	2007
Čisti dobiček	13.385	13.233	12.680
Povprečni kapital v letu	109.437	120.857	167.839
ROE	12,2%	10,9%	7,6%
Čisti dobiček	13.385	13.233	12.680
Povprečna sredstva v letu	202.589	238.391	315.974
ROA	6,6%	5,6%	4,0%
EBIT	14.468	15.865	16.207
Povprečna sredstva	202.589	238.391	315.974
Temeljna moč dobička	7,1%	6,7%	5,1%
Poslovni prihodki	229.593	259.321	311.796
Poslovni odhodki	215.125	243.456	295.589
Gospodarnost poslovanja	1,07	1,07	1,05
Prihodki od prodaje	229.593	259.321	311.796
Povprečna sredstva v letu	202.589	238.391	315.974
Koeficient obračanja sredstev	1,13	1,09	0,99
Dnevi vezave sredstev	322	336	370

Vir: Tabeli 2 in 3 ter lastni izračuni

Iz izračunov je mogoče ugotoviti, da se uspešnost poslovanja v proučevanem obdobju slabša. Dobičkonosnost kapitala je nizka in je od leta 2005 do leta 2007 padala, na kar je vplivalo predvsem povečevanje kapitala v tem obdobju, medtem ko je dobiček ostal na približno enaki ravni. Podobno lahko ugotovimo tudi za dobičkonosnost sredstev, ki se v opazovanem obdobju zmanjšuje iz 6,6% na 4,0%, kar je tudi posledica hitrega povečevanja sredstev, predvsem zaradi velikega števila pripojitev podjetij v tem obdobju. Temeljna moč dobička kot kazalnik razširjene dobičkonosnosti sredstev nam pove, koliko dobička iz poslovanja je Skupina ustvarila z vloženimi sredstvi, ugotovimo lahko, da pada tudi vrednost tega kazalnika. Tudi v tem primeru je bila dobičkonosnost sredstev najvišja v letu 2005, in sicer 7,1%, nato pa pada, v letu 2007 je 5,1%. Gospodarnost poslovanja pove, za koliko odstotkov so prihodki višji od odhodkov. V tem primeru so rezultati najbolj konstantni, saj so bili v letu 2005 in 2006 prihodki višji od odhodkov za 7%, v letu 2007 pa za 5%. Obračanje sredstev tudi kaže na vedno daljšo vezavo sredstev celotne Skupine, saj je bilo v letu 2005 potrebnih 322 dni, da je Skupina generirala toliko prihodkov, kot je bilo vloženih sredstev, v letu 2007 pa je vezava sredstev že 370 dni.

Če povzamem: zgornji kazalniki sicer kažejo trend padanja uspešnosti poslovanja celotne Skupine, kar pa je lahko posledica tudi že prej navedenih dejavnikov; Skupina Helios se je v zadnjih treh letih hitro širila, vendar so v nekaterih novih članicah stroški še vedno previsoki in organizacija dela slaba, kar pa se bo po načrtih uprave kmalu spremenilo. Na rezultate je

gotovo vplivala tudi visoka rast cen nafte in naftnih derivatov, posledično pa višje cene surovin, ki jih ni bilo mogoče v celoti prenesti v končne cene izdelkov.

Sicer pa v Skupini Helios veliko pozornosti namenjajo investicijam v posodobitev proizvodnih zmogljivosti, pri razvoju pospešeno sledijo evropski in globalni zakonodaji, ki zahtevata uvajanje čistejših in do okolja prijaznejših tehnologij, zavedajo pa se tudi svoje družbene odgovornosti in izvajajo več aktivnosti na področju varovanja okolja in zdravja ter sledijo načelom trajnostnega razvoja, kot so najmanjša mogoča poraba energije ter minimalni izpusti v zrak in vode, čim manjša razširjenost toksičnih kemikalij, nadzirano nastajanje odpadkov ter njihovo recikliranje.

