

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**KONCEPT EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI IN NJEN  
IZRAČUN ZA PODJETJE HYUNDAI AVTO TRADE D.O.O.**

Ljubljana, junij 2005

KATJA LONGAR

## **IZJAVA**

Študent/ka Katja Longar izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 1.6.2005

Podpis:

# KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. UGOTAVLJANJE USPEŠNOSTI PODJETJA</b> .....	<b>2</b>
2.1. Problem agentov in merjenje uspešnosti podjetja .....	2
2.2. Modeli merjenja uspešnosti podjetja .....	3
2.3. Kritike računovodskih podatkov .....	4
<b>3. EKONOMSKA DODANA VREDNOST - EVA</b> .....	<b>5</b>
3.1. Zgodovinski razvoj ekonomske dodane vrednosti.....	7
3.2. Računovodski dobiček in EVA .....	8
3.3. Izračun ekonomske dodane vrednosti.....	11
3.3.1. Prilagoditve računovodskih podatkov .....	11
3.3.2. Ocena čistega poslovnega dobička s prilagojenim davkom na dobiček .....	12
3.3.3. Ocena višine investiranega operativnega kapitala .....	13
3.3.4. Ocena tehtanega povprečja stroškov kapitala .....	14
3.3.4.1 .Strošek dolga .....	15
3.3.4.2. Strošek navadnega lastniškega kapitala .....	16
3.4. Prednosti in pomanjkljivosti EVA .....	20
3.4.1. Prednosti uporabe ekonomske dodane vrednosti .....	20
3.4.2. Pomanjkljivosti uporabe ekonomske dodane vrednosti .....	22
3.5. Nagrajevanje na osnovi ekonomske dodane vrednosti .....	23
3.5.1. Modeli nagrajevanja managerjev .....	24
3.5.2. Sistem nagrajevanja managerjev, ki temelji na EVA.....	25
<b>4. IZRAČUN EVA ZA PODJETJE HYUNDAI AVTO TRADE</b> .....	<b>27</b>
4.1. Predstavitev podjetja Hyundai Avto Trade d.o.o. ....	27
4.2. EVA za podjetje HAT .....	29
4.2.1. Prilagoditve za izračun NOPAT.....	29
4.2.2. Prilagoditve za izračun investiranega operativnega kapitala (IC).....	31
4.2.3. Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC).....	31
4.2.3.1 .Strošek dolžniškega kapitala .....	32
4.2.3.2 .Strošek lastniškega kapitala.....	32
4.2.3.3 .Tehtano povprečje stroškov kapitala .....	34
4.3. EVA za podjetje HAT v obdobju 2000 - 2004 .....	35
<b>5. SKLEP</b> .....	<b>37</b>
<b>6. LITERATURA</b> .....	<b>39</b>
<b>7. VIRI</b> .....	<b>41</b>



# 1. UVOD

Ekonomska dodana vrednost (angl. Economic Value Added, EVA) se je kot merilo uspešnosti poslovanja podjetja uveljavila najprej v Združenih državah Amerike, nato v Evropi, v zadnjem času pa je tudi v Sloveniji opaziti porast strokovnih prispevkov na to temo in njene uporabe. Razlog za počasno uvajanje koncepta v Evropi (in tudi v Sloveniji) lahko iščemo tudi v različnem pojmovanju cilja poslovanja podjetja. Tu se namreč še vedno zagovarja uravnoteženost interesov med lastniki, zaposlenimi, dobavitelji, kupci in okoljem, medtem ko je v ZDA ta cilj opredeljen s povečevanjem vrednosti lastniškega kapitala.

Model ekonomske dodane vrednosti oz. model EVA so v začetku 80-ih let prejšnjega stoletja razvili v svetovalnem podjetju Stern Stewart & Co. Ekonomski dobiček so definirali kot dobiček, ki ostane, ko od vloženega kapitala odštejemo stroške tega kapitala. Izhaja iz predpostavke, da je temeljni cilj podjetja dolgoročna rast vrednosti enote lastniškega kapitala in tako v ospredje postavlja interese investitorjev, ki so zagotovili kapital za poslovanje podjetja.

V slovenskih strokovnih revijah obstajajo prispevki, v katerih so avtorji na osnovi javno dostopnih podatkov, izračunavali ekonomsko dodano vrednost za slovenska podjetja. V teh raziskavah je večina podjetij dosegala negativen ekonomski dobiček. Kordež (2000, str. 18) meni, da v nekaterih slovenskih podjetjih ta kazalnik izračunavajo, vendar pa uradnega izračuna v letnih poročilih teh podjetij še ni zaslediti.

V pričujočem diplomskem delu prikazujem izračun ekonomske dodane vrednosti na primeru podjetja Hyundai Avto Trade d.o.o. Za doseg tega cilja sem morala najprej pridobiti določeno teoretično znanje. Zato je tudi diplomska naloga vsebinsko razdeljena na dva dela. Prvi, teoretični del, sestavljata dve poglavji, drugi, praktični del pa obsega eno poglavje.

Prvo poglavje je namenjeno opredelitvi problema agentov in predstavitvi dveh modelov merjenja uspešnosti poslovanja podjetja. V tem poglavju so predstavljene tudi najpogostejše kritike računovodskih informacij, saj naj bi, po besedah zagovornikov modela ekonomske dodane vrednosti, slednji le-te odpravljali. Drugo poglavje se osredotoča na ekonomski dobiček – njegovo opredelitev, zgodovinski razvoj ter izračun in podrobnejšo predstavitev komponent izračuna. V tem delu diplomske naloge so predstavljene tudi prednosti in kritike uporabe koncepta, ki jih najpogosteje zasledimo v strokovni literaturi. Poglavje zaključujem s predstavitvijo sistema nagrajevanja managementa na podlagi EVA, saj v podjetju Stern Stewart & Co. pravijo, da je meritveni sistem EVA brez primerljivih načrtov nagrajevanja dolgoročno obsojen na propad. V zadnjem, tretjem poglavju najprej predstavljam podjetje Hyundai Avto Trade, nato pa sledijo rezultati izračuna EVA za to podjetje.

## 2. UGOTAVLJANJE USPEŠNOSTI PODJETJA

Podjetje je uspešno, če doseže zastavljene cilje poslovanja. Le-ti predstavljajo dolgoročna pričakovanja zainteresiranih udeležencev. Na opredelitev temeljnega cilja najbolj vplivajo lastniki, ki pa morajo na dolgi rok upoštevati tudi interese ostalih zainteresiranih udeležencev (angl. stakeholders). Iz tega izhaja pomembnost opredelitve uspešnosti podjetja v obliki merljivega cilja. Le merljivi cilj omogoča uporabnost opredelitve pri odločanju, oblikovanje ustreznih informacij in nadzor (Bergant, 1998, str. 88). V sodobni teoriji poslovnih financ se kot temeljni cilj podjetja navaja maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala (Mramor, 2000, str. 4). Vrednost enote lastniškega kapitala je tem večja, čim višji so pričakovani denarni donosi in čim manjše je tveganje, da ti donosi ne bodo enaki dejanskim. Vrednost je odvisna tudi od časovnega horizonta denarnih donosov: prej kot jih bodo lastniki prejeli, več bodo vredni (Ličen Čok, 2001, str. 45).

Uspešnost podjetja je odvisna tudi od managerjev, vendar pa imajo ti ponavadi svoje interese, zato ni nujno, da bodo delovali v dobro lastnikov. Pojavi se t.i. problem agentov, ki ga opisujem v nadaljevanju.

### 2.1. Problem agentov in merjenje uspešnosti podjetja

Skozi zgodovino sta se v organizacijski obliki podjetja, ki ga imenujemo delniška družba, ločili funkciji lastništva in nadzora. Danes lastniki (principali) velikih podjetij najamejo managerje (agente), da bi vodili podjetje v njihovo dobro (Vrtač, 2000, str. 3). Bistvo problema je, da ima množica delničarjev (lastnikov) v lasti podjetje, vendar je nadzor nad poslovanjem podjetja v rokah strokovnega vodstva (managerji), ki ima ponavadi v lasti le nekaj delnic, njihovi interesi pa se pogosto razhajajo z interesi tihe večine delničarjev. Managerji imajo pri roki podrobne informacije o možnostih podjetja, te pa niso vedno na voljo delničarjem (Stern, Shiely, Ross, 2003, str. 8). Ker imajo managerji svoje interese, je možno, da ne bodo delovali v korist lastnikov. Slednji se lahko za zmanjševanje konflikta agentov poslužujejo sistemov nagrajevanja managerjev na osnovi doseženih rezultatov. Vendar pa mora biti merilo konsistentno s temeljnim ciljem poslovanja, saj bodo managerji, kot racionalni subjekti, skušali optimizirati vrednost meril tako, da bodo maksimirali svojo nagrado. Merilo, ki bo nekonsistentno s temeljnim ciljem poslovanja bo tako rezultiralo v maksimiranju neke druge kategorije (Vrtač, 2000, str. 3-4).

Ker delničarji danes nimajo dostopa do notranjih informacij, za spremljanje uspešnosti svojih podjetij uporabljajo računovodska merila, za katera menijo, da so objektivna, čeprav so lahko neustrezna in popolnoma zavajajoča. Računovodje namreč niso osredotočeni na merila, ki so pomembna za delničarje. Poslanstvo računovodij je, da konservativno vrednotijo sredstva in poslovno stanje podjetja z namenom, ugotoviti preostalo vrednost podjetja pod najslabšimi pogoji. Z računovodskimi podatki uporabniki dobijo občutek, koliko lahko dobijo v primeru, če podjetje propade. Na drugi strani pa delničarji želijo primerjati gotovino, ki jo lahko kadarkoli

dvignejo iz podjetja z gotovino, ki so jo vložili v podjetje. Vrednost gotovine, ki jo lahko dvignejo, je tržna vrednost podjetja (Stern, Shirley, Ross, 2003, str. 9-12).

Da bi lahko ugotavljali uspešnost podjetja in povečevanje njegove vrednosti za delničarje, bi morali imeti na voljo merilo, ki bi (Bergant, 1998, str. 90; Rijavec, 2000, str. 32; Young, O`Byrne, 2000, str. 34):

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

Ker ne obstaja eno merilo, ki bi imelo vse zgoraj našteje lastnosti, je razvitih več modelov merjenja uspešnosti podjetja, ki jih nato ta uporabljajo glede na značilnosti svojega poslovanja.

## **2.2. Modeli merjenja uspešnosti podjetja**

Večino obstoječih modelov merjenja uspešnosti je mogoče razdeliti v dve veliki skupini, ki imata dve različni filozofiji, in sicer (Bergant, 1998, str. 92-93):

- 1) modeli, ki poskušajo oblikovati enotno mero uspešnosti, ki izhaja predvsem iz finančnih kategorij,
- 2) modeli, ki poleg finančnih rezultatov vključujejo tudi druge izide poslovanja podjetij.

Prva skupina modelov bistveno popravlja računovodske informacije in povečuje njihovo izrazno moč tako, da izboljšuje in dopolnjuje računovodski informacijski sistem podjetja. Najpomembnejša predstavnika te skupine modelov sta model ekonomske dodane vrednosti ter model CFROI (angl. Cash Flow Return on Investment) oz. model denarnega toka iz naložb.

Druga skupina modelov običajno klasične računovodske informacije dopolnjuje z nefinančnimi podatki ter oceno »mehkih« področij poslovanja, kar izboljšuje predvsem oceno perspektivnih možnosti podjetja. Najbolj razširjeni in uveljavljeni predstavnik te skupine modelov je model BSC (angl. Balanced Scorecard).

Vsi omenjeni modeli izhajajo iz kritike računovodskih informacij, ki jih opisujem v nadaljevanju.

### **2.3. Kritike računovodskih podatkov**

Eden izmed elementov kritike je dostop zunanjih uporabnikov računovodskih informacij samo do objavljenih informacij. Tako imajo ti uporabniki težave zaradi nepopolnih podatkov, predvsem tistih, ki bi jim pojasnili položaj posameznih temeljnih funkcij podjetja, učinkovitosti dela, itd. Bilančni podatki so usmerjeni v preteklost, uporabniki izkazov pa so praviloma usmerjeni v prihodnost. Naslednja omejitev je tudi dejstvo, da uporabniki računovodskih izkazov dobijo v roke informacije šele nekaj mesecev za tem, ko so nastale. Na podlagi teh sprejemajo potrebne odločitve, obenem pa se zavedajo, da njihove informacije ne zajemajo obdobja od datuma bilanciranja do datuma sprejemanja odločitev (Koletnik, 1994, str. 7-12).

Bergant (1998, str. 92-93) navaja, da računovodske informacije podpirajo usmerjenost v kratkoročne učinke ter da dajejo prednost tistim oblikam naložb, katerih učinki so bolj enostavno in hitreje merljivi. Prav tako te informacije navajajo na obsežnejše naložbe, ki jih je lažje vrednotiti in manj na notranje razvojne projekte, ki jih je težje vrednotiti. Meni, da računovodske informacije dovoljujejo podjetjem z močno premoženjsko osnovo, neučinkovito poslovanje z neizkoriščenimi resursi, dokler je poslovni izid zadovoljiv. Zaradi načela previdnosti prenizko vrednotijo kapital podjetja in pesimistično kažejo finančni položaj podjetja. Pomembna slabost takih informacij pa je tudi dejstvo, da je možno (v skladu z računovodskimi standardi) z različnimi računovodskimi rešitvami pomembno vplivati na izračun nekaterih klasičnih mer uspešnosti.

Ličen Čok (2001, str. 14-15), poleg že omenjenega načela previdnosti, kot slabost računovodskih podatkov navaja, da računovodski izkazi lahko prikažejo kategorije le tako, da jih izrazijo v denarni obliki. Obstajajo pa kategorije, ki jih ne moremo vrednostno izraziti v denarnih enotah (npr. izkušnje in izobrazba, motivacija in starost zaposlenih, organizacija prodajnih poti in prodajne službe, itd). Računovodstvo mora številne poslovne dogodke klasificirati v obvladujoče število računovodskih kategorij. To je deloma v škodo vsebinskim podrobnostim in jasnosti, ki bi lahko dodatno obogatile informacijo, namenjeno uporabniku računovodskih informacij, zajeto v izkazih. Računovodski okvir daje računovodjem pogloblitve smernice o zapisovanju poslovnih dogodkov. Še zmeraj je nekaj področij, na katerih je dovoljenih več različnih interpretacij, to pa je odvisno od posameznega računovodje in njegove osebne presoje. V podjetjih se izdelujejo tudi vmesni računovodski izkazi. Da so tovrstne informacije uporabne, jih morajo uporabniki računovodskih izkazov dobiti pravočasno. Pri izdelavi računovodskih izkazov je potrebnih veliko ocen, to pa povzroča negotovost v izkazih. Čim daljše je časovno obdobje, za katero se pripravlja ocena, tem večje je lahko tveganje. Vrednost denarne enote (kupna moč) se v vseh gospodarstvih spreminja. Bistvena lastnost, ki jo morajo zagotoviti računovodski izkazi, je njihova primerljivost v času, ki pa je lahko ogrožena, če se vrednost denarne enote spreminja. Zato je preprosta primerjava posameznih kategorij iz računovodskih izkazov površna in lahko pelje v napačne poslovne odločitve.



Izkazani računovodski dobiček kot rezultat poslovanja oz. mera uspešnosti podjetja je absolutno število in za uporabnike računovodskih informacij nima zadosti velike informacijske vrednosti. Le-ti želijo primerjavo uspešnosti poslovanja opazovanega podjetja s sorodnimi podjetji. Primerljivost dosežemo tako, da izkazani računovodski dobiček izrazimo glede na neko drugo kategorijo. To naredimo z uporabo kazalnikov, ki primerjajo dve različni kategoriji. Tako dobljene vrednosti kazalnikov lahko uporabniki primerjajo z vrednostjo kazalnikov drugih podjetij, primerjava v času pa jim omogoča opazovanje gibanja njihovih vrednosti (Ličen Čok, 2001, str. 34). Vendar pa je velikokrat težko izbrati sorodna podjetja, ustrezna za primerjavo z dosežki analiziranega podjetja, saj so razlike med podjetji lahko v stopnji diverzifikacije, velikosti, zrelosti, njihovi navzočnosti na tujih trgih in izbiri računovodskih usmeritev. Slabost analize s kazalniki je tudi, da je težko na splošno določiti, kdaj je kak kazalnik dober ali slab. To še otežuje položaj, ko v izsledkih analize dobimo nekaj »dobrih« in nekaj »slabih« vrednosti kazalnikov (Ličen Čok, 2001, str. 44).

Kritiki očitajo tradicionalnim računovodskim, v (letni) poslovni izid naravnanim sodilom, kot sta na primer donosnost sredstev in dobičkonosnost prihodkov, da slabo korelirajo z vrednotenjem podjetij na kapitalskih trgih, pomanjkljivo upoštevajo naložbena tveganja, zanemarjajo dolgoročne posledice, ne upoštevajo bodočih ekonomskih učinkov. Zaradi poslovnoizidnih tokov, opredeljenih pod vplivom različnih računovodskih usmeritev je otežena primerljivost, ne upoštevajo časovne vrednosti denarja. Izrazna moč teh kazalnikov je zaradi vpliva staranja osnovnih sredstev, finančnega najema in dobrega imena (angl. goodwill) ter neupoštevanja strukture virov financiranja okrnjena (Korošec, 2001, str.113).

Če ocenjujemo uspešnost strategije podjetja le na podlagi finančno-računovodskih meril, se moramo, poleg dejstva, da različna merila donosnosti ne upoštevajo celotnih stroškov kapitala, zavedati tudi, da takšna analiza ne vključuje vseh relevantnih informacij, ki jih managerji potrebujejo pri svojih odločitvah. Sistem merjenja uspešnosti poslovanja je treba razvijati v sistem uravnoteženih kazalcev, ki ga sestavljajo tako finančni kot nefinančni kazalci. Če bi izhajali samo iz finančnih kazalcev, bi dolgoročni vidik poslovanja lahko postal podrejen kratkoročnemu (Lahovnik, 2003, str. 46).

Na osnovi kritik računovodskih informacij, se je razvil tudi model ekonomske dodane vrednosti, ki med drugim odpravlja v strokovni literaturi največkrat zapisano kritiko računovodskih informacij, t.j. neupoštevanje stroškov lastniškega kapitala.

### **3. EKONOMSKA DODANA VREDNOST - EVA**

V osemdesetih letih prejšnjega stoletja so raziskovalci na podlagi raziskav številnih večjih ameriških, angleških in japonskih podjetij ugotovili, da se v praksi iščejo drugačne metode merjenja uspešnosti poslovanja managerjev, projektov in podjetij. Glavni razlogi za iskanje novih metod za te namene so naslednji (Hočevvar, 2002, str. 85):

- Uvaja se sodobno proizvodnje (računalniško oblikovanje proizvodov, računalniško vodenje proizvodnje, prilagodljivi sistemi proizvodnje, robotizacija proizvodnje pa tudi proizvodjalni način »ob pravem času«).
- Tradicionalno računovodsko merjenje uspešnosti poslovanja spodbuja poslovodje bolj k učinkovitemu kot pa k uspešnemu poslovanju. Poslovodje si prizadevajo dosegati kratkoročne cilje podjetja, ne pa dolgoročnih. Spremenjene zunanje okoliščine poslovanja (svetovna povezanost poslovanja, skrajševanje življenjskih ciklov proizvodov in drugo) pa zahtevajo predvsem strateško odločanje podjetij.
- Poslovodno računovodstvo je pod vplivom finančnega računovodstva, kar pomeni, da se metode razmišljanja prenašajo iz finančnega tudi v poslovodno računovodstvo. Potrebe uporabnikov informacij obeh računovodstev pa so popolnoma različne.