3.3.2 *Primerjava tradicionalne finančne analize in ekonomske dodane vrednosti za Skupino Helios*

V prejšnji točki sem s pomočjo nekaterih kazalnikov tradicionalne finančne analize ugotovila, da je Skupina sicer finančno stabilna, ker ustrezno financira svoja sredstva, da prihodki naraščajo, uspešnost poslovanja pa je v proučevanem obdobju 2005 – 2007 padala. V tabeli 22 je prikazana primerjava med dobičkom iz poslovanja, čistim dobičkom, temeljno ekonomsko dodano vrednostjo in razkrito ekonomsko dodano vrednostjo Skupine Helios.

Tabela 22: Primerjava rezultatov (v tisoč €)

	2005	2006	2007
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	14.468	15.865	16.207
Čisti dobiček	13.385	13.233	12.680
Temeljna ekonomska dodana vrednost	-3.283	-5.150	-10.354
Razkrita ekonomska dodana vrednost	1.687	-4.834	-11.077

Vir: Tabela 2 in 17

Ugotovimo lahko, da je Skupina Helios z računovodskega vidika poslovala uspešno, saj ves čas dosega precej visok dobiček, res pa je, da je čisti dobiček v letu 2007 padel za 4,2% glede na preteklo leto. Za donos kapitala na splošno velja, da naj bi bila potrebna donosnost povprečno tveganega lastniškega kapitala podjetja v višini od 12 do 14%,⁴⁴ donos kapitala Skupine Helios, ki smo ga izračunali v prejšnji točki, pa se giblje med 12,2% in 7,6%. Zelo verjetno je, da je velika večina lastnikov ob takih rezultatih zadovoljna, vendar pri tem pozabljajo, da v računovodskem dobičku ni upoštevan njihov oportunitetni strošek kapitala.

Z vidika ekonomske dodane vrednosti pa je tako slika drugačna: temeljna EVA je bila negativna že v letu 2005 in v naslednjih letih še pada, malo boljšo sliko pa z upoštevanjem računovodskih popravkov kaže razkrita EVA, ki je bila v letu 2005 še pozitivna in je torej Skupina Helios povečevala vrednost za lastnike, v letu 2006 pa je bila že negativna v

⁴⁴ Glej na primer Mramor, Valentinčič & Groznik, 1999, str. 232

vrednosti -4.834 tisoč €, posebej močno je padla tudi v letu 2007, ko je Skupina Helios za dobrih 11 mio € izničila vrednost za lastnike.

Ta primerjava še enkrat kaže na to, da samo računovodski dobiček ni dovolj dobro merilo za presojanje uspešnosti poslovanja nekega podjetja. Računovodski dobiček in druge kazalnike tradicionalne finančne analize izračunamo na podlagi podatkov iz izkaza poslovnega izida in bilance stanja, ki so rezultat preteklega poslovanja podjetja. Poleg tega se moramo zavedati tudi določene mere subjektivnosti pri pripravi samih računovodskih izkazov, ki je posledica osebne presoje tistih, ki se odločajo o tem, katere metode za vrednotenje gospodarskih kategorij se uporabljajo in kdaj se določeni poslovni dogodki v poslovnih knjigah zabeležijo. Ne smemo pozabiti tudi, da sodila tradicionalne finančne analize pokažejo, koliko je bilo podjetje uspešno v preteklosti, ne pokažejo pa tudi, kakšne možnosti ima za doseganje dobička v prihodnosti.

EVA je boljše merilo, ker upošteva strošek celotnega kapitala, tudi njena slabost pa je, da daje informacijo o preteklem poslovanju, ki pa niso nujno posledica poslovnih odločitev v obdobjih, za katere je EVA izračunana. Če bi sodili samo po izidu EVA, bi v obravnavanem primeru poslovanje Skupine predvsem v letih 2006 in 2007 ocenili kot neuspešno, na kar pa izračuni po tradicionalnih finančnih kazalnikih ne kažejo. Prav je, da se pri presojanju uspešnosti uporablja tudi dolgoročna sodila in nefinančna sodila, kar je še posebej pomembno za enote podjetja, ki so usmerjene v rast (da Skupina Helios hitro raste, smo lahko videli tudi iz predstavljenih podatkov).