Tako je leta 1982 svetovno podjetje Stern Stewart & Co. razvilo koncept ekonomske dodane vrednosti – EVA<sup>1</sup>, ki ga je tudi zaščitilo kot svojo blagovno znamko. EVA je dobiček, ki ostane, ko od vloženega kapitala odštejemo stroške tega kapitala (Stern, Shiely, Ross, 2003, str. 21). Koncept EVA skuša približati tradicionalno računovodsko merjenje poslovnega uspeha, ki med žrtvami upošteva le ceno tujih virov financiranja, ekonomskemu poslovnemu izidu, ki upošteva, da imajo tudi lastniški viri financiranja svojo ceno, povezano z oportunitetnimi stroški (Korošec, 2001, str. 104). Ti stroški so donos, ki bi ga delničarji podjetja lahko dosegli, če bi ta denar naložili zunaj podjetja v enako tvegano naložbo. V nasprotju s tradicionalnimi merili uspešnosti, ki v izračunu upoštevajo le stroške dolga, ekonomska dodana vrednost torej vključuje tudi stroške lastniškega kapitala (Mäkeläinen, 1998). Koncept ekonomskega dobička omogoča managementu, da vidi podjetje tako, kot ga vidijo lastniki ter sprejema odločitve tako, da izpolnjuje pričakovanja lastnikov t.j. večja vrednost kapitala (Lukežič, 2000, str. 105).

Koncept ekonomskega dobička lahko uporabljamo pri (Bolčič, 1999, str. 11):

- oceni uspešnosti podjetja kot celote;
- oceni uspešnosti posameznih podjetij v korporaciji in posameznih poslovnih enot oziroma prodajnih programov;
- oceni upravičenosti naložbenih projektov (dejansko se koncept za ta namen uporablja že zelo dolgo kot ocena neto sedanje vrednosti naložbe);
- oceni upravičenosti uvajanja novih prodajnih programov ali izdelkov;
- oceni ustreznosti in izbiri različnih možnih razvojnih strategij;
- oceni upravičenosti združevanj, nakupov ali izločitev podjetij ali delov podjetij;
- oceni uspešnosti poslovnega preobrata;
- oblikovanju politike dividend (podjetje lahko zadrži ustvarjeni dobiček le, če ga lahko vloži v projekte, ki bodo ustvarjali ekonomski dobiček in večali vrednost kapitala podjetja, v nasprotnem primeru je bolje, da ga izplača delničarjem v obliki dividend).

Pri sodobnih metodah merjenja uspešnosti, med katere sodi tudi EVA, ne gre za korenite, revolucionarne spremembe v spremljanju poslovanja, temveč za nadgradnjo, evolucijo obstoječega spremljanja poslovanja (Hočevar, 2002, str. 85-86). Ekonomska dodana vrednost je

---

<sup>1</sup> V slovenski strokovni literaturi se uporablja tudi izraz ekonomski dobiček.

le ena od oblik rezidualnega oziroma preostalega dobička, ki ga je že leta 1890 opredelil Alfred Marshall (Mäkeläinen, 1998). Ugotovil je, da mora dobiček podjetja, ki želi zaslužiti, pokriti operativne stroške, hkrati pa lastnikom investiranega kapitala zagotoviti normalen donos. Šele potem lahko rečemo, da je podjetje poslovalo z dobičkom.

### **3.1. Zgodovinski razvoj ekonomske dodane vrednosti**

Trije ekonomisti 20. stoletja so zaslužni za to, da se je koncept ekonomskega dobička začel uporabljati za vrednotenje podjetij. Prvi je bil Irving Fisher, ki je predstavil temeljno povezavo med neto sedanjo vrednostjo podjetja in tokom njegovih diskontiranih pričakovanih denarnih tokov. Nobelova nagrajena Franco Modigliani in Merton Miller pa sta dokazala, da so investicijske odločitve podjetja, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost, glavni dejavnik vrednosti podjetja in cene njegove delnice (Grant, 2003, str. 3-4). Pokazala sta tudi, da je osnovni vodnik vrednosti ekonomski in ne računovodski dobiček ter da je stopnja donosa premosorazmerna tveganju. Kot rezultat sta se razvila model diskontiranega denarnega toka, ki upošteva časovno vrednost denarnih tokov in model neto sedanje vrednosti, ki povezuje časovno vrednost denarnih tokov s tveganjem. Kljub temu pa so managerji še dolgo časa vztrajali pri tradicionalnih računovodskih merilih. Za to sta vsaj dva razloga: neuporabnost sodobnih modelov kot osnov za nagrajevanje in stimuliranje managementa ter ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala. K premagovanju slednjega problema sta veliko pripomogla Harry Markowitz in William Sharpe, ki sta razvila model določanja cen dolgoročnih naložb za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala oz. CAPM model (Vrtač, 2000, str. 10).

Drugi mejnik v razvoju modela ekonomske dodane vrednosti predstavlja teorija agentov, katere avtorja sta William Meckling in Michael Jensen. V velikih podjetjih je zaradi ločevanja lastništva in nadzora pričakovati, da bodo managerji delovali v svojo korist na račun lastnikov. Slednji morajo zato vzpostaviti ustrezne mehanizme nadzora, s čimer so povezani stroški. To so t.i. stroški agentov. Pojavile so se različne rešitve tega problema, ključno vlogo pa so odigrali sistemi nagrajevanja in stimuliranja, na katere je potrebno vezati doseganje ekonomskega dobička (Kosi, 2004, str. 28). Temeljno zasnovo preostalega dobička je leta 1982 dokončno razvilo ameriško svetovalno podjetje Stern Stewart & Co., ki je izdelalo model ekonomske dodane vrednosti (Kosi, 2004, str.10).

Glavna spodbuda za začetek uporabe ekonomskega dobička v finančnem poslovanju podjetij je bila deregulacija trgov blaga in kapitala. Do osemdesetih let prejšnjega stoletja je večina evropskih držav varovala svoja podjetja pred ameriškimi in japonskimi tekmeci. Zaradi integracije Evrope in globalnih trendov proste trgovine, se evropska podjetja niso mogla več uspešno boriti pred prodorom tuje konkurence. Liberalizacija trgovine je potrošnikom prinesla možnost izbire, ki je prej niso imeli. V takšnem okolju so lahko podjetja potrošnikom zagotavljala največjo vrednost ali pa so izgubila tržni delež in propadla. Trend deregulacije komercialnih trgov se je počasi razširil tudi na kapitalske trge. Na to je vplival tudi razvoj trgov vrednostnih papirjev, napredek informacijske tehnologije, sekuritizacija, izvedeni vrednostni

papirji in privatizacija. Investitorji so postali bolj obveščeni in zahtevni (Young, O`Byrne, 2000, str. 8-9).

Na deregulacijo kapitalskih trgov je v veliki meri vplival tudi razvoj pokojninskih skladov, katerih naložbe upravljajo profesionalni upravljavci denarja. Njih zanima le dobičkonosnost poslovanja podjetja, ker jih po tem presojuje njihovi klienti. Če jim podjetje ne zagotavlja vrednosti oziroma dobička, svoj denar naložijo v podjetja, ki jim vrednost prinašajo (Young, O`Byrne, 2000, str. 9-10).

Koncept EVA se je najprej pričel uveljavljati v ZDA, kasneje se je prenesel v Evropo, v zadnjem času pa vse več literature zasledimo tudi v Sloveniji. V Evropi se je začel uporabljati razmeroma pozno, ker so tam cilji poslovanja podjetja določeni nekoliko drugače kot v ZDA. V Evropi se še zmeraj glasno zagovarja uravnoveženost interesov med lastniki, zaposlenimi, dobavitelji, kupci in okoljem (Petrič, 2004, str. 20). Aktivna vloga delničarjev je v evropskih podjetjih prišla do izraza šele v zadnjih petih, desetih letih (Rijavec, 2000, str. 33).

V slovenskih podjetjih se v zadnjih letih kot merilo za presojo uspešnosti poslovanja uporabljata tudi kazalnika dobiček in donosnost lastniškega kapitala (ROE) (Javornik, 2003, str. 51). Verjetno ekonomski dobiček na osnovi razpoložljive literature in seminarjev izračunavajo tudi nekatera slovenska podjetja, čeprav uradnega izračuna v letnih poročilih še ni zaslediti (Kordež, 2000, str. 18). Kordež (2000, str. 27) je za leto 1999 izračunal EVA za 43 izbranih pomembnejših slovenskih podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Ob predpostavljani 8 do 10 % pričakovani donosnosti kapitala, je le 8 podjetij dosegalo pozitivno ekonomsko dodano vrednost (ustvarilo zadosti, da so iz rezultata pokrila tudi stroške kapitala). Zadnja raziskava (Petrič, 2005, str. 2-3) zajema podjetja, katerih delnice sestavljajo borzni indeks SBI 20. V letu 2004 so ekonomski dobiček dosegala le 3 podjetja<sup>2</sup>.

### **3.2. Računovodski dobiček in EVA**

Če kot vhodni podatek pri analizi uspešnosti poslovanja podjetja uporabimo računovodski dobiček, se moramo zavedati njegovih poglobitvenih pomanjkljivosti (Ličen Čok, 2001, str. 32):

- Izkazani dobiček obravnavanega obdobja je rezultat opravljanja osnovne dejavnosti, vplivov iz prejšnjih let in izrednih dogodkov v tem obdobju. Zato je smiselno tak dobiček najprej analizirati z vidika njegovega vira in pri analizi upoštevati le dobiček iz osnovne dejavnosti.
- Tako ugotovljeni dobiček je smiselno prikazati v gibanju in v primerjavi s planom, upoštevati pa je potrebno tudi vpliv inflacije.
- Analiza absolutnih zneskov ne zadošča, zato je nujna tudi primerjava izpeljanih kazalnikov v času in v skladu s planom podjetja.

---

<sup>2</sup> Cena dolžniškega kapitala je v raziskavi privzeta nominalno šest oz. sedem odstotkov (za podjetja s slabšimi poslovnimi rezultati). Pri izračunu stroškov lastniškega kapitala je uporabljen model CAPM. Za netvegano stopnjo donosa je uporabljena štiriodstotna donosnost 11-letne državne obveznice, premija za tržno tveganje pa je ocenjena na 5,9 %. Pri količnikih beta so uporabljene ocenjene evropske bete panog, v katerih posluje posamezno podjetje.

Model ekonomske dodane vrednosti izhaja iz predpostavke, da je temeljni cilj poslovanja podjetja dolgoročna rast vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala. Le-ta je odvisna od čiste sedanje vrednosti pričakovanih donosov, ki je opredeljena s (Bergant, 1998, str. 93–94):

- pričakovanimi čistimi denarnimi pritoki lastnikom,
- časovno razporeditvijo denarnih tokov,
- tveganjem denarnih tokov.

Z modelom ekonomske dodane vrednosti ne ugotavljamo vrednosti lastniškega kapitala, temveč njegovo povečanje ali zmanjšanje. Ekonomski dobiček se razlikuje od računovodsko ugotovljenega dobička predvsem zaradi dveh temeljnih načel (Bolčič, Cerjak, 1999, str. 51):

1. s celotnimi sredstvi podjetja je treba ustvariti več, kot je strošek vseh obveznosti do virov financiranja, pokriti je treba torej tudi strošek kapitala, ki je odvisen od donosnosti možnih alternativnih naložb pri enakem tveganju;
2. ekonomski dobiček je odraz uspešnosti osnovnega poslovanja in ne slučajnih oziroma občasnih prihodkov, saj le tak dobiček dolgoročno povečuje tržno vrednost delnice, zato se posebej izračunava cena t.i. operativnega kapitala.

EVA je znesek, za katerega so donosi podjetja večji ali manjši od donosov, ki bi jih po minimalno zahtevani donosnosti lahko dosegli delničarji in posojilodajalci z drugimi naložbami s primerljivim tveganjem (Korošec, 2001, str. 105). EVA torej meri, ali dobiček iz osnovne dejavnosti podjetja zadostuje za pokritje vseh stroškov investiranega kapitala (Mäkeläinen, 1998). Po Stewartu ekonomsko dodano vrednost dobimo, če od čistega dobička iz poslovanja po prilagojenih davkih odštejemo stroške kapitala (Petrič, 2004, str. 18):

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

kjer je:

*EVA* – ekonomska dodana vrednost;

*NOPAT* – čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (angl. Net Operating Profit After Taxes);

*WACC* – cena investiranega kapitala, izračunana kot tehtano povprečje stroškov dolžniškega in lastniškega kapitala (angl. Weighted Average Cost of Capital);

*IC* – investirani kapital (angl. Invested Capital), tako lastniški kot dolžniški kapital.

EVA je možno izračunati tudi na naslednji način (Kordež, 2000, str.18):

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

kjer je:

*EVA* – ekonomska dodana vrednost;

- ROIC* – dosežena donosnost na celotni investirani kapital (angl. Return on Invested Capital), ki je izračunana kot razmerje med NOPAT in IC;
- WACC* – tehtano povprečje stroškov kapitala;
- IC* – investirani kapital.

Investitorji vlagajo kapital v podjetje zaradi pričakovanega donosa ob danem tveganju. Večje kot je tveganje, višji morajo biti pričakovani donosi. Ustvarjeni donos, ki je enak pričakovanemu, ohranja vrednost naložb investorjev. Samo donos, ki je večji od pričakovanega, povečuje vrednost naložb investorjev in vpliva na višanje cene delnice. Ta donos odraža ekonomski dobiček. Če je donos nižji od pričakovanega, potem imamo opraviti z ekonomsko izgubo, ki zmanjšuje vrednost naložb investitorjem. Ekonomski dobiček določenega obdobja je tok vrednosti lastniškega kapitala in je znesek, ki nam pove, za koliko je podjetje povečalo vrednost naložb svojih investorjev (Lukežič, 2000, str. 105).

Ekonomska dodana vrednost je sicer izražena v absolutnem znesku, pomembno pa je predvsem, ali je pozitivna ali negativna (Kosi, 2004, str. 32). Če je ekonomska dodana vrednost večja od 0 pomeni, da je podjetje poslovalo zelo uspešno, saj je preseгло pričakovanja investorjev. Ker je donos vseh investorjev, razen investorjev navadnega lastniškega kapitala, ponavadi določen vnaprej, pomeni ekonomska dodana vrednost povečanje vrednosti lastnikov navadnega lastniškega kapitala. Povečanje predstavlja dodatni donos, ki presega zahtevanega, podjetje pa na ta način tekoče povečuje premoženje svojih delničarjev. V kolikor je ekonomska dodana vrednost 0, je donos poslovno investiranega kapitala enak stroškom le-tega, podjetje pa ravno še dosega zahtevan donos na kapital. Podjetje je torej poslovalo uspešno, saj je investitorjem zagotovilo ravno tak donos, kakršnega so pričakovali. Negativna ekonomska dodana vrednost pa pomeni neuspešno poslovanje podjetja, saj le-to ni pokrilo vseh stroškov kljub temu, da morda izkazuje pozitivni računovodski dobiček. Vlagatelji kapitala, ki so imeli vnaprej določene donose, so jih realizirali, investitorji navadnega lastniškega kapitala pa na vloženi kapital niso dosegli želene donosnosti. Ker je realizirana donosnost nižja od zahtevane, takšno podjetje uničuje vrednost svojih delničarjev. Ekonomska dodana vrednost je lahko v podjetju v določenih obdobjih tudi negativna. To se lahko zgodi v začetnem obdobju izvajanja ambicioznega in razvojno zahtevnega investicijskega programa.

Podjetje lahko poveča ekonomsko dodano vrednost, če zniža stroške in davke ter posledično zviša (neto) dobiček po davkih. Ta način govori o racionalizaciji poslovanja, saj se s povečanjem produktivnosti in zmanjšanjem stroškov poveča dobiček. Podjetje lahko zmanjša investirani kapital, kjer poslovni dobiček ne dosega stroškov le-tega. To lahko stori preko izboljšanja upravljanja z obratnimi sredstvi (povečanje obrata zalog, zmanjšanje terjatev), odprodaje presežnih zmogljivosti ter znižanja oziroma odprodaje neposlovno investiranega kapitala. Tudi investiranje v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo povečuje EVA, saj poslovni dobiček takšnih projektov presega stroške investiranega kapitala. Naslednja možnost je znižanje tehtanega povprečja stroškov virov financiranja preko spremembe strukture virov financiranja. Podjetje mora skušati doseči takšno strukturo financiranja, ki mu povzroča čim nižje stroške financiranja in s tem večjo ekonomsko uspešnost (Lukežič, 2000, str. 107; Fortuna, 2003, str. 24–25).

Na dolgi rok je rast ekonomske dodane vrednosti posledica rasti poslovanja – širjenja obstoječega poslovanja ali prevzemanja novega posla, vse s primernim nadzorom nad kapitalom (Stern, Shiely, Ross, 2003, str. 76).

### **3.3. Izračun ekonomske dodane vrednosti**

Da bi lahko iz računovodskih podatkov, ki so na voljo, izračunali EVA, jih je potrebno ustrezno prilagoditi.

#### **3.3.1. Prilagoditve računovodskih podatkov**

Analize so pokazale, da je zaradi načela konzervativnosti v računovodskem procesu, korelacija med tržnimi in računovodskimi vrednostmi šibka. Računovodski izkazi ne dajejo informacij o denarnih vložkih, ki so jih vlagatelji ob upoštevanju stopnje tveganja vložili v podjetje (Ličen Čok, 2001, str. 53). Računovodskih prilagoditev je najprej deležen izkaz poslovnega izida, kjer se vrednosti, temelječe na načelu upoštevanja poslovnega dogodka, preoblikujejo v dobiček iz poslovanja na podlagi denarnega toka in se izločijo vplivi finančnih odločitev na ta dobiček. Te prilagoditve se dopolnjujejo s prilagoditvami v bilanci stanja za izračun investiranega kapitala (Grant, 2003, str. 169).

Družba Stern Stewart & Co. je identificirala 164 možnih popravkov računovodskih podatkov. V praksi se podjetja poslužujejo 5 do 10 najpomembnejših, ki pa so za vsako podjetje različni. Popravki služijo trem namenom: zmanjšujejo računovodski konzervativizem, zmanjšujejo manipuliranje z dobičkom, popravljajo pretekle računovodske napake (Riceman, Cahan, Lal, 2002, str. 5). Da bi se lažje odločili, koliko popravkov je potrebnih, lahko upoštevamo naslednja merila (Ličen Čok, 2001, str. 53):

- učinki vpeljanih prilagoditev morajo biti opazni;
- na voljo morajo biti vse potrebne informacije;
- popravke bi moralo razumeti tudi nefinančno osebje (zaradi vloge ekonomskega dobička pri poslovanju);
- zaposleni, predvsem poslovodstvo na vseh ravneh, bi morali imeti vpliv na kategorijo, za katero se vpeljuje sprememba;
- prilagoditev izvirnih računovodskih podatkov je treba vsebinsko razložiti zaposlenim, širšemu poslovodstvu in lastnikom;
- sprememba obravnavanja računovodskih kategorij naj bo dokončna;
- vpeljava vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov za izračun ekonomskega dobička naj le-tega bolj približa tržni vrednosti podjetja.

Glede na stopnjo natančnosti prilagoditev računovodskih izkazov za izračun kazalnika EVA, lahko uporabimo štiri prilagoditve. Vsaka prilagoditev privede do nekoliko drugačne ekonomske dodane vrednosti.

Osnovna prilagoditev pomeni upoštevanje izvirnih računovodskih podatkov brez kakršnihkoli vsebinskih prilagoditev (Horvat, 2000, str. 18). Pri izračunu ekonomske dodane vrednosti je potrebno dodatno upoštevati samo še stroške poslovno investiranega kapitala. Rezultat te prilagoditve je bazična ekonomska dodana vrednost. Le-ta predstavlja razliko med računovodsko izkazanim dobičkom iz poslovanja v izkazu poslovnega izida in stroški celotnega kapitala v bilanci stanja. Pri tem izračunu so ohranjene vse anomalije računovodskega procesa, saj izvorni računovodski izkazi niso popravljeni. Ker pa upošteva tudi stroške navadnega lastniškega kapitala, je boljše merilo poslovne uspešnosti kot računovodski dobiček (Kosi, 2004, str. 36).

Prilagoditev, ki je narejena na podlagi javno dostopnih podatkov, je razkrita prilagoditev (Horvat, 2000, str. 18). Uporabljenih je okoli 10 standardnih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov. EVA, izračunana na takšen način, je boljši kazalec poslovne uspešnosti kot bazična, vseeno pa ostaja preslabo sodilo poslovne uspešnosti za notranje poslovodstvo (Kosi, 2004, str. 36).

Če izračun EVA prilagodimo glede na osnovno dejavnost, organizacijsko strukturo, strategijo ter izbrano računovodsko politiko konkretnega podjetja, dobimo podjetju prirojeno ekonomsko dodano vrednost. V podjetju Stern Stewart & Co. menijo, da v tem primeru zadostuje do 15 prilagoditev in da mora biti način izračuna, ko je enkrat določen, stalen (Kosi, 2004, str. 36).

Prava prilagoditev omogoča najnatančnejši izračun ekonomske dodane vrednosti. Uporabljene so vse relevantne vsebinske prilagoditve računovodskih podatkov (Horvat, 2000, str. 18). Takšen izračun je teoretično najbolj primeren in natančen, ker upošteva tudi natančno izračunani strošek kapitala za vsak del (enoto) podjetja. Prava prilagoditev zahteva veliko znanja, povzroča pa tudi previsoke stroške, ki ne opravičujejo njene informacijske dodane vrednosti pri uporabi (Kosi, 2004, str. 36-37).

Pri izbiri konkretnega načina izračuna zneska EVA, je potrebno tehtati med večjo natančnostjo in zapletenostjo izračuna ter manjšo razumljivostjo na eni strani in manjšo natančnostjo ter večjo enostavnostjo in boljšo razumljivostjo kategorije EVA za njene uporabnike na drugi strani (Korošec, 2001, str. 109).

Iz enačb (1) in (2) je razvidno, da moramo za oceno ekonomskega dobička poznati tri bistvene elemente: tehtano povprečno ceno (strošek) investiranega kapitala, višino čistega dobička iz poslovanja po prilagojenih davkih ter višino investiranega kapitala (Cook, Bolčič, 1997, str. 6-9), ki jih opisujem v nadaljevanju.

### 3.3.2. Ocena čistega poslovnega dobička s prilagojenim davkom na dobiček

Lastnike podjetja zanima kako management upravlja s celotnimi sredstvi podjetja. Več kot je ustvarjenega denarnega toka s temi sredstvi, bolj so vlagatelji zadovoljni. Z izračunom čistega



poslovnega dobička s prilagojenim davkom na dobiček (NOPAT) skušamo ugotoviti, kako management upravlja s poslovnimi sredstvi podjetja (Cook, Bolčič, 1997, str. 26).

NOPAT ne predstavlja neposredno knjigovodsko opredeljenega izida iz poslovanja podjetja, temveč prilagoditev le-tega tako, da bi izločil računovodsko pogojene anomalije in ga približal resničnemu ekonomskemu izidu (Korošec, 2001, str. 107). Je rezultat prihodkov od prodaje, ki predstavljajo denarni priliv podjetja, poslovnih odhodkov, ki predstavljajo denarni odliv podjetja, amortizacije, ki predstavlja strošek uporabe osnovnih sredstev in prilagojenega davka na dobiček, ki predstavlja znesek davka, ki bi ga plačali, če bi bil dobiček iz poslovanja osnova za obračun davka. Pove nam, kako je bilo podjetje uspešno pri svoji poslovni dejavnosti in predstavlja znesek, ki pripada vlagateljem (Cook, Bolčič, 1997, str. 8). Učinki postavke, ki ne odraža vpliva managementa, ne smejo biti vključeni v izračun NOPAT (Cook, Bolčič, 1997, str. 26). Model ekonomskega dobička torej uporablja NOPAT kot tisti rezultat poslovanja podjetja, ki najbolje izraža dolgoročno sposobnost podjetja, da ustvarja denarne tokove za investitorje iz osnovne dejavnosti podjetja, ob tveganju, ki je značilno za to dejavnost. Čisti poslovni dobiček v tem modelu je donos, ki je rezultat izključno osnovne dejavnosti podjetja v poslovnem letu (Bolčič, 1998). Vlagatelji namreč v podjetje investirajo zaradi osnovne dejavnosti, saj le-ta vsebuje določene vrste in višine tveganj. Podjetje izberejo zaradi tega tveganja in pričakovanega donosa, ki je s tem tveganjem povezan (Cook, Bolčič, 1997, str. 7).

### 3.3.3. Ocena višine investiranega operativnega kapitala

Za razliko od lastnika oz. delničarja, za katerega je pomemben vloženi lastniški kapital in njegova donosnost, je z ekonomskega vidika pomemben celotni kapital, ki je angažiran v poslovanju podjetja. Izražen je z vrednostjo celotnega premoženja (aktivne) podjetja. Ekonomski vidik kapitala torej sledi logiki: s celotnimi vloženi sredstvi (kapitalom) je potrebno ustvariti več, kot je strošek vseh virov financiranja (celotne pasive). V tem smislu so strošek financiranja ne samo obresti posojilodajalcev, temveč tudi denarni pritoki (razpoložljivi dobiček za izplačilo dividend), ki jih pričakujejo lastniki podjetja. Presežek dobička, ki je na voljo lastnikom potem, ko so pokriti vsi stroški, je ustvarjeni ekonomski dobiček, ki povečuje vrednost lastniškega kapitala podjetja (Bergant, 1997, str. 134-135).

Kolikšna je višina investiranega operativnega kapitala, lahko ugotovimo na dva ekvivalentna načina (Ličen Čok, 2001, str. 60):

- poslovno-operativni pristop opredeli višino investiranega kapitala kot razliko med celotnimi sredstvi (ali celotnimi obveznostmi do virov sredstev) in vsemi obveznostmi do virov sredstev, ki se ne obrestujejo ter tistimi naložbami sredstev, ki niso povezane s poslovno dejavnostjo podjetja;
- finančni pristop opredeli višino investiranega operativnega kapitala kot vsoto vseh virov financiranja, uporabljenih pri opravljanju poslovne dejavnosti podjetja.

Pri ugotavljanju vrednosti poslovno investiranega kapitala v teoriji ni soglasja, ali naj se uporabljajo začetne vrednosti obravnavanega obdobja ali pa je boljša uporaba povprečnih vrednosti.

Pojavlja se tudi vprašanje, ali naj se za izračun EVA uporabi knjižna ali tržna vrednost lastniškega kapitala. Če za izračun uporabimo knjižno vrednost kapitala, se vrednost investiranega operativnega kapitala oceni s pomočjo ustrezno prilagojenih podatkov iz bilance stanja (Kosi, 2004, str. 50). Investirani kapital so tako dolgoročne poslovne naložbe podjetja (nematerialne, materialne in poslovne finančne naložbe) in obratni kapital (čista obratna sredstva) (Bolčič, 1998). Poleg teh postavk upoštevamo še vsebinske prilagoditve računovodskih izkazov, ki vplivajo na investirani operativni kapital.

Ob uporabi tržne vrednosti kapitala je potrebno poznati tržne vrednosti vseh virov, s katerimi se financira investirani operativni kapital. Na razvitih kapitalskih trgih so te vrednosti ponavadi znane, zato je vsebinsko najbolj pravilno, da se za izračun EVA uporabi tržna vrednost investiranega operativnega kapitala. Še posebno pa to velja v primeru, ko so tržne vrednosti posameznih virov financiranja višje od knjižnih vrednosti. Uporaba tržnih vrednosti je utemeljena z dejstvom, da investitorji zahtevajo ustrezen donos na svoja sredstva. Če so na trgu kapitala za delnico plačali tržno ceno, bo njihov pričakovani donos temeljil na denarnem znesku, potrebnem za nakup delnice, saj vlagatelj delnice na trgu lahko proda le po tržni vrednosti (Kosi, 2004, str. 50).

Na nerazvitih kapitalskih trgih, kamor sodi tudi slovenski, je skoraj nemogoče ugotoviti tržno vrednost virov financiranja. V takšnih razmerah je verjetno priporočljiva uporaba knjižnih vrednosti, čeprav koncept ekonomske dodane vrednosti temelji na tržnih vrednostih (Ličen Čok, 2001, str. 60-61).

#### 3.3.4. Ocena tehtanega povprečja stroškov kapitala

Stroški kapitala imajo velik vpliv na vrednost podjetja in ceno njegovih delnic. Zato je za managerje in vlagatelje pomembno, da vedo, kako se te stroške (še posebej stroške lastniškega kapitala) meri (Grant, 2003, str. 217). Pri izračunu stroška kapitala se upošteva vse vrste financiranja: prednostne in navadne delnice, dolgovi, dolgoročni poslovni in finančni najemi (Bolčič, 1998).

Stroški kapitala temeljijo na pričakovanih in ne na zgodovinskih donosih. So oportunistni stroški, ki izražajo donose, ki jih investitorji pričakujejo od drugih naložb, ki so enako tvegane. Vsi investitorji so tveganju nenaklonjeni – eni bolj, drugi manj. To ne pomeni, da tveganja nočejo nositi. Za nošenje tveganja pričakujejo plačilo v obliki višjega donosa (Young, O`Byrne, 2000, str. 162). Različno tveganje za investitorje za podjetje pomeni različne stroške kapitala. Vendar pa stroški kapitala niso odvisni samo od stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala, temveč tudi od deleža posamezne oblike financiranja v strukturi kapitala, torej od strukture kapitala podjetja.

Sprememba strukture kapitala vpliva na povečanje ali zmanjšanje stroškov financiranja podjetja, in sicer v skladu z načelom finančnega vzvoda. S povečevanjem dolga v strukturi kapitala se namreč povečuje tveganje, ki ga nosijo delničarji oz. lastniki podjetja. Ob naraščanju uspešnosti poslovanja se lastnikom, zaradi uporabe dolga, donosnost poveča bolj kot bi se, če bi projekt v celoti financirali z lastniškim kapitalom. Vendar pa v »slabih časih«, ko gre podjetju slabo, uporaba dolga, zaradi obveznega plačila obresti, lahko ogrozi obstoj podjetja in ga celo pripelje v stečaj. Lastnikom gre torej še slabše, kot če dolga ne bi uporabili za financiranje podjetja (Berk et al., 2002, str. 156).

Strošek celotnega kapitala podjetja se izračuna kot tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. Weighted Average Cost of Capital, WACC), ki jo v skrajšani obliki zapišemo kot (Ličen Čok, 2001, str. 62):

$$WACC = \sum w_i * r_i = w_1 * r_1 + w_2 * r_2 + \dots + r_n * k_n \quad (3)$$

kjer je:

$w_i$  – delež posameznega vira financiranja v celotnem kapitalu;

$r_i$  – strošek posamezne vrste vira financiranja;

$n$  – število različnih virov financiranja.

Pri izračunu povprečnega stroška kapitala je potrebno upoštevati vse tiste oblike virov financiranja, ki za podjetje pomenijo strošek. Ker je donos na kapital obdavčen, obresti, kot cena dolžniškega financiranja pa ne, je v primerih izračuna EVA vedno upoštevano davčno primerljivo obravnavanje stroškov enega in drugega financiranja (Kordež, 2000, str. 24). Obresti so kot strošek financiranja odbitna postavka v izkazu poslovnega izida, zato jih ustrezno prilagodimo z efektivno davčno stopnjo, ki v skladu z zakonodajo »obremenjuje« poslovni izid. Tako v izračunu WACC upoštevamo stroške dolga po davkih. Tiste vire financiranja, ki ne zahtevajo plačila obresti ali kakšne druge vrste plačila, v izračunu WACC ne upoštevamo. Stroški teh virov so namreč upoštevani v poslovnih stroških podjetja (Ličen Čok, 2001, str. 62-63).

Dolg podjetja je lahko kratkoročen in dolgoročen, meja med njima je običajno eno leto. Dolg, katerega doba vračanja je več kot eno leto, je dolgoročen. V splošnem velja, da je stroške dolžniškega kapitala relativno enostavno določiti, saj so neposredno razvidni iz plačil obresti in ostalih pripadajočih stroškov (Kosi, 2004, str. 54). Podjetje lahko, poleg dolga ter navadnega lastniškega kapitala, za financiranje uporablja tudi prednostne delnice, vendar stroške slednjih puščam ob strani, saj se obravnavano podjetje s tem virom ne financira.

#### 3.3.4.1. *Strošek dolga*

Podjetje do dolžniškega kapitala lahko pride z najetjem kredita (načeloma pri banki ali drugje), z zakupom ali pa z izdajo obveznic oziroma drugih dolžniških papirjev. Če ima podjetje že izdane obveznice, potem lahko s pomočjo podatkov o teh obveznicah ugotovimo ceno, po kateri se

lahko zadolžuje. Tržna cena namreč odraža zahtevano donosnost kupcev obveznic. Podjetje mora stroške izdaje nove serije obveznic odšteti od izkupička od prodaje novih obveznic in posledično so stroški dolžniškega kapitala višji (Berk et al., 2002, str. 81-82).

Če se z dolgom podjetja ne trguje na borzi, si lahko pomagamo na več načinov. Lahko uporabimo podatke o stroških dolga drugih, po tveganju primerljivih podjetij ali trenutno obrestno mero poslovne banke, pri kateri ima podjetje najeto posojilo. Lahko pa upoštevamo trenutno obrestno mero poslovnih bank za posojila pravnim osebam (Kosi, 2004, str. 54; Ličen Čok, 2001, str. 63).

Davek na dobiček zmanjšuje stroške obresti po davkih. Obresti so ponavadi odbitna postavka od davčne osnove kar pomeni, da večja zadolženost podjetja zmanjša obseg davkov, ki jih mora plačati podjetje. Obseg davkov ravno tako znižujejo tudi stroški v zvezi s pridobitvijo dolžniškega kapitala (Berk et al., 2002, str. 82).

Vendar pa se pojavi vprašanje, ali naj se pri izračunu upoštevajo dejanski stroški financiranja ali pa neka predpostavljena obrestna mera. Če se uporabi predpostavljena obrestna mera se postavi vprašanje, kaj je z učinki dobre finančne politike v podjetju, ki uspe zagotoviti bistveno ugodnejše vire in s tem nižje stroške financiranja. Enako vprašanje se postavi ob situaciji, ko delamo napake in se predrago financiramo. Ob upoštevanju predpostavljene obrestne mere bi bil v vseh treh primerih ekonomski dobiček enak. To bi pomenilo enako uspešno podjetje, na drugi strani pa bi bil dobiček med podjetji različen. Težko bi torej zagovarjali uporabo fiksne obrestne mere ne glede na uspešnost finančne politike, saj bi se v tem primeru pojavilo vprašanje, ali je sploh pomembno, po kakšni ceni pridobimo finančne vire.

Če po drugi strani uporabimo dejansko obrestno mero, se srečamo s položajem, da se v EVA poleg učinkov poslovanja kažejo tudi finančni učinki, v kolikor odstopajo od standardnih. To problematiko dodatno otežijo finančne naložbe, ki imajo določen donos. Ti vplivi lahko popolnoma porušijo normalno strukturo in možnost ugotovitve dejanskih stroškov financiranja v primerjavi z vsemi finančnimi učinki. Ker je v slovenskih podjetjih delež finančnih učinkov velik in raznovrsten, bi stroške financiranja morali oceniti glede na bilančno strukturo in tržno obrestno mero ter ugotoviti razliko do dejanskih stroškov financiranja. Razlika predstavlja dodaten dohodek (strošek) v poslovanju, kot rezultat dela finančne in ne osnovne dejavnosti (Kordež, 2000, str. 23-24).

#### 3.3.4.2. *Strošek navadnega lastniškega kapitala*

Izmed vseh stroškov virov financiranja je najtežje določiti stroške navadnega lastniškega kapitala. Veliko managerjev v svetu misli, da je navadni lastniški kapital zastoj, vendar to ne drži. Ker so lastniške naložbe za investitorja bolj tvegane, kot če bi istemu podjetju posodil denar, mora lastniška naložba vsebovati tudi premijo za prevzemanje tega tveganja (Young, O'Byrne, 2000, str. 161). Lastni kapital je zato v razvitih gospodarstvih praviloma dražji vir financiranja kot dolžniški viri, zato neupoštevanje oportunitetnih stroškov kapitala ne daje realne

slike o tem, kakšno ekonomsko vrednost prinaša dejavnost podjetja svojim lastnikom. Leta 1999 se je v eni izmed raziskav o obnašanju slovenskih podjetij v tranziciji, ki so jo izvedli na ljubljanski Ekonomski fakulteti, pokazalo, da v 90,5 %, od skupno 67 analiziranih podjetij, ne ocenjujejo stroškov lastniškega kapitala oziroma jim pripisujejo ničelno vrednost<sup>3</sup>. Če že ocenjujejo stroške lastniškega kapitala jim torej pripisujejo nižjo vrednost od stroškov dolgoročnega dolga. Vendar pa se je delež podjetij, ki ne ocenjujejo stroškov lastniškega kapitala do leta 2002 znižal na 54 %. Zato lahko sklepamo, da so lastniki slovenskih podjetij začeli bolj aktivno upravljati podjetja tudi kar zadeva zahtevano stopnjo donosa na lastne vire (Lahovnik, 2003, str. 46-47).

Najpreprostejša definicija stroškov lastniškega kapitala je, da je to donosnost, ki jo zahtevajo investitorji, da svoja sredstva naložijo v podjetje. Problem pa je, da ta strošek ni neposredno razviden (Young, O'Byrne, 2000, str. 164). Obstaja več modelov merjenja stroškov lastniškega kapitala (Ličen Čok, 2001, str. 64-69)<sup>4</sup>:

- model določanja cen dolgoročnih naložb (angl. CAPM model oziroma Capital Asset Pricing Model);
- model APT (angl. Arbitrage Pricing Theory);
- model multiplikatorja čistega dobička (angl. earnings approach);
- model donosnosti dolgoročnega dolga, povečane za premijo za tveganje (angl. bond-yield-plus-risk-premium approach);
- model diskontiranih denarnih tokov (angl. Discounted Cash Flow Model).

Model CAPM je najpogosteje uporabljen pristop merjenja stroškov navadnega lastniškega kapitala. Ker ga za oceno teh stroškov za podjetje Hyundai Avto Trade v drugem delu diplomske naloge nameravam uporabiti, ga bom v tem delu tudi podrobneje opisala.

Osnovno sporočilo CAPM modela je, da naj bi bil investitor na učinkovitem trgu kapitala nagrajen le za prevzemanje sistematičnega tveganja. To je tisto tveganje, ki ga ni mogoče odpraviti z razpršitvijo premoženja na različne finančne naložbe in ki je posledica delovanja tistih dejavnikov, ki vplivajo na vse naložbe na nekem trgu kapitala. Med te dejavnike sodijo predvsem makroekonomske spremenljivke (Kleindienst, 1999, str. 21).