3.3.3 Priporočila poslovodstvu

EVA je sodilo, ki v ospredje postavlja interese lastnikov, širšo odgovornost podjetja do drugih, npr. odgovorno in prijazno delovanje podjetja do okolja, pa pušča ob strani. Zato ob zgornjih izračunih EVA verjetno ne gre zagnati preplaha. Prav pa je, da se uprava posveti tudi interesu lastnikov in da torej poskuša uskladiti cilje in delovanje podjetja s cilji lastnikov – to pa je povečevanje vrednosti enote premoženja. Pri tem ji je lahko v pomoč uvedba koncepta EVA, postopek uvedbe pa seveda ni enostaven. Napak bi bilo, da bi se odločili izračunavati izid EVA samo za potrebe ocenjevanja uspešnosti poslovanja, bolj priporočljivo je, da se začne razmišljati o implementaciji koncepta EVA kot o načinu poslovanja in z njim seznaniti praktično vse zaposlene v Skupini.

Glede na to, da Skupina Helios deluje na globalnem trgu, je verjetno, da bo po izidu EVA lahko povpraševal kdo od zainteresirane javnosti, predvsem potencialni investitorji. Za začetek bi priporočila poslovodstvu, da za potrebe ocenjevanja uspešnosti poslovanja izračunava temeljno EVA, za potrebe morebitnega izračuna razkrite EVA pa uporabi le tiste popravke, ki so za Skupino res pomembni; v mojih izračunih sem ugotovila, da so najpomembnejši popravki za stroške RR ter stroške oglaševanja in promocije, medtem ko

ostali popravki na izračun EVA ne vplivajo veliko, povečajo pa kompleksnost izračuna. Pomemben bi bil lahko tudi popravek za amortizacijo osnovnih sredstev, za katerega pa sem že omenila, da na ravni korporacije uporaba anuitetnega načina amortizacije le malo spremeni izračune EVA glede na uporabo ostalih metod (vključno z uporabo enakomernega časovnega amortiziranja).

Izračun EVA bi bil boljši, če bi Skupina dosegala ciljno razmerje med kapitalom in dolgom (1:1), v sedanjih razmerah pa je delež kapitala 70%. Po drugi strani je visok delež kapitala v razmerah trenutne finančne krize boljša opcija, saj so posojila postala dražja in podjetjem izredno težko dosegljiva, zato so bolj zadolžena ali celo preveč zadolžena podjetja v hudih likvidnostnih težavah.

SKLEP

Večina slovenskih podjetij in finančnih institucij še vedno uporablja tradicionalno finančno analizo podjetij, ki temelji na neustrezno opredeljenem cilju poslovanja in metodah ter tehnikah, ki praviloma dajejo slabe ocene vplivov poslovnih odločitev na uspešnost poslovanja podjetja. Slabosti tradicionalne finančne analize odpravlja sodobna finančna analiza z jasno opredelitvijo ciljev poslovanja predvsem z vidika lastnikov: maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala podjetja.

V okviru sodobne finančne analize se je v zadnjih letih razvilo mnogo konceptov ocenjevanja uspešnosti poslovanja podjetij, zdi pa se, da je med najpopularnejšimi koncept ekonomske dodane vrednosti. EVA je najbolj pogosto opredeljena kot razlika med računovodsko prilagojenim dobičkom iz poslovanja po davkih (NOPAT) in stroškom poslovno investiranega kapitala, potrebnega za doseganje tega dobička. Kocept EVA nadgrajuje že prej znano merilo rezidualnega dobička, s tem da uvaja potrebne prilagoditve računovodskih podatkov, ki zagotavljajo sorazmerno neodvisnost od računovodskih predpisov, usmeritev in standardov. Število prilagoditev je odvisno od podatkov, ki so na voljo, in stopnje natančnosti, ki jo želimo z izračunom doseči, v strokovni javnosti pa v zadnjih letih prevladuje mnenje, da naj bo število prilagoditev čim manjše (ne več kot pet).