Pri CAPM se pričakovana donosnost določi na podlagi diskontne stopnje brez tveganja, ustrezne tržne diskontne stopnje za povprečno podjetje oziroma panogo in koeficienta  $\beta$ , ki pojasnjuje, kako se je med obdobji spreminjala donosnost v primerjavi z donosnostjo ostalih naložb z enakimi značilnostmi na trgu kapitala. Osnovna formula modela je (Grant, 2003, str. 218):

$$r_e = r_f + (r_m - r_f) * \beta \quad (4)$$

<sup>3</sup> Če pri presojanju naložbenih odločitev managerji ne upoštevajo oportunitetnih stroškov lastnih virov to pomeni, da je interes lastnikov podrejen interesom preostalih udeležencev podjetja (Manager, 2003, str. 58).

<sup>4</sup> Več o omenjenih modelih pišejo: Young, O'Byrne (2000, str. 165-185); Grant (2003, str. 218-223); Kosi (2004, 56- 62).

kjer je:

$r_e$  – pričakovana donosnost na navadne delnice;

$r_f$  – netvegana obrestna mera;

$(r_m - r_f)$  – pričakovana tržna premija za tveganje;

$\beta$  – beta oziroma sistematično tveganje delnice na trgu.

Lastnik delnice bo na trgu zahteval donosnost, ki je višja od netvegane donosnosti. Premija za tveganje je odvisna od tržne premije za tveganje ter od sistematičnega tveganja posamezne delnice v lasti investitorja, ki je izražena s koeficientom  $\beta$  (Kosi, 2004, str. 58).

Model CAPM temelji na vrsti predpostavk (Mramor, 2000, str. 100):

- trg kapitala mora biti učinkovit, kar pomeni, da so vse informacije dostopne in se v celoti odražajo v cenah naložb;
- na trgu kapitala prevladujejo investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni in ki se obnašajo razumno, kar pomeni, da vedno poskušajo maksimirati donos na svoje naložbe ob danem tveganju;
- dovoljene so vse vrste transakcij, ni davkov in transakcijskih stroškov;
- porazdelitev možnih donosnosti naložb je normalna in standardni odklon predstavlja investitorjem mero za tveganje;
- vsi investitorji imajo enako mnenje o verjetnostni porazdelitvi bodočih pričakovanih donosnosti posameznih naložb.

CAPM model naj bi zadovoljivo deloval le v primeru, ko so te predpostavke večinoma izpolnjene. Predpostavke dovolj dobro izpolnjujejo ameriški trg kapitala in drugi veliki razviti trgi, medtem ko slovenski trg kapitala in drugi porajajoči se trgi kapitala večino teh predpostavk ne izpolnjujejo (Kleindienst, 1999, str. 21). Model med ekonomisti kljub celi vrsti praktičnih omejitev in omejujočih predpostavk velja za primer teoretičnega modela, ki relativno dobro opisuje stvarnost (Mramor, 2000, str. 103).

Za določitev donosnosti netvegane naložbe se uporabljajo dolgoročni ali pa kratkoročni državni vrednostni papirji. Država kot izdajateljica teh jamči za svoje obveznosti na podlagi izdanih vrednostnih papirjev, njihova donosnost pa je kljub temu odvisna od razmer na trgu (Ličen Čok, 2001, str. 67). Tržna premija za tveganje odraža razliko med zahtevano donosnostjo na lastniški in zahtevano donosnostjo na dolžniški vrednostni papir. Odraža dejstvo, da je naložba v lastniški vrednostni papir bolj tvegana kot naložba v dolžniški vrednostni papir. Ker investitorji tveganju niso naklonjeni (za prevzemanje večjega tveganja zahtevajo višjo donosnost) je zahtevana donosnost lastniškega papirja večja od zahtevane donosnosti dolžniškega (Ličen Čok, 2001, str. 59).

V praksi se največje težave pojavljajo predvsem pri ugotavljanju koeficienta beta. Te so največje, kadar delnice proučevanega podjetja ne kotirajo na borzi in je tudi sicer finančno tržišče slabo razvito, tako da je težko določati njeno velikost na podlagi analogije s primerljivimi podjetji (Korošec, 2001, str. 108). V takšnih primerih se lahko uporablja tudi t.i. računovodska  $\beta$ , ki je pridobljena iz računovodskih podatkov in ne iz tržnih donosnosti. Računovodska  $\beta$  se

izračuna tako, da se izvede regresija sprememb v čistem dobičku podjetja na spremembe čistega dobička podjetij na trgu kapitala v določenem časovnem obdobju (Kleindienst, 1999, str. 21).

Koeficient beta je opredeljen kot mera občutljivosti donosnosti posamezne delnice glede na donosnost tržnega premoženja. Vrednost bete za tržno premoženje je enako 1, kar predstavlja tržno povprečje. Donos delnice, katere beta je ena, se bo gibal sorazmerno z donosom premoženja, njeno tveganje pa bo enako tveganju povprečne delnice na trgu. Če je vrednost bete delnice večja od ena pomeni, da je delnica nadpovprečno tvegana, saj se ob spremembi donosnosti tržnega premoženja njena donosnost spremeni bolj kot donosnost povprečne delnice. Velja tudi obratno. Delnice z negativno beto so zlasti na razvitih trgih precej redke. Takšne delnice so za delničarje na splošno ugodne, saj lahko z vlaganjem vanje z razmeroma nizkimi stroški zmanjšajo tveganje celotnega premoženja (Kleindienst, 1999, str. 21). Koeficient beta za delnico v višini 0 ne pomeni, da naložbe v delnico niso tvegane. Prav tako ne pomeni, da tečaji delnic ne rastejo ali padajo. Pomeni enostavno dejstvo, da ni nikakršne povezave med gibanjem trga in gibanjem tečaja delnice (Cook, Bolčič, 1997, str. 23).

Vprašanje pa je, kako opredeliti tržno premoženje. Ker v praksi v tržno premoženje ni mogoče vključiti vseh delnic, s katerimi se trguje na borzi, se uporablja hipotetično premoženje, sestavljeno iz vzorca delnic, ki kotirajo na borzi posamezne države. Ponavadi se uporablja splošni borzni (delniški) indeks, v katerem so deleži delnic v vzorcu v skladu z deležem tržne kapitalizacije posamezne delnice, uvrščene v indeks. Najpomembnejše je, da borzni indeks dobro ponazarja celotno razpoložljivo premoženje na trgu kapitala.

Naslednji problem pri izračunu bete je osnova za njen izračun. Beta temelji na preteklih podatkih o donosnostih posamezne delnice, vlagatelj pa zanima prihodnja beta. Čeprav so raziskave potrdile, da so pretekle bete soliden napovedovalec prihodnjih bet, so pokazale tudi, da s časom njihove vrednosti posameznih delnic težijo k ena (Kleindienst, 1999, str. 21).

Na nerazvitih trgih kapitala (kamor sodi tudi slovenski) so problem tudi vhodni podatki, ki so lahko rezultat nelikvidnega trga, vplivov na tržne cene, nekorektnih transakcij ipd. ali pa niso na voljo za dovolj dolgo časovno obdobje. V takem primeru si lahko pomagamo s koeficienti beta sorodnih tujih podjetij z razvitih trgov. Ti koeficienti se morajo vsebinsko prilagoditi obravnavanemu podjetju. Vrednost koeficienta beta primerljivega podjetja je potrebno s pomočjo Hamadine enačbe najprej prilagoditi za stopnjo zadolženosti podjetja (Young, O'Byrne, 2000, str. 178-179):

$$B_L = \beta_U * [1 + (D/E) * (1 - T)] \quad (5)$$

kjer je:

$\beta_L$  – koeficient beta zadolženega podjetja;

$\beta_U$  – koeficient beta nezadolženega podjetja;

$T$  – stopnja davka na dobiček podjetja;

$D$  – tržna vrednost dolžniškega kapitala;

$E$  – tržna vrednost lastniškega kapitala.

$\beta_U$  namreč kaže le tisto tveganje delnice, ki je posledica poslovnega tveganja podjetja. Beto nezadolženega podjetja moramo zato vsebinsko popraviti za zadolženost obravnavanega podjetja, kar v končni fazi pri strošku lastniškega kapitala podjetja upoštevamo takole:

$$r_e = r_f + (r_m - r_f) * \beta_L \quad (4a)$$

Na podlagi opisanih sestavin za izračun zneska EVA lahko ugotovimo, da (Korošec, 2001, str. 109):

- kategorija EVA izhaja iz postavk izkaza stanja in poslovnega izida, t.j. podatkov finančnega računovodstva, ki so nato v okviru poslovnega računovodstva prilagojeni, popravljani in/ali dopolnjeni tako, da bi znesek EVA kar se da najbolje odražal ekonomsko uspešnost poslovanja podjetja z vidika njegovih lastnikov;
- razsežnosti in vrste popravkov in/ali dopolnitev niso enolično določene. Potrebe po nekaterih popravkih so odvisne od sicer v okviru finančnega računovodstva uporabljenih računovodskih usmeritev;
- se pri izračunu EVA srečujemo tudi z vsemi znanimi problemi opredelitve cene virov financiranja podjetja, ki so toliko večji, kolikor slabše je razvito finančno tržišče, na katerem le-to posluje;
- je treba pri izbiri konkretnega načina izračuna oziroma opredelitve zneska EVA upoštevati, da večja natančnost in zapletenost izračuna pomeni manjšo razumljivost in obratno – manjša natančnost in s tem večja enostavnost za uporabnike pomeni boljšo razumljivost kategorije EVA.

### **3.4. Prednosti in pomanjkljivosti EVA**

Tako v slovenski kot tudi v tuji literaturi se pojavlja veliko argumentov za in proti uporabi ekonomske dodane vrednosti. V nadaljevanju bom opisala najpogostejše prednosti, ki jih navajajo zagovorniki koncepta, sledila pa bo navedba njegovih najpogostejših kritik.

#### **3.4.1. Prednosti uporabe ekonomske dodane vrednosti**

Različni avtorji najpogosteje navajajo naslednje prednosti ekonomske dodane vrednosti:

- upošteva oportunitetni strošek lastnih virov;
- skozi model nagrajevanja EVA spodbuja zavedanje managerjev, da ima vsa kapital cena;
- spodbuja usklajenost odločanja managerjev z interesi lastnikov za povečanje vrednosti podjetja;
- ekonomski dobiček je neodvisen od računovodskih standardov in uporabe kreativnih prijemov pri oblikovanju računovodskih izkazov;
- metoda EVA poleg primerjanja s konkurenčnimi podjetji, z najuspešnejšimi podjetji in z dejavnostjo, omogoča tudi notranje primerjanje med oddelki podjetja.



Ekonomska dodana vrednost se ustvari le, če je notranja stopnja donosnosti večja od tehtanega povprečja stroškov kapitala, vključno z lastnimi viri. Koncept ekonomske dodane vrednosti torej, za razliko od tradicionalnih kazalnikov, upošteva tudi oportunitetni strošek lastnih virov. Če se pri presojanju naložbenih odločitev oportunitetnih stroškov lastnih virov ne upošteva pomeni, da je interes lastnikov podrejen interesom ostalih udeležencev (EVA je kot spanje in hrana, 2003, str. 57-58).

Mäkeläinen (1998) pravi, da je verjetno največja prednost koncepta EVA dejstvo, da zaposlene in managerje pripravi do tega, da začnejo razmišljati kot lastniki. Koncept namreč poudarja, da mora investicija doseči donosnost, ki je najmanj enaka stroškom vsega kapitala. V drugačnem primeru bi bilo za investitorje bolje, če bi svoja sredstva naložili drugam. Naslednja prednost koncepta, kadar se uporabi kot sistem nagrajevanja je, da sledi naslednji ideji: če managerji dobijo nagrado, bodo lastniki vedno zaslužili več, kot so pričakovali. Pri takšnem načinu nagrajevanja višje nagrade managementu pomenijo tudi višji zaslužek lastnikom.

Uporaba ekonomskega dobička pripomore k zmanjšanju konflikta med poslovodstvom in lastniki. Ekonomski dobiček je kot sodilo uspešnosti poslovanja razmeroma preprost. Zaradi svoje konceptualne preprostosti, ga je lahko razložiti tudi neekonomskemu osebju. Že sama pozitivna vrednost ekonomskega dobička je indikator poslovne uspešnosti, česar ne moremo trditi za računovodsko izkazani čisti dobiček (Ličen Čok, 2001, str. 72).

Lukežič (2000, str. 106) meni, da koncept ekonomskega dobička ne vsebuje pomanjkljivosti, ki so vgrajene v druga merila, ki temeljijo na računovodskem izkazovanju rezultatov (njihovo maksimiranje ne pomeni nujno povečevanje vrednosti lastniškega kapitala). EVA odpravlja precej slabosti tradicionalnih kazalnikov uspešnosti poslovanja, ki izhajajo iz računovodskih podatkov in računovodskega procesa. Popravki računovodskih podatkov namreč zagotovijo, da je ekonomski dobiček neodvisen od računovodskih standardov in mogoče uporabe kreativnih prijemov pri oblikovanju računovodskih izkazov (Ličen Čok, 2001, str. 72). Čeprav so nekatera merila, ki temeljijo na merjenju vrednosti kapitala točnejša od EVA, so bistveno zahtevnejša in jih zato težje uporabimo kot EVA. Prednost koncepta je tudi v tem, da je jasna in razumljiva podlaga za nagrajevanje tako managementa kot tudi ostalih zaposlenih (Lukežič, 2000, str. 106).

Lahovnik (2003, str. 46) poleg upoštevanja interesa delničarjev pri presojanju investicij med prednosti koncepta šteje še dejstvo, da je koncept možno uporabiti na različnih organizacijskih ravneh podjetja. Pravi tudi, da je to intuitivno logičen in razumljiv koncept, ki je lahko primerna osnova za presojanje investicijskih odločitev.

Metoda EVA se pogosto uporablja za primerjanje uspešnosti podjetja z drugimi podjetji. Primerjalno presojanje s pomočjo te metode lahko obsega vse štiri osnovne vrste primerjanja: notranje primerjanje med oddelki, primerjanje s konkurenti, primerjanje z najuspešnejšimi podjetji ter primerjanje znotraj dejavnosti in z njo. Metoda se pogosto uporablja za načrtovanje ciljev pa tudi razporejanja sredstev med oddelki. To lahko znatno pripomore k izboljšanju upravljanja s sredstvi (Hočevar, 2002, str. 91).

Ekonomskemu dobičku tudi pripisujejo, da je zgodnji indikator spremembe tržne cene delnice, saj se lahko na podlagi gibanja njegove vrednosti v času uporabi za ocenjevanje prihodnje vrednosti delnice (Ličen Čok, 2001, str. 73).

### 3.4.2. Pomanjkljivosti uporabe ekonomske dodane vrednosti

Tako kot prednosti, lahko mnenja različnih avtorjev o EVA strnem v naslednje glavne pomanjkljivosti:

- način upoštevanja tveganj v ceni virov financiranja ima vse slabosti finančnih modelov, ki izhajajo iz predpostavke popolno delujočega finančnega trga;
- osredotočanje samo na poudarjanje finančnega vidika oz. vidika lastnikov pomeni nevarnost, da se na račun kratkoročnih učinkov, zanemari dolgoročni, uravnoteženi razvoj podjetja;
- v nestabilnem finančnem okolju se zaradi zunanjih dejavnikov zahtevani donos lahko nenormalno poveča, to pa vpliva na opuščanje investicijskih odločitev, ki takega donosa ne zagotavljajo;
- odločitve za prilagoditve podatkov za izračun EVA so lahko subjektivne.

Model EVA uporabljajo predvsem podjetja, ki imajo finančno naravnane lastnike, številni zasebni lastniki pa ne. To govori o njegovi potencialni pomanjkljivosti – orodje jasno identificira, ali podjetje kratkoročno ustvarja vrednost za vlagatelje, vendar ne govori o dolgoročno vzdržljivi konkurenčnosti (EVA je kot spanje in hrana, 2003, str. 60). EVA tudi ni primerna za podjetja z dolgimi investicijskimi cikli, kjer se rezultati investicije pokažejo šele čez nekaj časa (Petrič, 2000, str. 20). Določena slabost modela se pokaže tudi v dejavnostih z visokim odstotkom neopredmetenih dolgoročnih sredstev, kot so blagovne znamke, saj je težje ovrednotiti vloženi kapital. Težave pri uporabi EVA se pojavijo tudi pri finančnih institucijah (zaradi predpisov o kapitalu in njegovi uporabi) in zelo mladih podjetjih, ki ne razpolagajo z zanesljivimi podatki (Bergant, 1998, str. 96).

V nestabilnem finančnem okolju se uporaba EVE odsvetuje. Zaradi zunanjih dejavnikov se zahtevani donos lahko nenormalno poveča, to pa vpliva na opuščanje investicijskih odločitev, ki takega donosa ne zagotavljajo (Petrič, 2004, str. 20). Prav tako se postavlja vprašanje ocene specifičnega tveganja določenega podjetja in predvsem, ali bi delničarji v resnici lahko ustvarili zahtevani donos zunaj podjetja. S spoznanjem, da je znanje ključni vir konkurenčne prednosti podjetja, je dobil pristop, ki poudarja, da je potrebno pri upravljanju podjetja upoštevati tudi interese preostalih primarnih udeležencev in ne le lastnikov, dodatno razsežnost. Če je znanje resnično primarni ključni proizvodni dejavnik in če privzamemo, da večino znanja ustvarijo posamezniki in ga tudi hranijo, potem so zaposleni primarni udeleženci podjetja (Lahovnik, 2003, str. 47).

V praksi je odločitev o izbiri načina izračuna EVA povezana z vprašanjem (subjektivno) sprejemljive kompleksnosti izračuna. Mnoge odločitve za prilagoditve podatkov so lahko subjektivne. Prilagajanje računovodskih podatkov lahko napravi metodo nepregledno, nerazumljivo in manj objektivno. V razkritjih k temeljnim izkazom zunanjim analitikom niso

vedno na voljo vsi podatki za prilagoditve, ki jih zahteva izračun EVA (Korošec, 2001, str. 114-115; Hočvar, 2002, str. 91-92). Ker je EVA izračunana na podlagi računovodskih izkazov in njihovih razkritij ter pojasnil, je usmerjena v preteklost. Delničarje pa zanima prihodnje poslovanje podjetja in njegova uspešnost (Ličen Čok, 2001, str. 74).

Rezultat izračuna ekonomske dodane vrednosti je absolutno število, ki kaže, kolikšna je na novo ustvarjena vrednost v preteklem poslovnem obdobju. Večja podjetja bodo, prav zaradi svoje velikosti, lažje dosegala višje absolutne zneske ekonomskega dobička (Ličen Čok, 2001, str. 73-74).

Raziskava, ki so jo opravili Biddle, Bowen in Wallace<sup>5</sup> (1997) je pokazala, da relativna informacijska vrednost kazalnika EVA ni večja od vrednosti dobička iz poslovanja ali vrednosti drugače opredeljenega rezidualnega dobička. Raziskava je pokazala tudi, da komponente EVA sicer ponujajo določeno razlagalno moč, ki ni prisotna pri komponentah dobička, vendar pa ta prispevek k celotni razlagalni vrednosti ne zadošča za prevlado informacijske vrednosti EVA nad dobičkom iz poslovanja. Raziskava, ki so jo za primer internetnih podjetij (ki imajo visoke stroške marketinga, oglaševanja ter raziskav in razvijanja) opravili Ho, Hui in Li pa nakazuje, da je EVA pod določenimi pogoji boljše merilo uspešnosti poslovanja kot čisti dobiček<sup>6</sup>. Biddle, Bowen in Wallace (1999) so z raziskavo<sup>7</sup> ugotovili, da so podjetja, ki uporabljajo sisteme nagrajevanja na podlagi ekonomskega dobička znižala nove investicije ter povečala zmanjševanje sredstev. Takšen sistem torej sili managerje k večji selektivnosti obstoječih ter načrtovanih projektov.

### **3.5. Nagrajevanje na osnovi ekonomske dodane vrednosti**

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

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

<sup>5</sup> V raziskavo je bilo vključenih 6.174 podjetij (takšnih, ki uporabljajo koncept EVA in takšnih, ki tega kazalce ne uporabljajo) za obdobje od 1984 do 1993.

<sup>6</sup> Avtorji poudarjajo, da glavno omejitev analize lahko predstavlja velikost vzorca.

<sup>7</sup> V raziskavi so primerjali 40 podjetij, ki uporabljajo EVA kot model nagrajevanja managerjev s 40 podjetji, ki uporabljajo tradicionalne metode nagrajevanja uspešnosti.

Dober sistem merjenja uspešnosti managerjev mora pomagati le-te kaznovati samo v situacijah, ko si z namernim izvajanjem ali neizvajanjem investicijskih projektov skušajo izboljšati nagrado (Mohanty, 2003).

Izpolnjevanje zgoraj navedenih ciljev s strani tradicionalnih, na računovodskih kategorijah temelječih sistemov nagrajevanja, je zelo težavno (Lukežič, 2000, str. 108).

### 3.5.1. Modeli nagrajevanja managerjev

Pogosti kriteriji nagrajevanja managerjev so donosnost naložbe (ROI), donosnost sredstev (ROA), čisti dobiček na delnico (EPS) ter izboljšave pri dobičku iz poslovanja (Stern, Shiley, Ross, 2003, str. 145-146).

Glavna pomanjkljivost vseh kazalnikov donosnosti je, da njihovo maksimiranje nujno ne pomeni maksimiranje donosa delničarjev. Visoko donosnost investicije je veliko lažje doseči z malo vloženega kapitala kot z veliko vloženega kapitala. Skoraj vsako visoko donosno podjetje lahko poveča stopnjo donosa, če zmanjša obseg poslovanja ali pa spregleda nekaj dobrih projektov, katerih stopnja donosa je pod trenutno. Kazalnik ROA ima enake pomanjkljivosti kot ROI. ROA se lahko poveča še na lažji način kot ROI – povečamo delež dolga. Čisti dobiček na delnico lahko povečamo s povečanjem investiranega kapitala. Če je dodatno investirani kapital lastniški, EPS naraste, če je stopnja donosa na investirani kapital pozitivna. Če je dodatno investirani kapital dolg, EPS naraste, če je donosnost na ta kapital višja od stroškov kapitala. EPS se torej lahko poveča preprosto z dodatnim investiranjem kapitala, pa čeprav je stopnja donosa na ta kapital popolnoma nesprejemljiva z vidika delničarjev (Mäkeläinen, 1998). Dobiček iz poslovanja je slab kriterij nagrajevanja managerjev zato, ker ne upošteva stroškov kapitala. Izvajalci kateregakoli od teh načrtov bodo omahovali med osebnim denarnim interesom in povečevanjem vrednosti za delničarje (Stern, Shiley, Ross, 2003, str. 146).

Tradicionalni načrti nagrajevanja imajo poleg tega, da so grajeni na napačnih kriterijih, še druge pomanjkljivosti. Najpogosteje temeljijo na dosežku proračunskih ciljev za naslednje leto, skupaj s cilji, ki jih opredeljuje dolg pogajalski proces. Managerji skušajo ohraniti cilje znotraj meja, za katere predpostavljajo, da so realne (Stern, Shiley, Ross, 2003, str. 146-147).

Klasičen sistem nagrajevanja je omejen spodaj in zgoraj. Tak sistem predstavlja stimulacijo za izboljšave poslovanja le v ozkem pasu doseženih rezultatov, na katerem se lahko realizira bonus. Tveganja praktično ni. Če spodnja meja ni dosežena, management sicer ne bo dobil bonusa, a meja za prihodnje leto, ob predpostavki, da se meje postavljajo na podlagi preteklih dosežkov, verjetno ne bo bistveno višja od prejšnje meje. Za managerje tudi ni racionalno preseganje zgornje meje, saj manager za to ne bo nagrajen, povečali se mu bodo cilji za prihodnja obdobja ter zmanjšala kredibilnost zaradi prenizko postavljenih ciljev (Vrtač, 2000, str. 20-21).

Poleg modelov nagrajevanja managerjev, ki temeljijo na računovodskih merilih, obstajajo tudi modeli nagrajevanja managerjev z delniškimi opcijami. Sistemi nagrajevanja managementa z

delniškimi opcijami, ki so neposredno vezani na tržno ceno lastniškega kapitala, so v teoriji kot tudi v praksi eden najučinkovitejših mehanizmov za uskladitev interesov managerjev z interesi lastnikov (Dakič, 2001). Le-te naj bi cilje delovanja managerjev uskladile s cilji lastnikov podjetja tako, da bi managerji postali (so)lastniki podjetja (Kosi, 2004, str. 19). Cene delnic pa so lahko zaradi borznih gibanj povsem nepovezane s prizadevanji managerjev in s tem se smiselnost nagrade precej zmanjša (Groznik, 2001).

### 3.5.2. Sistem nagrajevanja managerjev, ki temelji na EVA

Sistem nagrajevanja managerjev, ki temelji na EVA, omogoča izpolnjevanje ciljev, ki jih mora zagotoviti učinkovit sistem nagrajevanja managerjev, preko dveh mehanizmov. Management namreč ve, da je edini način, da dobi ustrezno nagrado ta, da podjetje ustvarja novo vrednost lastnikom in da bo sodeloval v delitvi te novoustvarjene vrednosti. Bonus, ki ga na tak način dobi management, ne povzroča dodatnih stroškov lastnikom, saj se izplačuje iz novoustvarjene vrednosti (Lukežič, 2000, str. 108). Od vključitve EVA v sistem nagrajevanja podjetja si njegovi lastniki lahko obetajo, da si bodo managerji s svojim ravnanjem prizadevali zagotavljati čim višje zneske EVA (Korošec, 2001, str. 110).

Temeljna predpostavka bonusnega sistema, ki temelji na EVA je, da bonus ne sme biti omejen ne navzgor in ne navzdol. Le tako bo položaj managementa podoben položaju lastnikov (Vrtač, 2000, str. 21). Nagradnih načrtov ekonomske dodane vrednosti se ne določa vsako leto z dolgotrajnimi pogajanjmi, ampak se jih opredeli za tri ali pet let vnaprej (Stern, Shiley, Ross, 2003, str. 147).

Najenostavnejše oblike sistemov nagrajevanja kot nagrado izplačajo stalen odstotek dosežene ekonomske dodane vrednosti, kar pomeni visok motivacijski vzvod za managerje. Vendar pa so težave tega enostavnega sistema visoki stroški lastnikov, saj ni omejitve navzgor. Sistem tudi ne upošteva pričakovanega izboljšanja ekonomskega dobička. Če se le-ta poveča manj, kot so lastniki pričakovali, so slednji izgubili, saj je vrednost delnice padla, managerji pa so vseeno nagrajeni. Zato se je razvil model, pri katerem je formula sestavljena iz dveh delov. Manager je upravičen do manjšega deleža dosežene ekonomske dodane vrednosti, kar pomeni, da je nagrada dovolj konkurenčna in večjega deleža izboljšanja le-te, kar predstavlja motivacijski vzvod. Najsodobnejši sistemi nagrajevanja, ki temeljijo na EVA, so še vedno sestavljeni iz dveh delov: ciljne nagrade, ki jo manager dobi, če ekonomski dobiček izboljša v skladu s pričakovanji lastnikov in odstotka presežnega izboljšanja ekonomske dodane vrednosti (Young, O`Byrne, 2000, str. 135-142).

Za doseganje ciljne uspešnosti, managerju pripada ciljna nagrada. Če je cilj presežen, je nagrada višja, če cilj ni dosežen, je nagrada manjša. Zaslužena nagrada se mora v celoti najprej prenesti v »nagradno banko«. Vsako leto je mogoče dvigniti eno tretjino le-te, negativno poslovanje pa bremeni sklad. Torej, če se celotna nagrada doseže že v prvem letu, se izplača le ena tretjina in ne sto odstotkov. Drugo leto se zaslužena nagrada prišteje znesku v nagradni banki, izplača pa se eno tretjino celotnega zneska – enako tudi v prihodnjih letih (Stern, Shiely, Ross, 2003, str. 148).

Ciljna ekonomska dodana vrednost se izračuna s pomočjo vnaprej določene formule (Kosi, 2004, str. 66).

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

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

V Sloveniji se pojavlja problem, da je ekonomski dobiček večine podjetij negativen<sup>8</sup>. To je posledica neučinkovite izrabe kapitala, ki ga imajo slovenska podjetja preveč. Temu dejstvu je potrebno prilagoditi tudi sistem nagrajevanja. V nasprotnem primeru bi bil sistem nestimulativen (Lukežič, 2000, str. 109).

Sistem nagrajevanja, ki temelji na ekonomski dodani vrednosti, managerje tudi pri poslovnem odločanju spodbuja, da skrbijo za čimbolj učinkovito in uspešno trošenje prvin poslovnega procesa, da si prizadevajo za optimiranje poslovnih naložb in se pri svojem odločanju vseskozi zavedajo, da ima vsako nalaganje sredstev za poslovne namene svojo ceno (Korošec, 2001, str. 110). Sistem zagotavlja objektivno nagrajevanje za dejansko dosežene rezultate, nagrajuje za uspešnost podjetja na dolgi in kratki rok ter s tem zagotavlja naravnost na dolgoročno uspešno poslovanje podjetja ter združuje interese managerjev in lastnikov. Prav tako je enostaven in pregleden, omogoča določitev vpliva notranjih udeležencev v podjetju na uspešnost podjetja ter management dolgoročno veže na podjetje preko mehanizma vplačila začetnega zneska na bonusni račun (Lukežič, 2000, str. 109).

Nagrajevanje na podlagi ekonomskega dobička ima tudi nekatere pomanjkljivosti. Naklonjenost tveganju se s časom spreminja. Nagradne sheme, ki združujejo interese managerjev in lastnikov so primerne za mlade managerje. Ko pa se oseba bliža upokojitvi, si bo skušala zagotoviti brezskrbno upokojitev s tem, da bo zavarovala že ustvarjeno bogastvo. V takšnih primerih bodo učinki vezave nagrad na ekonomski dobiček nevtralizirani s strani starejših managerjev, ki bodo, da bi zmanjšali tveganje že pridobljenega premoženja, prodajali delnice podjetja. Omenjene sheme nagrajevanja tudi niso priporočljive v zelo cikličnih panogah, ki so pod vplivom nihanja cen dobrin. Recesija bo namreč povzročila veliko »luknjo« v nagradni banki in fluktuacijo managerjev. Managerji bodo ostali le, če bodo njihove plače konkurenčne. Če bodo plače konkurenčne in bonusi postavljeni tako, da predstavljajo velik vzvod, bodo nagrade veliko večje od nagrad konkurence, lastniki pa se bodo srečali z višjimi stroški sistema nagrajevanja (Young, O'Byrne, 2000, str. 142-143). Naslednja slabost EVA sistemov nagrajevanja je v tem, da

---

<sup>8</sup> Glej: Kordež (2000, str. 26-29) in Petrič (2004, str. 18).

podjetje, ki mora za prihodnje uspešno poslovanje danes veliko sredstev namenjati investicijam, za katere se pozitivni denarni pritoki pričakujejo šele v naslednjih nekaj letih, danes posluje z zelo majhnim neto dobičkom, njegova ekonomska dodana vrednost pa je negativna. Sistem nagrajevanja na podlagi EVA zato za takšno podjetje ni primeren (Mäkeläinen, 1998).

## 4. IZRAČUN EVA ZA PODJETJE HYUNDAI AVTO TRADE

### 4.1. Predstavitev podjetja Hyundai Avto Trade d.o.o.

Hyundai Avto Trade d.o.o. (v nadaljevanju HAT) je družba z omejeno odgovornostjo v popolni lasti podjetja Slovenijales d.d. Družba je pooblaščen distributer in prodajalec avtomobilov in nadomestnih delov korejskega proizvajalca Hyundai Motor Company (v nadaljevanju HMC).

HMC<sup>9</sup> obstaja od leta 1967. Leta 1974 je začel izdelovati svoj prvi lastni model avtomobila Pony, dve leti kasneje pa je začel z lastnimi ladjami te avtomobile izvažati v Južno Afriko. V Severno Ameriko je začel izvažati leta 1986 in bil leta 1988 tretjič zapored proglašen za najboljšega uvoznika v ZDA. Leta 1991 je HMC pričel z lastno proizvodnjo avtomobilskih motorjev, tri leta kasneje je začel s proizvodnjo prvega samostojno razvitega modela Accent.

Leta 1999 je HMC prevzel do tedaj drugega največjega korejskega proizvajalca avtomobilov Kia in tako postal deseti med svetovnimi proizvajalci avtomobilov. HMC v zadnjih letih neprestano raste, tako po številu modelov vozil kot tudi po obsegu proizvodnje. Veliko vlaga v razvoj modelov, tehnologije, varovanja okolja in iskanje novih tržišč. V Namyangu ima enega izmed največjih razvojnih centrov v svetovni avtomobilski industriji, leta 2003 pa je odprl tudi razvojno-oblikovalski center v bližini Frankfurta. Ta naj bi podjetju pomagal, da se čimbolj približa potrebam in željam evropskih kupcev.

Danes je Hyundai s spoštljivimi tržnimi deleži prisoten praktično na vseh svetovnih trgih, saj svoja vozila izvažata v 190 držav. Njegova razvojna politika in strateška usmeritev je globalizacija, ki pomeni razmišljanje globalno, deluj lokalno. Cilj in vizija podjetja je postati eden izmed prvih petih proizvajalcev vozil na svetu, tako količinsko kot po kvaliteti. V letu 2004 je Hyundaijeva svetovna prodaja znašala 1.677.846 vozil, kar jih že uvršča na sedmo mesto med svetovnimi proizvajalci (Vir: 2004 Business Report). Rezultati raziskave podjetja J.D.Power, kjer merijo kakovost vozil, so pokazali, da se HMC po kakovosti vozil uvršča pred ameriške in evropske proizvajalce. V zadnjem času podjetje veliko vlaga v razvoj čistih in okolju prijaznih

---

<sup>9</sup> Chung Ju-Yung je leta 1940 v Seulu odprl popravilnico avtomobilov. Leta 1947 se je delavnici pridružilo gradbeno podjetje Hyundai Engineering & Construction Co., do leta 1960 pa je Hyundai prerasel v eno največjih korejskih podjetij. V času azijske finančne krize se je korporacija, kot največja, prva lotila prestrukturiranja. Iz koncerna je nastalo pet samostojnih podjetij, največji in najuspešnejši med njimi pa je HMC. Ob koncu 90-ih let prejšnjega stoletja je poslovno skupino Hyundai sestavljalo 51 hčerinskih podjetij. Leta 2002 je celotni koncern zaposloval okoli 180.000 delavcev, od tega 50.000 v HMC.

vozil in tako vedno več pozornosti posveča ohranjanju čistega okolja. Do leta 2010 namreč želi postati tudi eno izmed vodilnih okoljevarstvenih znamk v avtomobilski industriji.

Podjetje HAT je bilo ustanovljeno leta 1989 s podpisom dogovora o distribuciji vozil Hyundai. V tistem času je bilo podjetje tudi eden prvih distributerjev teh vozil na področju srednje in vzhodne Evrope. Organizirano je kot družba z omejeno odgovornostjo, ki danes zaposluje 44 delavcev in v Sloveniji sodi med velika podjetja. Edini lastnik HAT je koncern Slovenijales d.d.

Prvi Hyundaijev Pony je na slovenski trg zapeljal leta 1990, v minulih letih pa je podjetje prodalo več kot 40.000 avtomobilov. V tem obdobju je HAT trikrat osvojil priznanje koncerna HMC za najboljšega distributerja leta. Že od leta 1990 dalje HAT sistematično razvija prodajno servisno mrežo po Sloveniji. Danes je njihova mreža med najbolj razvitimi in usposobljenimi nuditi kupcem celovito prodajno servisno storitev. Sestavlja jo 27 pooblaščenih prodajalcev z 29 prodajnimi mesti in 30 pooblaščenimi servisnimi postajami po vsej Sloveniji. Njihovo glavno vodilo so zadovoljni kupci, zato nenehno vlagajo v izobraževanje in usposabljanje zaposlenih in poslovnih partnerjev. HAT skupaj s HMC tudi skozi vsa leta sistematično oglašuje in vlaga v prepoznavnost svoje blagovne znamke. Rezultat sistematičnega dela na tem področju je razviden tudi iz pregleda podatkov o novo registriranih osebnih vozilih v Sloveniji:

**Tabela 1: Število prvič registriranih novih osebnih vozil v Sloveniji v obdobju 2000 – 2004**

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
Skupaj prve registracije v Slo. (enot)	62.675	54.634	51.914	59.915	62.382
Prve registr. Hyundai (enot)	2.245	2.061	2.007	2.226	2.515
<b>Tržni delež HAT (v %)</b>	<b>3,58</b>	<b>3,77</b>	<b>3,87</b>	<b>3,72</b>	<b>4,03</b>

Vir: Ardi d.o.o. Prvič registrirana nova osebna vozila, 2005

Iz Tabele 1 je razvidno, da je HAT v opazovanih letih povečal prodajo za 12 % in razen v letu 2003 vseskozi povečeval tržni delež. Po izjavah vodstva HAT je prodaja avtomobilov v Sloveniji zelo nepredvidljiva, ker je še vedno podvržena pričakovanim spremembam (na primer leta 1999 je močno porasla zaradi pričakovanih podražitev ob prehodu na DDV, v letu 2004 pa zaradi pričakovanega porasta cen ob vstopu Slovenije v EU). Tudi v celotni Evropi Hyundaijev tržni delež z leti narašča, vendar uspešnost prodaje zaostaja za doseženimi rezultati v Sloveniji. Po podatkih raziskave European Automobile Manufacture Association (Avto magazin, 2005, str. 72-74) je v Evropi v letu 2004 HMC prodal 298.089 vozil in imel 1,94 % tržni delež.

Pri svojem poslovanju mora HAT zadovoljevati interese lastnika (Slovenijales) in interese principala (Hyundai Motor Company), ki pa so včasih lahko tudi nasprotujoči. Lastnikov interes je maksimirati donosnost investiranega kapitala, principalov interes pa je čim večja količinska prodaja, ne glede na ustvarjeno donosnost investiranega kapitala.



## 4.2. EVA za podjetje HAT

Po seznanitvi z organizacijsko in lastniško strukturo podjetja, ki je osnova za izdelavo finančnih izkazov po Slovenskih računovodskih standardih, in razgovori z vodstvom podjetja, sem ugotovila, da je za izračun NOPAT in IC, skupno potrebnih devet prilagoditev računovodskih izkazov. Nekatere prilagoditve so bile zaradi določenih poslovnih dogodkov, potrebne samo v nekaterih opazovanih letih.

S strani vodstva sem bila tudi opozorjena, da moram v analizo zajeti vsaj petletno obdobje, da se izognem slučajnostnim vplivom na poslovanje v krajšem obdobju, ki se na avtomobilskem trgu lahko dogajajo tudi zaradi sprememb zakonodaje.