Bistvena prednost koncepta EVA kot sodila uspešnosti poslovanja je v tem, da poslovodstvo podjetja opozarja na strošek celotnega uporabljenega kapitala, tako dolžniškega kot tudi lastniškega. Z uporabo EVA podjetje usklajuje cilj poslovodstva s ciljem lastnikov (delničarjev) in tako pripomore k zmanjševanju konflikta med lastniki in poslovodstvom ter pomaga poslovodstvu, da se osredotoči na dejavnike, ki povečujejo vrednost podjetja za njegove lastnike. EVA je tudi sistem nagrajevanja poslovodstva, ki interese poslovodstva približa interesom delničarjev, saj jih nagraduje za dejanja, ki povečujejo donos delničarjem in jih kaznuje za neuspeh. Kategorija EVA je konceptualno preprosta, lahko razložljiva tudi ekonomsko neizobraženim poslovodjem.

Kljub številnim prednostim ima zamisel ekonomske dodane vrednosti tudi nekatere slabosti, ki jih je pri njegovi uporabi smotrno upoštevati. Ker je končni izračun ekonomske dodane vrednosti absolutno število, velja, da bodo večja podjetja zaradi svoje velikosti lažje dosegala večjo vrednost ekonomske dodane vrednosti kot manjša podjetja. Popravki in prilagoditve izvernih finančno – računovodskih podatkov lahko zahtevajo veliko časa in visoko strokovno usposobljenost ter zato povzročajo precejšnje stroške. Poleg tega v razkritjih k temeljnim izkazom zunanjim analitikom niso na voljo vedno vsi podatki za prilagoditve, ki jih zahteva izračun EVA.

Več raziskovalcev je ugotavljalo, da podjetja na Zahodu uvajajo koncept EVA s prepričanjem, da tesno povezuje interes lastnikov in managerjev. Vendar raziskave kažejo, da povprečni kapitalski donos sicer je v korelaciji z EVA, pa vendar ne tako močno, kot vlada splošno prepričanje. Zato podjetjem predlagajo, da namesto uvedbe koncepta EVA razmislijo o uporabi rezidualnega dobička, ki v več raziskavah kaže na skoraj enako korelacijo s kapitalskim donosom kot EVA, in zato menijo, da stroški uvedbe EVA in uporabe vseh računovodskih prilagoditev ne prinesejo zadovoljivih koristi.

V slovenskih podjetjih težave v izračunu EVA povzroča ravno povprečni tehtani strošek kapitala, in sicer se največji problemi pojavijo pri ocenjevanju stroška lastniškega kapitala. Običajno se le-ta določa po modelu CAPM, ki temelji na učinkovitem delovanju trga kapitala in je kot tak bolj primeren za zelo razvite kapitalske trge. Druge posebnosti slovenskih podjetij, ki verjetno tudi vplivajo na dosedanje (ne)uvedbo koncepta EVA v slovenska podjetja, so predvsem v drugačni lastniški strukturi in organiziranosti podjetij (v primerjavi s podjetji na Zahodu), v napačno opredeljenih ciljnih poslovanja, ki niso skladni z maksimiranjem tržne vrednosti podjetja, slovenska podjetja imajo drugačno optimalno strukturo kapitala (nižji delež dolžniškega kapitala), problem pa se kaže tudi v tem, da je praksa ocenjevanja investicijskih projektov v slovenskih podjetjih še na izredno nizki ravni.

Za slovenska podjetja naj bi bil koncept EVA po mnenju nekaterih avtorjev uporaben le, če ga povežemo z uporabo različnih nefinančnih kazalcev in razvijemo sistem merjenja uspešnosti poslovanja proti uravnoteženemu sistemu kazalcev. Ekar, ki je opravil raziskavo o uporabljenosti modela EVA med slovenskimi podjetji, je ugotovil, da 90% anketirancev razmišlja o uvedbi modela ekonomske dodane vrednosti, in sicer predvsem z namenom ocenjevanja poslovanja ter za poslovno odločanje. Iz analize odgovorov anketirancev je tudi razvidno, da ocenjujejo model EVA kot primernejše orodje za poslovno odločanje v primerjavi s tradicionalnimi koncepti, še posebej to velja za velika podjetja.