Pri izračunu EVA za podjetje HAT sem poskušala z optimalnim pristopom doseči kar najboljšo razumljivost, ob upoštevanju čim večje natančnosti.

### 4.2.1. Prilagoditve za izračun NOPAT

Za potrebe izračuna dobička iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT) sem morala v izkazu poslovnega izida prilagoditi:

- neto strošek poslovnega najema;
- strošek premije za tveganje;
- neto povečanje rezervacij;
- neto revalorizacijski primanjkljaj;
- neto izredne odhodke;
- neto stroške financiranja;
- stroške financiranja zaloge HMC.

Vrednostno so uporabljene prilagoditve prikazane v Prilogi 4, vsebinsko pa jih podrobneje pojasnujem v nadaljevanju:

#### *(i) Neto strošek poslovnega najema*

Družba HAT ima svoje poslovne prostore na lokaciji Brnčičeva 45, Ljubljana-Črnuče. Zaokrožen poslovni center je sestavljen iz glavnega poslovnega objekta, kjer so locirani upravno- administrativni prostori, razstavno-prodajni salon, servis avtomobilov in skladišče drobnih nadomestnih delov. Poleg servisnih prostorov se nahaja tudi sodobno opremljena učna delavnica, kjer HAT izobražuje in seznanja s tehničnimi novostmi svoje pooblašene serviserje. Ob glavni poslovni zgradbi je v sklopu centra še pomožni objekt, ki ga uporabljajo za skladišče nadomestnih delov večjih dimenzij. V sklopu centra je tudi večja asfaltirana površina, katere del se uporablja za parkirne prostore zaposlenih, kupcev in poslovnih partnerjev, drugi del pa je namenjen za skladiščenje novih avtomobilov. Lastnik vseh objektov in odprtih površin je Slovenijales d.d., ki mu HAT kot hčerinska družba plačuje mesečno najemnino. Najemnina ne vsebuje stroškov tekočega vzdrževanja, ki neposredno bremenijo HAT. Letni znesek poslovnega najema sem zmanjšala za strošek nadomestila za stavbno zemljišče in strošek zavarovalne

premije, ki ju plačuje lastnik ter strošek amortizacije. Vrednosti teh stroškov sem pridobila iz knjigovodske evidence<sup>10</sup> Slovenijales d.d. Tako zmanjšano vrednost sem v izračunih v Prilogi 4 poimenovala neto strošek poslovnega najema.

*(ii) Strošek premije za tveganje*

HAT ima del najetih bančnih kreditov zavarovanih z zastavljeno hipoteko na nepremičnine. Ker ima nepremičnine, ki jih uporablja za svojo dejavnost, v poslovnem najemu od svojega ustanovitelja, je ustanovitelj tudi formalni nosilec hipoteke. HAT zato ustanovitelju plačuje mesečno premijo za tveganje, ki pa je v bistvu le del stroška poslovnega najema.

*(iii) Neto povečanje rezervacij*

HAT je kot pooblaščen distributer in prodajalec avtomobilov, zavezan v imenu principala in za svoj račun kupcem zagotavljati brezplačna popravila avtomobilov v obdobju triletne garancije. Stroški popravil v garancijskem roku bremenijo HAT, ki jih nato uveljavlja pri principalu po strogo predpisanem postopku. Ker od nastanka stroška do povrnitve s strani principala preteče določeno obdobje, ki lahko sega celo v naslednje obračunsko obdobje, poleg tega pa se lahko izkaže, da je bil del stroška priznan kupcem neopravičeno, HAT do dokončne refundacije v višini stroška oblikuje dolgoročne rezervacije. Ko je po določenem obdobju strošek povrnjen, se ta del rezervacij odpravi. Razliko med novo oblikovanimi in odpravljenimi rezervacijami v posameznem poslovnem letu pri izračunu NOPAT izkazujem kot neto povečanje rezervacij (pozitivni ali negativni znesek).

*(iv) Neto revalorizacijski primanjkljaj*

Skupni revalorizacijski izid se do leta 2001 pojavlja med odhodki financiranja in zmanjšuje davčno osnovo. Z namenom izračunati pravilno donosnost lastniškega kapitala, je pri izračunu dobička iz poslovanja posebej upoštevan del skupnega revalorizacijskega primanjkljaja, ki se nanaša na revalorizacijo dolgoročnih virov in sredstev. Ta je iz revalorizacijske podbilance izračunan kot razlika med revalorizacijo kapitala in dolgoročnih rezervacij ter revalorizacijo opredmetenih osnovnih sredstev in neopredmetenih dolgoročnih sredstev. Po vsebini to ni strošek financiranja, zato so v nadaljevanju za ta znesek zmanjšani neto stroški financiranja.

*(v) Neto izredni odhodki*

Izredni prihodki in izredni odhodki v izkazih poslovnega izida niso rezultat opravljanja osnovne dejavnosti podjetja in se ponavadi tudi nanašajo na poslovne dogodke iz preteklih let. Zato so kot saldo med izrednimi odhodki in izrednimi prihodki izločeni iz izračuna dobička iz poslovanja tekočega leta.

*(vi) Neto stroški financiranja*

Stroški financiranja niso povezani z opravljanjem osnovne dejavnosti podjetja, zato saldo med negativnim in pozitivnim rezultatom financiranja povečuje dobiček iz poslovanja. K stroškom

---

<sup>10</sup> Podatki, ki niso neposredno razvidni iz javno objavljenih izkazov in so bili pridobljeni neposredno iz knjigovodskih listin, ki jih hrani podjetje.

financiranja so iz stroškov poslovanja preneseni tudi stroški, ki so neposredno povezani s pridobivanjem, zavarovanjem in podaljševanjem kreditnih pogodb.

*(vii) Stroški financiranja zaloge Hyundai Motor Company*

Med stroški financiranja se v izkazih poslovnega izida v letih 2001 in 2002 pojavljajo tudi obresti, ki jih je HAT plačeval HMC za trimesečni odlog plačila vrednosti vsiljenega povečanja zaloge vozil. Vozila so bila do dokončnega plačila v Luki Koper v lasti principala. Kljub temu, da je bil precejšnji del zaloge plačan pred potekom trimesečnega odloga, je moral HAT plačati v celoti vkalkulirane obresti za vse tri mesece. Ta del obresti je sicer v izkazu poslovnega izida izkazan med stroški financiranja, v bistvu pa je del nabavne cene vozil. Zato je ta znesek pri izračunu poslovnega dobička izločen iz stroškov financiranja in prištet k nabavni vrednosti blaga.

#### 4.2.2. Prilagoditve za izračun investiranega operativnega kapitala (IC)

Da bi lahko izračunala vrednost investiranega operativnega kapitala, sem morala narediti še prilagoditve dolgoročnih rezervacij in osnovnih sredstev.

Dolgoročne rezervacije, ki jih HAT izkazuje v svojih bilancah, so namenjene bodočim stroškom, ki bi bremenili HAT v primeru, če HMC ne bi odobril in refundiral stroškov tistih popravil v garancijski dobi, ki jih je HAT že odobril svojim kupcem vozil. Rezervirana sredstva do dokončne refundacije in odprave HAT uporablja za financiranje tekočega poslovanja, zato mora zanje zagotoviti enako donosnost kot za lastniški kapital.

Lastnik poslovnega centra Hyundai na Brnčičevi 45 je Slovenijales d.d., ki je tudi edini lastnik družbe HAT d.o.o. Vse zgradbe, asfaltirane površine in ostala infrastruktura so zgrajene in prilagojene za izvajanje poslovne dejavnosti družbe HAT. Ob ustanovitvi družbe HAT je lastnik odločil, da bo zemljišče in poslovne objekte kot lastnik vodil v svojih poslovnih knjigah. Uporabnik bo hčerinska družba HAT, ki za najete objekte in površine plačuje mesečno najemnino in nosi stroške tekočega vzdrževanja. HAT je tudi investitor in lastnik celotne servisne, skladiščne in ostale poslovne opreme, ki zaokrožuje uporabno vrednost poslovnega centra. Ker je celotna vrednost opreme že izkazana v bilanci stanja HAT, moramo za ugotovitev celotnega investiranega kapitala prišteti še nabavne knjigovodske vrednosti gradbenih objektov in zemljišča. Te sem pridobila iz knjigovodskih evidenc podjetja Slovenijales d.d. Vrednostno so uporabljene prilagoditve prikazane v Prilogi 5.

#### 4.2.3. Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC)

WACC je definiran kot tehtana povprečna cena investiranega kapitala. Obravnava se kot strošek podjetja in kakršenkoli dobiček, ki je večji od tega stroška, pomeni ekonomski dobiček (EVA) oziroma povečanje vrednosti. Za izračun tega stroška moramo upoštevati vse vire financiranja, ki so jih zagotovili investitorji. Ker je HAT družba z omejeno odgovornostjo in uporablja le navadni lastniški in dolžniški kapital, sem enačbo (3) prilagodila strukturi virov financiranja HAT:

$$WACC = w_D * r_D * (1 - T) + w_e * r_e$$

kjer je:

$w_D$  – delež dolžniškega kapitala v investiranem kapitalu;

$r_D$  – strošek dolžniškega kapitala;

$w_e$  – delež navadnega lastniškega kapitala v investiranem kapitalu;

$r_e$  – strošek navadnega lastniškega kapitala;

$T$  – stopnja davka od dobička.

#### 4.2.3.1. *Strošek dolžniškega kapitala*

Stroške dolžniškega kapitala v podjetju predstavljajo obresti, ki jih je podjetje dolžno plačevati na prejeta bančna posojila in vsi stroški, ki so povezani z odobritvijo teh posojil. V Sloveniji so se obrestne mere za posojila v obdobju 2000–2004 precej spreminjale, vsebovale so tudi revalorizacijo in tečajne razlike. Kot približek za oceno povprečnega stroška dolžniškega kapitala sem v izračunih v nadaljevanju vzela obrestne odhodke, povečane za stroške odobritve posojil in jih primerjala s povprečnim stanjem dolga v določenem letu. Slednje sem izračunala iz stanja na začetku in na koncu opazovanega leta. Izračuni so prikazani v Tabeli 3.

**Tabela 3: Povprečni strošek dolžniškega kapitala za HAT v obdobju 2000 – 2004**

Leto	Stroški financiranja (v 000 SIT)	Povprečno stanje dolga (v 000 SIT)	Povprečni strošek dolga (v %)
2000	141.301	852.794	16,6
2001	114.135	832.902	13,7
2002	87.794	854.379	10,3
2003	81.133	1.096.442	7,4
2004	73.374	1.237.463	5,9

Vir: Knjigovodski podatki HAT.

#### 4.2.3.2. *Strošek lastniškega kapitala*

Za ugotovitev stroška lastniškega kapitala je na voljo več različnih metod in pristopov. Najpogosteje uporabljen pristop v zahodnih državah je CAPM model. Kljub nekaterim slabostim pri uporabi tega modela v naših razmerah, je najpogosteje uporabljen tudi v Sloveniji. Za izračun stroškov lastniškega kapitala sem uporabila enačbo (4).

##### (i) *Izračun faktorja $\beta$*

Na nerazvitih trgih kapitala, kot je slovenski, ustreznega in vsebinsko pravilnega koeficienta  $\beta$  ni mogoče izračunati. Problem so vhodni podatki, ki so lahko rezultat nelikvidnega trga, možnih nedovoljenih vplivov na tržne cene, nekorektnih transakcij ipd., predvsem pa podatki niso na voljo za dovolj dolgo časovno obdobje. Namesto slovenskih sem uporabila  $\beta$  koeficiente za

ameriško tržišče, ki so bili 5.4.2005 objavljeni na spletnih straneh Reutersa<sup>11</sup> (www.investor.reuters.com). Uporabila sem koeficienta za dve panogi, in sicer proizvodnja avtomobilov (angl. Auto & Truck Manufacturers) in avtomobilski nadomestni deli (angl. Auto & Truck Parts). Objavljena koeficienta sem najprej po Hamadini enačbi preračunala na vrednost nezadolžene panoge. Zaradi vsebinske prilagoditve dejavnosti podjetja HAT sem skupni koeficient  $\beta$  izračunala kot tehtano povprečje za panogi proizvodnje avtomobilov z utežjo 90% in avtomobilski nadomestni deli z utežjo 10%. Ponder ustreza strukturi prometa prodaje vozil in prodaje nadomestnih delov družbe HAT. Ponderiran faktor  $\beta$  prilagojene nezadolžene panoge v ZDA znaša 0,976 (glej Prilogo 6).

Prilagojeno  $\beta$  za podjetje HAT sem za posamezna leta v opazovanem obdobju izračunala po enačbi (5). Pri izračunu je uporabljena dejanska struktura kapitala podjetja HAT v posameznem letu. Iz letnih izračunov  $\beta$  sem kot aritmetično sredino izračunala skupno  $\beta$  za obdobje 2000 – 2004, ki znaša 1,10 (glej Prilogo 6).

(ii) *Ocena donosnosti netvegane naložbe ( $r_f$ )*

V razvitih tržnih gospodarstvih je donosnost dolgoročnih državnih obveznic najpogostejši približek za oceno donosnosti netvegane naložbe. Dolgoročni vrednostni papirji se uporabljajo, ker se skladajo z dolgoročnim značajem investicij v lastniški kapital in ker so podvrženi manjšim nihanjem kot kratkoročni vrednostni papirji. Ob pregledu dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev v Sloveniji sem se odločila za dve vrsti obveznic:

- obveznice RS 13 z dospelostjo leta 2008 in s kuponsko obrestno mero 5,55%, denominirane pa so v DEM (EUR) in
- evroobveznice z dospelostjo leta 2009, pri katerih je letna kuponska obrestna mera 4,875%, denominirane pa so v EUR.

Ti dve obveznici sem izbrala, ker imata v primerjavi z ostalimi, bolj stabilno donosnost. Realni netvegani stopnji donosa omenjenih obveznic sta približno 3% in 3,4%, kar povprečno znaša 3,2%. Ta odstotek sem pri izračunih upoštevala kot donosnost netvegane naložbe.

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

Oceno pričakovane premije za tveganje sem izdelala na dva načina. Najprej na osnovi študije Ibbotson Associates (1997), kjer sem zasledila podatek o zahtevani premiji za tveganje lastniškega kapitala, ki je dobljena na podlagi proučevanja stopenj donosa navadnih delnic nad donosnostjo državnih obveznic v daljšem obdobju (od leta 1926 dalje) v ZDA. Po oceni stopenj donosa pred obdavčitvijo in brez transakcijskih stroškov, so avtorji raziskave ocenili, da znaša letna geometrična sredina premije za tveganje lastniškega kapitala 6,5 %, letna aritmetična sredina pa 8,6 %. Povprečje med geometrično in aritmetično sredino teh podatkov znaša 7,5%.

Hkrati pa pri Ibbotson Associates (1997) ocenjujejo, da je bila v obdobju 1970 – 1996 v Evropi povprečna tržna premija za tveganje 7 %, mediana teh vrednosti pa 7,5 % (glej Tabelo 2). Ker je

---

<sup>11</sup> Objavljena  $\beta$  je izračunana na osnovi donosnosti borznega indeksa S&P 500. Ker je S&P 500 uporabljen kot nadomestek za celotni trg, njegova  $\beta$  znaša 1. Na spletnih straneh Reutersa podatka o tem, za katero obdobje je izračunana  $\beta$ , nisem našla.

evropska stopnja na ravni prej omenjenega povprečja med geometrično in aritmetično sredino, sem mediano tržne premije za tveganje za Evropo upoštevala pri svojih izračunih.

**Tabela 2: Tržna premija za tveganje izbranih držav v obdobju 1970 – 1996 (donosnost v lokalni valuti, v %)**

Država	1987-1996	1977-1996	1970-1996
Avstralija	3,3%	5,6%	2,1%
Avstrija	4,2%	7,9%	8,1%
Belgija	7,5%	10,0%	8,3%
VB	6,4%	8,9%	6,5%
Kanada	2,1%	2,7%	1,5%
Danska	10,0%	N/A	N/A
Francija	3,8%	9,9%	6,1%
Nemčija	3,6%	9,4%	7,1%
Italija	-7,9%	6,1%	-0,4%
Japonska	1,8%	11,5%	13,0%
Nizozemska	11,3%	12,6%	9,8%
Španija	14,7%	N/A	N/A
Švedska	19,4%	N/A	N/A
Švica	10,2%	12,8%	10,8%
ZDA	8,4%	6,4%	5,1%
Aritmetična sredina	6,6%	8,7%	6,5%
Mediana	6,4%	9,2%	6,8%
<b>Povprečje za Evropo</b>	7,6%	9,7%	<b>7,0%</b>
<b>Mediana</b>			<b>7,5%</b>

Vir: Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1997. Ibbotson Associates, Yearbook, 1997.

(iv) *Izračun pričakovane stopnje donosa lastniškega kapitala HAT*

Ko sem zbrala vse potrebne podatke, lahko po enačbi (4) izračunam tudi pričakovano oz. zahtevano donosnost za lastniški kapital podjetja HAT:

$$r_{e,HAT} = r_f + (r_m - r_f) * \beta_{L,HAT} = 3,2\% + 7,5\% * 1,10 = 11,45\%$$

Izračun nam kaže, da lastnik družbe HAT, Slovenijales d.d., glede na ocenjeno tveganje pričakuje donosnost investiranega lastniškega kapitala v višini 11,45%. Ta stopnja za družbo HAT tudi pomeni strošek lastniškega kapitala.

4.2.3.3. *Tehtano povprečje stroškov kapitala*

Potem, ko sem ocenila stroške posameznih sestavin kapitala podjetja HAT v obdobju 2000 – 2004, za izračun WACC potrebujem še podatke o strukturi kapitala. Ti so prikazani v Tabeli 4. Razmerje lastniškega in dolžniškega kapitala v opazovanih letih le nekoliko variira okrog povprečnega razmerja 1:1. V vseh letih se je povečeval znesek investiranega kapitala. Delež

dolžniškega kapitala se ohranja s povečevanjem finančnih obveznosti do bank, delež lastniškega kapitala pa se ohranja z zadržanjem dela tekoče ustvarjenih dobičkov.

**Tabela 4: WACC za podjetje HAT v obdobju 2000 – 2004**

Leto	Delež lastniškega kapitala	Delež dolžniškega kapitala	WACC (v %)
2000	0,48	0,52	12,0
2001	0,52	0,48	10,9
2002	0,54	0,46	9,7
2003	0,48	0,52	8,4
2004	0,46	0,54	7,7

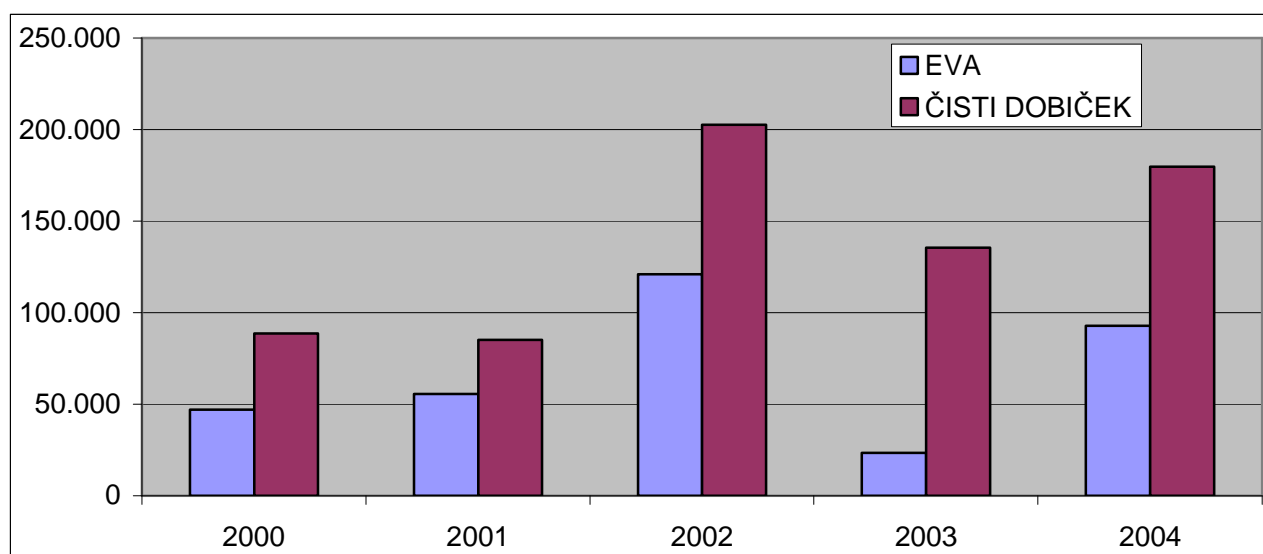
Vir: Lastni izračuni.