Iz izračunov, ki sem jih opravila za Skupino Helios, lahko sklepam, da je Skupina Helios z računovodskega vidika poslovala uspešno, saj ves čas dosega precej visok dobiček. Uspešno poslovanje kažejo tudi tradicionalni finančni kazalniki, pri katerih pa moramo opozoriti na trend padanja. Ta trend potrjujejo tudi izračuni temeljne in razkrite EVA: izidi so vsako leto nižji, najnižja pa je izračunana razkrita EVA za leto 2007, ko je Skupina Helios za dobrih 11

mio € izničila vrednost za lastnike. Ta primerjava še enkrat kaže na to, da samo računovodski dobiček ni dovolj dobro merilo za presojanje uspešnosti poslovanja nekega podjetja.

Prav je, da se pri rabi kategorije EVA zavedamo, da to ne more biti vseobsegajoče sodilo za presojanje uspešnosti vseh ravni posloводства, s katerim bi bilo mogoče utemeljiti odvečnost kvalitativnih sodil ali/in povsem nadomestiti druga kvantitativna sodila.

Uporaba koncepta EVA v slovenskih podjetjih še ni močno razširjena, podatkov o izračunih v letnih poročilih praktično ne zasledimo. Kljub vsem naštetim omejitvam in kritikam menim, da je popularnost koncepta velika in da ga bo zato v svoje poslovanje implementiralo vedno več slovenskih podjetij. Prav je, da se zavedajo omejitev koncepta in poskušajo izkoristiti tiste njegove prednosti, ki so nesporne, pri izračunih pa bi na začetku priporočila uporabo temeljne ekonomske dodane vrednosti.

LITERATURA IN VIRI

1. Bergant, Ž. (1999). Ali so kratkoročni, pospešeni in hitri koeficient res informacije o kratkoročni plačilni sposobnosti? *Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 395-410). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
2. Bolčič, T. (1998). *Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja*. Najdeno 25.9.2008 na spletnem naslovu <http://www.partner-team.si/prispevke.htm>
3. Bolčič, T. & Bergant, Ž. (2005). *Ekonomski dobiček*. Najdeno 25.9.2008 na spletnem naslovu <http://www.partner-team.si/prispevke.htm>
4. Brigham, E. F., Gapenski, L. C. & Ehrhardt, M. C. (1999). *Financial Management: Theory and Practice*. (9th ed.) Fort Worth (TX): The Dryden Press
5. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.) Masson (Ohio).
6. Burkette, G. D. & Hedley, T. P. (1997). The Thruth About Economic Value Added. *The CPA Journal*, 67 (7), str. 46-49.
7. Chambers, D., Jennings, R. & Thompson II, R. B. (2000). *Evidence on the Usefulness of Capitalizing and Amortizing Research and Development Costs*. Najdeno 5.11.2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=58661
8. Chen, S. & Dodd., J.L. (2001): Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant? *Journal of Managerial Issues*, Spring, str. 65-86
9. Damodaran, A. (1999). *Dealing with Operating Leasis in Valuation*. Working Paper. New York University: Stern School of Busines. Najdeno 13.11.2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297077
10. Dierks, P. A. & Patel, A. (1997). What Is EVA, and How Can It Help Your Company. *Mannagement Accounting*, 79 (5), str. 52-58.
11. Dodd, J. L. & Chen, S. (1996). EVA – a New Panacea? *Business and Economic Review*, 42 (4), str. 26-28.
12. Ehrbar, A. (1998). *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. New York: J. Wiley, cop.
13. Ekar, A. (2000). *Model ekonomske dodane vrednosti kot orodje za poslovno odločanje*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Ferguson, R., Rentzler, J. & Yu S. (2005). Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability? *Journal of Applied Finance*, 15 (2), str. 101-113.
15. Friedlob, G. T. & Schleifer, L. L. F. (2003). *Essentials of Financial Analysis*. Hoboken (N.J.): Jonh Wiley cop.
16. Grant, J. (2003). *Foundations of Economic Value Added*. (2nd ed.) New York: Hoboken.
17. Griffith, J. M. (2004): The True Value of EVA. *Journal of Applied Finance*, 14 (2), str. 25-29.
18. Hartman, A. (2004). *Vrednotenje in prestrukturiranje podjetja*. Piran: Gea College – Visoka šola za podjetništvo.

19. Hočevar, M. (1995). *Oblikovanje računovodskih informacij za poslovodsko nadziranje po mestih odgovornosti*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
20. Hočevar, M. (2002). Kritičen pogled na nekatere sodobne računovodske metode. *IKS*, 29 (11), str. 85-96.
21. Hočevar, M. et al. (2004-2008). *Praktični vodič po računovodstvu*. Ljubljana: Verlag Dashofer, založba, d.o.o.
22. Ismail, A. (2006). Is Economic Value Added More Associated With Stock Return Than Accounting Earnings? The UK Evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 2 (4), str. 343-353.
23. Javornik, S. (2003). Vse o EVI in še več. *Gospodarski vestnik*, 52 (44), str. 50-51.
24. Kaplan, R., & Atkinson, A. (1998). *Advanced Management Accounting*. Upper Saddle River (N.J.): Prentice Hall.
25. Kaplan, R. & Norton, D. (2000). *Uravnoteženi sistem kazalnikov: Preoblikovanje strategije v dejanja*. Ljubljana: GV založba.
26. Kegel, M. E. (2009, 23. januar). Poslanstvo je delovati družbeno odgovorno. *Slamnik*, letnik XLIX, št. 1, str. 4.
27. Keys, D.E., Azamhuzjaev M. & Mackey, J. (2001). Economic Value Added: a Critical Analysis. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 2001, 12 (2), str. 65-71.
28. Korošec, B. (2001). Računovodski vidik ekonomske dodane vrednosti. *Zbornik referatov 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 103-118). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
29. Kosi, U. (2004). *Ustvarjanje vrednosti in ekonomska dodana vrednost*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Krisper, A. (2006). *Sistem poročil v podjetju*. Ljubljana: Pentagram6, finance in tehnika, d.o.o.
31. Kuhelj Krajnović, E. (1996). *Analiza dejavnikov optimalne strukture kapitala podjetja*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Lahovnik, M. (2003). Ponuja EVA kislo jabolko? *Gospodarski vestnik*, 52 (41), str. 46-47.
33. Ličen Čok, A. (2001). *Primerjava računovodskega in ekonomskega dobička*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. Mramor, D. (1999). Sodobna finančna analiza podjetja. *Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 327-338). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
35. Mramor, D. (2000). Finančno obnašanje slovenskih podjetij. *Zbornik referatov 32. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 395-406). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.

36. Mramor, D., Groznik, P. & Valentinčič, A. (1999). Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. Prašnikar J. (urednik), *Poprivatezicajsko obnašanje slovenskih podjetij* (str. 221-248). Ljubljana, Gospodarski vestnik.
37. Mramor, D. & Črnigoj, M. (2006). Struktura financiranja gospodarskih družb v Sloveniji. *Zbornik referatov 38. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 197-212). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
38. P & S Svetovanje (2008). *Ocena vrednosti podjetja Helios, Domžale*. Interno gradivo podjetja Helios, Domžale.
39. Peternelj, P. (2007). *Metodika izračunavanja ekonomske dodane vrednosti*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. Rejc, A. (1999). *Sodobni pogledi na merjenje in presojanje uspešnosti poslovanja podjetja*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Rejc, A. (2002). *Vloga in pomen nefinančnih informacij v okviru uspešnosti poslovanja podjetja – teorija in empirična preverba*. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
42. Sidoroska Čorić, D. (2005). *Benchmarking v Adrii Airways*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Simons R. (2000). *Performace Measurment & Control Systems for Implementing Strategy*. Upper Sadle River (N.J.): Prentice Hall.
44. Skupina Helios: Letno poročilo za leto 2004
45. Skupina Helios: Letno poročilo za leto 2005
46. Skupina Helios: Letno poročilo za leto 2006
47. Skupina Helios: Letno poročilo za leto 2007
48. Slapničar, S. (2001). *Diskrecijska izbira pri računovodskem poročanju: empirična preverba konceptualnega modela za Slovenijo*. Doktorska disertacija (povzetek). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Slovenski računovodski standardi (2006). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
50. Stern, J. M., Shiely, J. S. & Ross, I. (2003). *EVA kot izziv: uvajanje sprememb, ki v organizacijo prinašajo dodano vrednost*. Ljubljana: GV založba.
51. Stewart, B. G. III. (1995, 1.maj). EVA Works – But Not if You Make These Common Mistakes. *Fortune*, str. 117-118.
52. Trampuž, G. (2008). *Ekonomska dodana vrednost kot mera uspešnosti poslovanja slovenskih gospodarskih družb*. Specialistično delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta.
53. Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M., Koželj, S. & Odar, M. (2004). *Finančno računovodstvo*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo
54. Turk, I., Kavčič, S. & Kokotec-Novak, M. (2006). *Poslovodno računovodstvo*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
55. Young, D. S. (1999). Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4 (2), str. 7-19
56. Young, D. S. & O'Byrne, S. F. (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.