Tehtani povprečni strošek kapitala se je v proučevanem obdobju vsako leto zniževal. Ker je strošek lastniškega kapitala vzet kot konstanten (11,45%), na znižanje WACC ob približno enaki strukturi kapitala vpliva zniževanje posojilnih obrestnih mer in drugih stroškov odobritve kreditov.

#### 4.3. EVA za podjetje HAT v obdobju 2000 - 2004

Za podjetje HAT sem ekonomsko dodano vrednost izračunala po formuli (1). Izračuni EVA so prikazani v Prilogi 8, v Sliki 1 pa prikazujem tudi gibanje EVA v letih 2000 – 2004.

**Slika 1: Ekonomska dodana vrednost in čisti dobiček za podjetje HAT v obdobju 2000 – 2004 (v 000 SIT)**



Vir: Lastni prikaz.

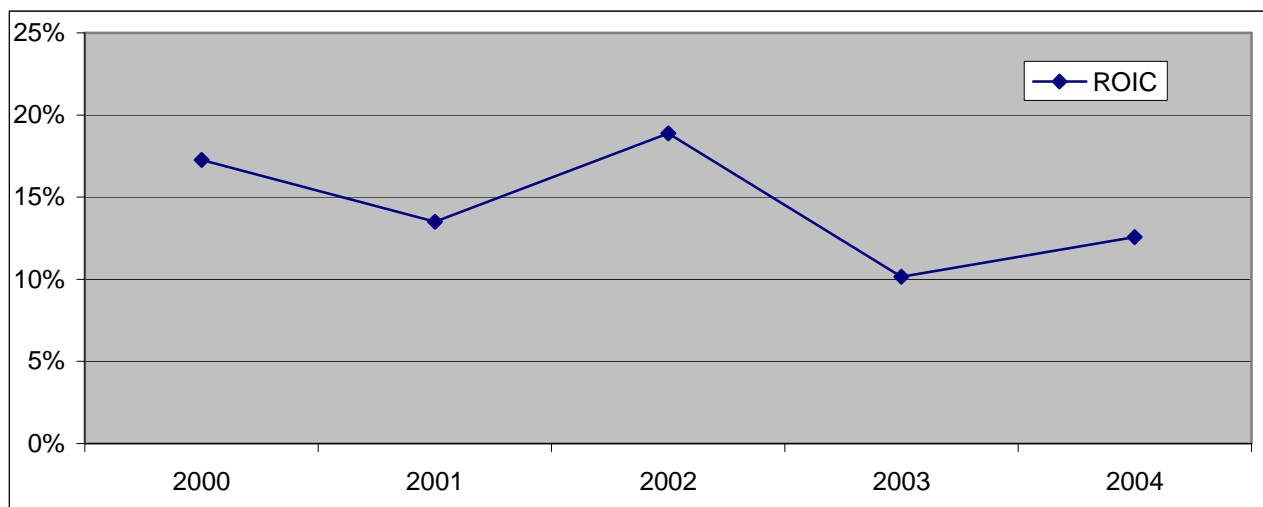
Iz Slike 1 vidimo, da je bilo v opazovanem obdobju podjetje HAT uspešno, saj je v vseh letih doseglo ekonomski dobiček. Iz primerjave z računovodskim čistim dobičkom lahko ugotovimo, da se obe kategoriji gibljeta podobno. V letih, ko se povečuje vrednost čistega dobička, se

povečuje tudi vrednost EVA in obratno. V vseh letih je tudi absolutni znesek EVA nižji od absolutnega zneska računovodsko izkazanega čistega dobička. Nihanje čistega dobička je v proučevanem obdobju večje kot nihanje EVA, kar pokaže standardni odklon, ki za EVA znaša približno 39 milijonov, za čisti dobiček pa približno 53 milijonov tolarjev.

Sama absolutna vrednost EVA je pomemben pokazatelj, uspešnost poslovanja pa dodatno pojasnijo relativne primerjave, še najbolj na primer s podobnimi podjetji oz. s panogo, kar pa zaradi pomanjkanja podobnih ocen za slovenska podjetja ni možno. V Sliki 2 je prikazana donosnost investiranega operativnega kapitala (ROIC), ki prikazuje donosnost za vse investitorje. Izračun je razviden iz Priloge 10.

Iz Slike 2 je razvidno, da je v opazovanih letih dosežena različna stopnja donosnosti investiranega kapitala. Nižji ROIC v letih 2003 in 2004 ni toliko posledica nižjega dobička iz poslovanja (NOPAT), ampak povečanja investiranega kapitala (IC). V letu 2003 je namreč družba HAT precejšen znesek sredstev investirala v rekonstrukcijo in razširitev prodajno-servisnega objekta, učinki te investicije pa niso takojšnji, ampak bodo vplivali na rezultat v daljšem obdobju.

**Slika 2: Donosnost investiranega operativnega kapitala (ROIC) za podjetje HAT za obdobje 2000 – 2004 (v %)**



Vir: Lastni prikaz.

Na osnovi dosedanjih ugotovitev lahko sklepam, da management in ostali zaposleni v HAT uspešno usklajujejo interese lastnika Slovenijales d.d. in principala Hyundai Motor Company. Ob konstantnem povečevanju tržnega deleža prodanih avtomobilov v Sloveniji (kar je v interesu HMC), vsa leta dosegajo tudi pozitivno ekonomsko dodano vrednost in tako zadovoljujejo interese lastnika, podjetja Slovenijales d.d.



## 5. SKLEP

Skozi zgodovino sta se v delniških družbah ločili funkciji lastništva in nadzora, zato v velikih podjetjih prihaja do t.i. konflikta agentov. Lastniki danes najamejo managerje, da bi vodili podjetje v njihovo dobro, vendar managerji pogosto delujejo v svojo korist na račun lastnikov. Ker delničarji nimajo dostopa do notranjih informacij podjetja, za spremljanje uspešnosti svojih podjetij uporabljajo računovodska merila, ki pa niso vedno najbolj ustrezna. Poslanstvo računovodij je namreč konservativno vrednotenje sredstev podjetja, z namenom ugotoviti, koliko je le-to vredno, če propade. Na drugi strani pa delničarje zanima gotovina, ki jo lahko kadarkoli dvignejo iz podjetja, t.j. tržna vrednost podjetja.

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

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

Ekonomski dobiček izračunamo tako, da od čistega dobička po prilagojenih davkih odštejemo stroške investiranega operativnega kapitala. Pozitivna vrednost EVA pomeni, da je podjetje poslovalo uspešno in za svoje lastnike ustvarilo novo vrednost. Pri izračunu se upošteva samo osnovna dejavnost podjetja. Investitorji so se namreč odločili vložiti svoja sredstva v podjetje zaradi osnovne dejavnosti, ki vsebuje določene vrste in višine tveganj, ki so jih pripravljene prevzeti.

Pred samim izračunom ekonomskega dobička je potrebno prilagoditi računovodske podatke. Prilagoditve zagotavljajo, da je izkazani ekonomski dobiček sorazmerno neodvisen od računovodskih predpisov, usmeritev in standardov. Možnih je 164 prilagoditev, vendar pa se moramo zavedati, da večje število prilagoditev sicer pomeni večjo natančnost izračuna, a tudi njegovo večjo kompleksnost ter manjšo razumljivost s strani uporabnikov.

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

Eden od ciljev izračuna EVA je tudi eliminiranje »kreativnosti« računovodenja. Računovodski standardi omogočajo »kreativno« računovodstvo, ki v okviru zakonskih določil (davčni zakoni in tudi drugi interesi podjetja) omogočajo optimizacijo izkazovanja rezultatov in s tem tudi davčnih obveznosti podjetja, na drugi strani pa ta »kreativnost« ustvarja nepreglednost dejanske uspešnosti poslovanja v posameznem letu. Izračun EVA izkazuje dejansko doseženi poslovni rezultat v opazovanem letu in s tem omogoča realnejšo oceno vzrokov in posledic posameznih poslovnih odločitev na bolj uspešno ali manj uspešno poslovanje podjetja v posameznem obdobju.

Poleg računovodskih deformacij je analiza EVA prav v obravnavanem primeru HAT omogočila odpraviti deformacije zaradi konkretne organizacijske strukture in posledično poslovnega odnosa med lastnikom in hčerinsko družbo. S pomočjo uporabljenih prilagoditev za potrebe izračuna EVA, so bile vse dejanske investicije in stroški locirani na dejanskega uporabnika in s tem izkazani dejanski rezultati poslovne dejavnosti, ki jo družba HAT opravlja.

Analiza EVA tako v primerjavi z računovodskimi izkazi daje realnejše rezultate, kadar analiziramo krajše časovno obdobje. Pri analizah, ki zajemajo daljše časovno obdobje (npr. 5 let) pa lahko ugotovimo, da vsebinsko podobni kazalci izračunani iz izkazov po računovodskih standardih in kazalci iz izračuna EVA, prikazujejo podobne trende. Menim, da že vnaprej ni smiselno dajati prednosti določeni vrsti analize ali se določeni vrsti odpovedati, ker lahko hitro ugotovimo, da se medsebojno dopolnjujeta, ne pa izključujeta.

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

## 6. LITERATURA

1. EVA je kot spanje in hrana. Povsod je enaka. *Manager*, Ljubljana, september 2003, 9, str. 56-60.
2. Bergant Živko: Nekateri vidiki analize kapitala podjetja. 3. strokovno posvetovanje o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1997, str. 126-141.
3. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Borak Neven, ur., Korporacijsko prestrukturiranje. Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1998, str. 87-101.
4. Berk et al.: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, 292 str.
5. Biddle Gary C., Bowen Robert M., Wallace James S.: Does EVA Beat Earnings? Evidence in associations with Stock Returns and Firm Values. *Journal of Accounting & Economics*, Amsterdam, 24 (1997), 3, str. 301-336.
6. Biddle Gary C., Bowen Robert M., Wallace James S.: Evidence on EVA. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (1999), 2, str. 1-25.
7. Bolčič Tatjana: Ekonomski dobiček - sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. [URL: [http://WWW.iteo.si/svetovanje/def\\_svetinst\\_files/cl\\_ekonom.htm](http://WWW.iteo.si/svetovanje/def_svetinst_files/cl_ekonom.htm)], 16.4.1998.
8. Bolčič Tatjana: Ravnanje za večanje vrednosti. Iteo relacije, Ljubljana, 5 (1999), 1, str. 10-11.
9. Bolčič Tatjana, Cerjak Rado: Ekonomski dobiček - sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 48 (1999), 24, str. 51-52.
10. Cook Jay, Bolčič Tatjana: Optimiranje virov financiranja podjetja in njegova ekonomska uspešnost. Gradivo za seminar. Ljubljana : Iteo, 1997. 30 str.
11. Dakič Jadranka: Delniške opcije – bi, ampak... *Finance*, Ljubljana, 10.06.2001.
12. Fortuna Tadeja: Kritični pregled novih pristopov pri spremljanju uspešnosti poslovanja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 40 str.
13. Grant James L.: *Foundations of Economic Value Added*. 2nd edition. Hoboken : John Wiley & Sons, 2003. 324 str.
14. Groznik Peter: Hibe nagrajevanja z opcijami. *Finance*, Ljubljana, 1.7.2001.
15. Ho Nicholas, Hui Norman, Li Linus: Does EVA Beat Earnings?. Round 2: Evidence from Internet Companies. [URL:[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=235404](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=235404)], 5.10.2000.
16. Hočevar Marko: Kritičen pogled na nekatere sodobne računovodske metode. *Iks*, Ljubljana, 29 (2002), 11, str. 85-96.

17. Horvat Tatjana: Za izračun EVA je potrebno prilagoditi nekatere računovodske podatke. Finance, Ljubljana, 12.04.2000, str. 18.
18. Javornik Samo: Vse o Evi in še več. Gospodarski vestnik, Ljubljana: 52 (2003), 44, str. 50-51.
19. Kleindienst Robert: Kaj morajo praktiki vedeti o kazalniku beta?. Finance, Ljubljana, 25.10.1999, str. 21.
20. Koletnik Franc: Analiza in izrazna moč računovodskih izkazov. Gradivo za izobraževanje za strokovni naziv revizor. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 1994. str. 1-17.
21. Kordež Bine: Pogled nosilcev odločanja na delo analitikov s praktičnimi primeri izračuna uspešnosti poslovanja po metodi "EVA". Zbornik referatov 6. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 2000, str. 12-30.
22. Korošec Bojana: Računovodski vidik ekonomske dodane vrednosti. Zbornik referatov 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah on reviziji. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 2003, str. 103-118.
23. Kosi Urška: Ustvarjanje vrednosti in ekonomska dodana vrednost. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 92 str.
24. Lahovnik Matej: Ponuja EVA kislo jabolko?. Gospodarski vestnik, Ljubljana: 52 (2003), 41, str. 46-47.
25. Ličen Čok Andreja: Primerjava računovodskega in ekonomskega dobička. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 97 str.
26. Lukežič Branko: Ekonomski dobiček kot merilo uspešnosti podjetja. Zbornik referatov. Ljubljana : Društvo za vrednotenje dela, 2000, str. 105-111.
27. Mäkeläinen Esa: Economic Value Added as a Management Tool. Helsinki: Helsinki School of Economics. [URL: <http://WWW.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml>], 1998.
28. Mohanty Pitabas: In Defense of EVA. [URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=423720](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423720)], 11.8.2003
29. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
30. Petrič Tine: Nerazumljena EVA. Gospodarski vestnik, Ljubljana: 53 (2004), 26-27, str. 16-20.
31. Petrič Tine: Delničarji zaradi borznih družb ob kapital. Finance, Ljubljana, 23.5.2005, str. 2-3.
32. Riceman Stephen S., Cahan Steven F., Mohan Lal: Do Managers Perform better under EVA Bonus Schemes?. European Accounting Review, London, 11 (2002), 3, str. 537- 572.
33. Rijavec Petja: Zamenjava na tronu: Delničar je kralj. Manager, Ljubljana, 2000, 3, str. 30-33.

34. Stern Joel M., Shiely John S., Ross Irwin: EVA kot izziv: Uvajanje sprememb, ki v organizacijo prinašajo dodano vrednost. Ljubljana : GV založba, 2003. 244 str.
35. Vrtač Mirjana: Ekonomska dodana vrednost - EVA. Diplomaska naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 41 str.
36. Young David S., O`Byrne Stephen F.: EVA and Value Based Management: A Practical Guide to implementation. New York : McGraw-Hill, 2000. 493 str.

## 7. VIRI

1. Ardi d.o.o. Prvič registrirana nova osebna vozila, 2005.
2. Hyundai Motor Company 2004 Business Report. [URL: <http://ir.hyundai-motor.com/eng/index.html>], 15.4.2005.
3. Knjigovodski podatki podjetja Hyundai Avto Trade d.o.o.
4. Knjigovodski podatki podjetja Slovenijales d.d.
5. Letno poročilo podjetja Hyundai Avto Trade d.o.o. za leta 2000, 2001, 2002, 2003 in 2004.
6. PIC Engineering, d.o.o.: Poročilo o ocenjevanju vrednosti družbe Hyundai Avto Trade d.o.o. za leto 2000.
7. Pogovor s pooblaščenim cenilcem vrednosti podjetij.
8. Pogovori z vodstvom podjetja Hyundai Avto Trade d.o.o.
9. Spletna stran podjetja HAT d.o.o. [URL: <http://WWW.hyundai.si/default.asp?id=177> in <http://WWW.hyundai.si/default.asp?id=263>], 15.4.2005.
10. Spletne strani dnevnika Finance. [URL: <http://WWW.finance-on.net/show.php?id=6802> in <http://WWW.finance-on.net/show.php?id=7779>], 22.3.2005.
11. Spletne strani podjetja Iteo d.o.o. [URL: <http://WWW.iteo.si/svetovanje/>], 13.3.2005.
12. Spletne strani Ministrstva za finance. [URL: [http://WWW.gov.si/mf/slov/obvezn/odplacane/obveznica\\_13.htm](http://WWW.gov.si/mf/slov/obvezn/odplacane/obveznica_13.htm) in [http://WWW.sigov.si/mf/slov/obvezn/euro\\_obveznice.htm](http://WWW.sigov.si/mf/slov/obvezn/euro_obveznice.htm)], 20.4.2005.
13. Spletne strani Reutersa. [URL: <http://WWW.investor.reuters.com/mg.aspx?ticker=gm.n&target=/stocks/financialinfo/ratios/valuatios> in <http://WWW.investor.reuters.com/MG.aspx?ticker=CREB.OB&target=%2stocks%2ffinancialinfo%2fratios?2fvaluation>], 5.4.2005.
14. Spletne strani Social Science Research Network. [URL: <http://WWW.papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>], 1.2.2005
15. Statistika prodaje po svetu (rezultati raziskave European Automobile Manufacture Association za leto 2004). Avto magazin, Ljubljana, 17.3.2005, str. 72-74.

16. Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1997. Ibbotson Associates, Yearbook, 1997.