PRILOGA 1

Izračun povprečno investiranega kapitala za potrebe izračuna temeljne EVA (v tisoč €)

		31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
	Kratkoročne finančne obveznosti	22.630	35.048	33.299	54.017
+	Dolgoročne obveznosti (vključno z obveznicami)	21.949	26.736	42.007	43.770
+	Druge dolgoročne obveznosti (rezervacije in dolg. PČR)	2.828	5.642	5.845	7.094
+	Lastniški kapital	104.039	114.834	126.880	208.798
=	Investirani kapital (IC)	151.446	182.260	208.031	313.679
			2005	2006	2007
	Povprečni IC = $(IC_z + IC_k) : 2$		166.853	195.146	260.855

PRILOGA 2

Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške raziskav in razvoja (v tisoč €)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
stroški raziskav in razvoja po letih	428	464	490	530	596	829	2.821	3.154	3.395	5.972	6.404	7.023
amortizacija (enakom.čas.am.)												
1996	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43		
1997		46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	
1998			49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
1999				53	53	53	53	53	53	53	53	53
2000					60	60	60	60	60	60	60	60
2001						83	83	83	83	83	83	83
2002							282	282	282	282	282	282
2003								315	315	315	315	315
2004									340	340	340	340
2005										597	597	597
2006											640	640
2007												702
skupaj AM stroškov	43	89	138	191	251	334	616	931	1.271	1.868	2.466	3.121
Povečanje NOPAT za stroške RR v tekočem letu (1)									3.395	5.972	6.404	7.023
zmanjšanje NOPAT za amortizacijo stroškov RR (2)									1.271	1.868	2.466	3.121
Popravek v oceni NOPAT (1-2)									2.124	4.104	3.939	3.902
Povečanje investiranega kapitala za neamortizirane stroške RR*									8.843	12.948	16.886	20.788

*: za leto 2004 se neamortizirani stroški RR izračunajo kot: $340*9 + 315*8 + 282*7 + 83*6 + 60*5 + 53*4 + 49*3 + 46*2 + 43 = 8.843$

PRILOGA 3

Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške trženja in promocije (v tisoč €)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
stroški trženja in promocije po letih	939	1.424	1.481	2.750	2.864	3.304	3.909
amortizacija (enakom.čas.am.)							
2001	188	188	188	188	188		
2002		285	285	285	285	285	
2003			296	296	296	296	296
2004				550	550	550	550
2005					573	573	573
2006						661	661
2007							782
skupaj AM stroškov	188	473	769	1.319	1.892	2.365	2.862
Povečanje NOPAT za stroške v tekočem letu (1)				2.750	2.864	3.304	3.909
zmanjšanje NOPAT za amortizacijo stroškov (2)				1.319	1.892	2.365	2.862
Popravek v oceni NOPAT (1-2)				1.431	972	939	1.047
Povečanje investiranega kapitala za neamortizirane stroške trženja in promocije*				3.846	4.818	5.758	6.805

*: za leto 2004 se neamortizirani stroški trženja in promocije izračunajo kot: $550*4 + 296*3 + 285*2 + 188 = 3.846$

PRILOGA 4

Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške izobraževanja in usposabljanja zaposlenih (v tisoč €)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
stroški izobraževanja po letih	114	108	118	130	100	102	112
amortizacija (enakom.čas.am.)							
2001	23	23	23	23	23		
2002		22	22	22	22	22	
2003			24	24	24	24	24
2004				26	26	26	26
2005					20	20	20
2006						20	20
2007							22
skupaj AM stroškov	23	44	68	94	114	112	112
Povečanje NOPAT za stroške v tekočem letu (1)				130	100	102	112
zmanjšanje NOPAT za amortizacijo stroškov izobraževanja in usposabljanja (2)				94	114	112	112
Popravek v oceni NOPAT (1-2)				36	-14	-10	0
Povečanje investiranega kapitala za neamortizirane stroške izobraž. in uspos.*				241	227	217	217

*: za leto 2004 se neamortizirani stroški izobraževanja in usposabljanja zaposlenih izračunajo kot: $26*4 + 24*3 + 22*2 + 23 = 241$

PRILOGA 5

Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške poslovnega najema (v tisoč €)

Dinamika stroškov po najemnih pogodbah, znanih na dan 31.12.200X:				
	2006	2007	2008	2009
31.12.2005	15	15		
31.12.2006		35	35	
31.12.2007			86	86
Sedanja vrednost najemov na dan 31.12.200X*:				
31.12.2005	28			
31.12.2006	80			
31.12.2007	193			
Povprečna vrednost najemov:		Obrestna mera		Obresti
2005	28		4,32%	1
2006	54		4,20%	2
2007	136		5,20%	7

*Izračun SV najemov na dan 31.12.200X:

$$SV_{2005} = \frac{15}{1,0432} + \frac{15}{1,0432^2} = 28$$

$$SV_{2006} = \frac{50}{1,042} + \frac{35}{1,042^2} = 80$$

$$SV_{2007} = \frac{121}{1,052} + \frac{86}{1,052^2} = 193$$

PRILOGA 6

Prilagoditev NOPAT in poslovno investiranega kapitala za stroške amortizacije (v tisoč €)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Novi nakupi	2.090	3.264	4.449	2.964	3.288	3.549	10.698	8.883	28.532	16.887	17.445	30.442
Enakomerna časovna amortizacije (10 let)												
1996	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209		
1997		326	326	326	326	326	326	326	326	326	326	
1998			445	445	445	445	445	445	445	445	445	445
1999				296	296	296	296	296	296	296	296	296
2000					329	329	329	329	329	329	329	329
2001						355	355	355	355	355	355	355
2002							1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070
2003								888	888	888	888	888
2004									2.853	2.853	2.853	2.853
2005										1.689	1.689	1.689
2006											1.745	1.745
2007												3.044
skupaj	209	535	980	1.277	1.606	1.960	3.030	3.919	6.772	8.460	9.996	12.714
Rastoče časovno amortiziranje (10 let)												
1996	38	76	114	152	190	228	266	304	342	380		
1997		59	119	178	237	297	356	415	475	534	593	
1998			81	162	243	324	404	485	566	647	728	809
1999				54	108	162	216	269	323	377	431	485
2000					60	120	179	239	299	359	418	478
2001						65	129	194	258	323	387	452
2002							195	389	584	778	973	1.167
2003								162	323	485	646	808
2004									519	1.038	1.556	2.075
2005										307	614	921
2006											317	634
2007												553
skupaj	38	135	314	546	838	1.194	1.745	2.457	3.689	5.227	6.664	8.382
Razlika	-171	-400	-667	-731	-768	-766	-1.285	-1.461	-3.083	-3.233	-3.332	-4.331
Pop.kapitala	171	571	1.238	1.969	2.737	3.503	4.788	6.249	9.332	12.566	15.897	20.228