## **PRILOGE**



**Priloga 1: Aktiva bilance stanja podjetja HAT za obdobje 2000 – 2004 (v tisoč SIT)**

Postavke	31.12. 2000	31.12. 2001	31.12. 2002	31.12. 2003	31.12. 2004
<b>SREDSTVA</b>	<b>1.887.036</b>	<b>1.987.987</b>	<b>2.302.378</b>	<b>2.111.202</b>	<b>2.269.604</b>
<b>A. Stalna sredstva</b>	<b>106.336</b>	<b>122.808</b>	<b>195.128</b>	<b>236.354</b>	<b>227.492</b>
<b>I. Neopredmetena dolgoročna sredstva</b>	<b>3.897</b>	<b>2.952</b>	<b>68.859</b>	<b>77.541</b>	<b>70.274</b>
Dolgoročno odloženi stroški poslovanja	0	0	61.665	75.427	66.320
Dolgoročne premoženjske pravice	3.897	2.952	3.402	2.114	3.954
Dredujmi za neopredmetena dolgoročna sredstva	0	0	3.792	0	0
<b>II. Opredmetena osnovna sredstva</b>	<b>102.439</b>	<b>119.856</b>	<b>126.269</b>	<b>151.035</b>	<b>145.082</b>
Zemljišča in zgradbe	18.215	18.818	18.145	17.473	16.799
Zgradbe	18.215	18.818	18.145	17.473	16.799
Druge naprave in oprema	84.224	101.038	108.124	133.562	128.283
<b>II I. Dolgoročne finančne naložbe</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7.778</b>	<b>12.136</b>
Deleži v podjetjih v skupini	0	0	0	7.778	12.136
<b>B. Gibljava sredstva</b>	<b>1.774.332</b>	<b>1.859.978</b>	<b>2.102.335</b>	<b>1.859.444</b>	<b>2.021.123</b>
<b>I. Zaloge</b>	<b>1.368.891</b>	<b>1.539.207</b>	<b>1.754.642</b>	<b>1.491.477</b>	<b>1.564.499</b>
Material	0	0	0	742	1.610
Proizvodi in trgovsko blago	1.195.149	1.361.330	1.655.441	1.326.521	1.208.042
Predujmi za zaloge	173.742	177.877	99.201	164.214	354.847
<b>II. Poslovne terjatve</b>	<b>339.405</b>	<b>282.786</b>	<b>258.904</b>	<b>306.714</b>	<b>345.247</b>
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0	550	0
Dolgoročne poslovne terjatve do kupcev	0	0	0	550	0
Kratkoročne poslovne terjatve	339.405	282.786	258.904	306.164	345.247
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	299.378	264.782	245.381	268.316	335.225
Kratkoročne poslovne terjatve do podjetij v skupini	80	105	31	8.995	4.857
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	39.947	17.899	13.492	28.853	5.165
<b>II I. Kratkoročne finančne naložbe</b>	<b>12.775</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5.000</b>	<b>5.000</b>
Kratkoročni deleži v podj. v skupini razen v pridruž. podj.	12.775	0	0	5.000	5.000
<b>I V. Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina</b>	<b>53.261</b>	<b>37.985</b>	<b>88.789</b>	<b>56.253</b>	<b>106.377</b>
<b>C. Aktivne časovne razmejitev</b>	<b>6.368</b>	<b>5.201</b>	<b>4.915</b>	<b>15.404</b>	<b>20.989</b>
zunajbilančna evidenca	129.240	1.679.175	104.733	291.566	320.151

Vir: Letna poročila družbe Hyundai Avto Trade za leta 2000 – 2004.

## Priloga 2: Pasiva bilance stanja podjetja HAT za obdobje 2000 – 2004 (v tisoč SIT)

	Postavke	31.12. 2000	31.12. 2001	31.12. 2002	31.12. 2003	31.12. 2004
	<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>1.887.036</b>	<b>1.987.987</b>	<b>2.302.378</b>	<b>2.111.202</b>	<b>2.269.604</b>
<b>A.</b>	<b>Kapital</b>	<b>549.678</b>	<b>622.381</b>	<b>744.935</b>	<b>506.027</b>	<b>690.100</b>
<b>I.</b>	<b>Vpoklicani kapital</b>	<b>31.307</b>	<b>31.307</b>	<b>31.307</b>	<b>31.307</b>	<b>31.307</b>
	Osnovni kapital	31.307	31.307	31.307	31.307	31.307
<b>III</b>	<b>Rezerve iz dobička</b>	<b>2.457</b>	<b>5.064</b>	<b>5.064</b>	<b>5.064</b>	<b>5.064</b>
	Zakonske rezerve	2.457	5.064	5.064	5.064	5.064
<b>IV</b>	<b>Preneseni čisti poslovni izid</b>	<b>287.598</b>	<b>467.706</b>	<b>472.791</b>	<b>295.345</b>	<b>430.759</b>
<b>V.</b>	<b>Čisti poslovni izid poslovnega leta</b>	<b>88.649</b>	<b>85.085</b>	<b>202.554</b>	<b>135.414</b>	<b>179.715</b>
<b>VI</b>	<b>Prevrednotovalni popravki kapitala</b>	<b>139.667</b>	<b>33.219</b>	<b>33.219</b>	<b>38.897</b>	<b>43.255</b>
	Splošni prevrednotovalni popravek kapitala	139.667	33.219	33.219	33.219	33.219
	Posebni prevrednotovalni popravek kapitala	0	0	0	5.678	10.036
<b>B.</b>	<b>Rezervacije</b>	<b>60.426</b>	<b>58.241</b>	<b>71.897</b>	<b>23.785</b>	<b>6.257</b>
	Druge rezervacije	60.426	58.241	71.897	23.785	6.257
<b>C.</b>	<b>Finančne in poslovne obveznosti</b>	<b>1.165.832</b>	<b>1.214.550</b>	<b>1.414.292</b>	<b>1.551.774</b>	<b>1.550.038</b>
	Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	0	0	0	400.241	297.062
	Dolgoročne finančne obveznosti do bank	0	0	0	400.241	297.062
	Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	1.165.832	1.214.550	1.414.292	1.151.533	1.252.976
	Kratkoročne finančne obveznosti do bank	646.211	745.517	963.241	829.403	948.221
	Kratkoročne poslovne obveznosti na podlagi predujmov	4.380	6.424	23.609	2.995	9.385
	Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	464.721	337.578	269.661	223.030	183.854
	Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti (tudi obveznice) do podjetij v skupini	0	55.282	97.325	16.777	3.138
	Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti do drugih	50.520	69.749	60.456	79.328	108.378
<b>Č.</b>	<b>Pasivne časovne razmejitev</b>	<b>111.100</b>	<b>92.815</b>	<b>71.254</b>	<b>29.616</b>	<b>23.209</b>
	Zunajbilančna evidenca	129.240	1.679.175	104.733	291.566	320.151

Vir: Letna poročila družbe Hyundai Avto Trade za leta 2000 – 2004.

**Priloga 3: Izkaz poslovnega izida podjetja HAT za obdobje 2000 – 2004 (v tisoč SIT)**

	Postavke	2000	2001	2002	2003	2004
<b>1.</b>	<b>ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE (a – d)</b>	<b>5.274.598</b>	<b>5.602.014</b>	<b>5.525.225</b>	<b>6.253.524</b>	<b>7.375.650</b>
a.	Čisti prihodki od prod. proizv. in stor. na dom. trgu (1+2)	7.994	6.496	8.705	45.292	91.034
	1. Čisti prihodki od prod. proizv. in stor. na dom. Trgu razen najemnin	7.994	6.496	8.705	45.096	89.238
	od tega: čisti prih. na dom. trgu od povezanih podjetij	0	0	11	4.948	13.965
	2. Čisti prihodki od najemnin	0	0	0	196	1.796
	od tega: čisti prih. od najemnin na dom. trgu od povez. podj.	0	0	0	196	1.796
b.	Čisti prihodki od prodaje blaga in materiala na domačem trgu	5.141.366	5.404.301	5.092.709	5.758.920	6.972.642
	od tega: čisti prih. na dom. trgu od povezanih podjetij	5.503	0	43	0	6.827
c.	Čisti prihodki od prodaje proizvodov in storitev na tujem trgu	3.829	13.066	66.676	117.014	109.172
d.	Čisti prihodki od prodaje blaga in materiala na tujem trgu	121.409	178.151	357.135	332.298	202.802
<b>3.</b>	<b>USREDSTVENI LASTNI PROIZVODI IN LASTNE STORITVE</b>	<b>48.043</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.875</b>	<b>3.563</b>
<b>4.</b>	<b>DRUGI POSLOVNI PRIHODKI (1+2)</b>	<b>115</b>	<b>18.868</b>	<b>229.536</b>	<b>58.371</b>	<b>14.072</b>
	2. Drugi poslovni prihodki (s prevrednotov.poslovnimi prihodki)	115	18.868	229.536	58.371	14.072
	od tega: drugi prih. od pov. Podjetij	0	0	0	15.874	0
<b>A</b>	<b>KOSMATI DONOS OD POSLOVANJA (1+2+3+4)</b>	<b>5.322.756</b>	<b>5.620.882</b>	<b>5.754.761</b>	<b>6.313.770</b>	<b>7.393.285</b>
<b>B</b>	<b>POSLOVNI ODHODKI (5+6+7+8)</b>	<b>5.073.650</b>	<b>5.366.049</b>	<b>5.406.490</b>	<b>6.077.505</b>	<b>7.097.776</b>
<b>5.</b>	<b>Stroški blaga, materiala in storitev (a+b+c)</b>	<b>4.846.397</b>	<b>5.070.707</b>	<b>5.085.078</b>	<b>5.720.193</b>	<b>6.730.855</b>
A	Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	4.224.027	4.471.218	4.526.564	5.133.470	6.109.222
	od tega: nabavna vrednost od povezanih podjetij	4.510	0	0	109	17.678
B	Stroški porabljenega materiala (1+2+3)	70.185	45.918	41.525	58.926	79.339
	1. Stroški materiala	70.185	0	0	10.616	33.118
	2. Stroški energije	0	9.118	10.185	9.975	10.522
	3. Drugi stroški materiala	0	36.800	31.340	38.335	35.699
	od tega: drugi stroški materiala od povezanih podjetij	0	0	262	1.858	1.722
C	Stroški storitev (1+2+3+4)	552.185	553.571	516.989	527.797	542.294
	1. Transportne storitve	0	29.729	25.733	24.197	20.173
	2. najemnine	0	80.147	79.506	87.910	94.905
	od tega: drugi stroški storitev od povezanih podjetij	0	0	78.898	87.206	93.934
	3. povračila stroškov zaposlencem v zvezi z delom	0	10.181	10.811	9.134	13.441
	4. drugi stroški storitev	552.185	433.514	400.939	406.556	413.775
	od tega: drugi stroški storitev od povezanih podjetij	0	0	28.650	10.850	10.832
	Postavke	2000	2001	2002	2003	2004
<b>6.</b>	<b>Stroški dela (a+b+c+d)</b>	<b>163.913</b>	<b>203.134</b>	<b>236.271</b>	<b>293.283</b>	<b>311.969</b>

	Postavke	2000	2001	2002	2003	2004
A	Stroški plač	118.570	149.011	172.566	212.346	224.914
B	Stroški pokojninskih zavarovanj	19.526	13.537	15.691	19.364	20.410
C	Stroški drugih zavarovanj	0	10.941	12.861	15.908	16.755
D	Drugi stroški dela	25.817	29.645	35.153	45.665	49.890
<b>7.</b>	<b>Odpisi vrednosti (a-c)</b>	<b>40.817</b>	<b>51.167</b>	<b>73.979</b>	<b>57.389</b>	<b>37.119</b>
A	Amortizacija neopredm. dolgoroč. sred. in opred. Osn. sred.	37.465	44.756	45.012	40.049	33.689
B	Prevrednotovalni posl. odh. pri neopred. dolg. sred. in opred. osn. sred.	0	242	365	1.254	473
C	Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	3.352	6.169	28.602	16.086	2.957
<b>8.</b>	<b>Drugi poslovni odhodki</b>	<b>22.523</b>	<b>41.041</b>	<b>11.162</b>	<b>6.640</b>	<b>17.833</b>
<b>C</b>	<b>POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA (A-B)</b>	<b>249.106</b>	<b>254.833</b>	<b>348.271</b>	<b>236.265</b>	<b>295.509</b>
<b>D</b>	<b>FINANČNI PRIHODKI (9+10+11)</b>	<b>46.226</b>	<b>27.981</b>	<b>23.008</b>	<b>16.022</b>	<b>13.064</b>
<b>I</b>	<b>Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev (a+c)</b>	<b>46.226</b>	<b>27.981</b>	<b>23.008</b>	<b>16.022</b>	<b>13.064</b>
A	Finančni prihodki iz obresti in kratk. terjatev do podjetij v skupini	0	0	338	274	396
C	Drugi finančni prihodki iz obresti in kratkoročnih terjatev	46.226	27.981	22.670	15.748	12.668
E	FINANČNI ODHODKI (12+13)	173.456	168.591	118.677	75.472	69.309
<b>I</b>	<b>Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti (a - c)</b>	<b>173.456</b>	<b>168.591</b>	<b>118.677</b>	<b>75.472</b>	<b>69.309</b>
C	Drugi finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	173.456	168.591	118.677	75.472	69.309
<b>F</b>	<b>POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA (C+D-E)</b>	<b>121.876</b>	<b>114.223</b>	<b>252.602</b>	<b>176.815</b>	<b>239.264</b>
<b>I</b>	<b>IZREDNI PRIHODKI (a+b)</b>	<b>8.698</b>	<b>3.286</b>	<b>3.250</b>	<b>8.194</b>	<b>3.406</b>
B	Drugi izredni prihodki	8.698	3.286	3.250	8.194	3.406
<b>I</b>	<b>IZREDNI ODHODKI (a+b)</b>	<b>7.452</b>	<b>2.085</b>	<b>6</b>	<b>24</b>	<b>84</b>
A	Izredni odhodki brez prevrednotovalnega popravka kapitala	7.452	2.085	6	24	84
<b>I</b>	<b>POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA (16-17)</b>	<b>1.246</b>	<b>1.201</b>	<b>3.244</b>	<b>8.170</b>	<b>3.322</b>
<b>I</b>	<b>Davek iz dobička iz rednega delovanja</b>	<b>34.473</b>	<b>30.339</b>	<b>53.292</b>	<b>49.571</b>	<b>62.871</b>
<b>2</b>	<b>ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA (F+18-19-20)</b>	<b>88.649</b>	<b>85.085</b>	<b>202.554</b>	<b>135.414</b>	<b>179.715</b>
	Povprečno število zaposl. delavcev na podl. del. ur v obrač. obd.	33	38	39	41	44

Vir: Letna poročila družbe Hyundai Avto Trade za leta 2000 – 2004.

**Priloga 4: Izračun dobička iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPAT) za podjetje HAT za obdobje 2000 - 2004 (v tisoč SIT)**

Postavke	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Poslovni izid pred davki (iz IPI)</b>	<b>123.122</b>	<b>115.424</b>	<b>255.846</b>	<b>184.985</b>	<b>242.586</b>
Neto strošek poslovnega najema	64.932	67.611	70.248	75.616	78.111
Strošek premije za tveganje	24.366	23.364	24.329	7.179	7.331
Neto povečanje rezervacij	6.166	-2.186	13.656	-48.112	-17.528
Neto revaloriz. Primanjkljaj	34.672	30.561			
Neto izredni odhodki	-1.246	-1.201	-3.244	-8.170	-3.322
Neto stroški financiranja	95.075	86.154	64.786	65.111	60.310
<b>PRILAGOJENI POSLOVNI DOBIČEK (EBIT)</b>	<b>347.087</b>	<b>319.727</b>	<b>425.621</b>	<b>276.609</b>	<b>367.488</b>
Prilagojeni davek	-86.772	-79.932	-106.405	-69.152	-91.872
<b>DOBIČEK IZ POSLOVANJA PO PRILAGOJENIH DAVKIH (NOPAT)</b>	<b>260.315</b>	<b>239.795</b>	<b>319.216</b>	<b>207.457</b>	<b>275.616</b>

Vir: Lastni izračuni.

**Priloga 5: Izračun investiranega kapitala za podjetje HAT za obdobje 2000 – 2004 (stanja konec leta, v tisoč SIT)**

Postavke	2000	2001	2002	2003	2004
Prilagojeni kapital	796.124	886.079	1.008.633	938.438	1.122.511
Dolgoročne rezervacije	60.426	58.241	71.897	23.785	6.257
Dolgor. Finančne obveznosti	0	0	0	400.241	297.062
Kratkor. finančne obveznosti	920.287	745.517	963.241	829.403	948.221
<b>INVESTIRANI KAPITAL (IC)</b>	<b>1.776.837</b>	<b>1.689.837</b>	<b>2.043.771</b>	<b>2.191.876</b>	<b>2.374.051</b>

Vir: Lastni izračuni.

## Priloga 6: Izračun koeficienta $\beta$ za podjetje HAT

1. Beta nezadolžene panoge Auto & Truck Manufacturers (panoga 1):

$$\beta_{\text{PANOGE1}} = \beta_{\text{USA}} / (1 + (D/E)_{\text{USA}}) * (1 - T_{\text{USA}}) = 1,29 / (1 + 0,84) * (1 - 0,29) = 0,98$$

Vir: Reuters

2. Beta nezadolžene panoge Auto & Truck Parts (panoga 2):

$$\beta_{\text{PANOGE2}} = \beta_{\text{USA}} / (1 + (D/E)_{\text{USA}}) * (1 - T_{\text{USA}}) = 0,92 / (1 + 0,44) * (1 - 0,32) = 0,94$$

Vir: Reuters

3. Tehtana beta prilagojene nezadolžene panoge:

$$\beta_{\text{PONDER}} = 0,90 * \beta_{\text{PANOGE1}} + 0,10 * \beta_{\text{PANOGE2}} = 0,90 * 0,98 + 0,10 * 0,94 = 0,976$$

4. Izračun prilagojene bete za podjetje HAT:

$$\beta_{\text{HAT}} = \beta_{\text{PONDER}} * [(1 + (D/E)_{\text{HAT}}) * (1 - T)_{\text{HAT}}]$$

**Tabela 1: Prilagojena beta za podjetje HAT za obdobje 2000 – 2004**

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
$(D/E)_{\text{HAT}}$	0,52	0,48	0,46	0,52	0,54
$\beta_{\text{HAT}}$	<b>1,11</b>	<b>1,08</b>	<b>1,07</b>	<b>1,11</b>	<b>1,13</b>

Vir: Lastni izračuni.

Povprečna beta za podjetje HAT v proučevanem obdobju tako znaša 1,10.

**Priloga 7: Izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala za HAT za obdobje 2000 – 2004**

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
Delež LK	0,48	0,52	0,54	0,48	0,46
Strošek LK	11,45 %	11,45 %	11,45 %	11,45 %	11,45 %
Delež dolga	0,52	0,48	0,46	0,52	0,54
Strošek dolga	16,6 %	13,7 %	10,3 %	7,4 %	5,9 %
(1 – T)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
<b>WACC</b>	<b>12,0 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>7,7 %</b>

Vir: Lastni izračuni.

**Priloga 8: Izračun EVA za podjetje HAT za obdobje 2000 – 2004**

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
NOPAT (v 000 SIT)	260.315	239.795	319.216	207.457	275.616
WACC	12,0 %	10,9 %	9,7 %	8,4 %	7,7 %
IC (v 000 SIT)	1.776.837	1.689.837	2.043.771	2.191.867	2.374.051
<b>EVA (v 000 SIT)</b>	<b>47.095</b>	<b>55.603</b>	<b>120.970</b>	<b>23.340</b>	<b>92.814</b>

Vir: Lastni izračuni.

**Priloga 9: Izračun vrednosti povprečnega lastniškega kapitala za HAT za obdobje 2000 – 2004**

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
Začetno stanje kapitala (v 000 SIT)	722.158	856.550	944.320	1.080.530	962.223
Končno stanje kapitala (v 000 SIT)	767.901	859.235	877.976	826.809	949.053
<b>Povprečno stanje kapitala (v 000 SIT)</b>	<b>745.030</b>	<b>857.892</b>	<b>911.148</b>	<b>953.670</b>	<b>955.638</b>

Vir: Lastni izračuni.

**Priloga 10: Izračun donosnosti celotnega investiranega kapitala (ROIC) za podjetje HAT v obdobju 2000 – 2004**

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
NOPAT (v 000 SIT)	260.315	239.795	319.216	207.457	275.616
IC <sup>1</sup> (v 000 SIT)	1.507.460	1.776.837	1.689.837	2.043.771	2.191.867
<b>ROIC</b>	<b>17,27 %</b>	<b>13,50 %</b>	<b>18,89 %</b>	<b>10,15 %</b>	<b>12,57 %</b>

<sup>1</sup> Stanje IC na začetku leta.

Vir: Lastni izračuni