

Tatjana Bolčič
PARTNER TEAM d.o.o. Ljubljana

Dr. Živko Bergant
ABECEDA Revizija d.o.o.
Gea College, Visoka šola za podjetništvo, Piran

EKONOMSKI DOBIČEK

1. UVOD

Za ugotavljanje uspešnosti podjetja je bistvenega pomena ustrezna opredelitev cilja. Zastavljeni cilj mora biti jasen in merljiv, izpolnjevati mora pogoje trodimenzionalnosti cilja (cilj – upravljalni vidik, sodilo – analitični vidik, informacija – informacijski vidik), saj samo tak omogoča oblikovanje ustreznih informacij za odločanje in nadzor¹.

V svetu je gotovo najpomembnejše merilo uspešnosti tržna cena navadne delnice. Ne glede na to, ali se z delnicami trguje na borzi ali ne, poslovne odločitve vplivajo na gibanje cene delnic in torej na vrednost enote lastniškega kapitala podjetja. Raziskave v razvitih tržnih gospodarstvih so pokazale, da korelacija med računovodsko izkazanim čistim dobičkom in iz njega izvedenimi kazalci ter gibanjem tržne cene delnice ni dovolj močna.

Zato je v ekonomski teoriji in tudi praksi je že dalj časa uveljavljena opredelitev temeljnega cilja z upravljalnega vidika, to je **dolgoročna rast vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala** oziroma maksimiranje tržne vrednosti podjetja.

Prvi modeli, ki so omogočili praktično uveljavitev tako opredeljenega cilja tudi pri merjenju uspešnosti celotnega podjetja, merljivost cilja in s tem nadzor in informacije za odločanje, so bili razviti in uporabljeni šele sredi 80-ih let. Za upravljanje in vodenje podjetja, ki temelji na maksimiranju tržne vrednosti podjetja, se je uveljavil izraz Value Based Management – VBM, ki ga lahko prevedemo kot **Ravnanje za večanje vrednosti**. To je stalen proces, ki na vseh ravneh usmerja odločanje in delovanje v večanje vrednosti kapitala in vključuje tudi sistem za motivacijo in nagrajevanje odgovornih v podjetju v odvisnosti od njihovega prispevka k povečanju vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala.

Uvajanje ravnanja za večanje vrednosti in ustreznih modelov omogoča:

- oceno uspešnosti podjetja kot celote
- oceno uspešnosti posameznih podjetij v skupini in posameznih poslovnih enot oziroma prodajnih programov
- oceno upravičenosti naložbenih projektov
- oceno upravičenosti uvajanja novih prodajnih programov, izdelkov, trgov,...
- oceno ustreznosti in izbiri različnih možnih razvojnih strategij
- oceno upravičenosti združevanja, nakupov ali izločitev podjetij ali delov podjetij
- oceno uspešnosti poslovnega preobrata
- oblikovanje politike dividend.

¹ Ž. Bergant: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja, Zbornik referatov 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije, 1998, str. 87 - 101

2. NEKATERI MODELI MERJENJA USPEŠNOSTI PODJETJA V OKVIRU KONCEPTA RAVNANJA ZA VEČANJE VREDNOSTI

Namen modelov merjenja uspešnosti podjetja v okviru koncepta ravnanja za večanje vrednosti je v opredelitvi merljive kategorije, ki najbolje odraža vpliv na oblikovanje tržne cene enote navadnega lastniškega kapitala. Dosedanja praksa, podprta z empiričnimi raziskavami, je pokazala, da uporabljene kategorije, ki temeljijo na računovodskih izkazih, ne odražajo in še manj pojasnjujejo tržno vrednost kapitala na kapitalskem trgu. Poleg ostalih slabosti² je njihova ključna pomanjkljivost, da ne upoštevajo vseh ekonomskih stroškov³, saj ne vključujejo stroškov lastniškega kapitala, to je pričakovanih/zahtevanih donosov investitorjev. Le-ti so odvisni od možnih alternativnih naložb in tveganja, ki so ga investitorji pripravljeno prevzeti, in predstavljajo oportunitetni strošek investitorja.

Sodobni modeli upoštevajo vse ekonomske stroške in praviloma uveljavljajo finančno izraženo kategorijo, ki je jasna, razumljiva in merljiva. Modeli v koncept ravnanja za večanje vrednosti vključujejo tudi sistem motivacije in nagrajevanja, ki je odvisen od doseganja cilja. Sistem motivacije in nagrajevanja, vezan na doseganje pravega cilja, je ključnega pomena, saj le tako lahko zanesljivo dosežemo, da management podjetja deluje v interesu lastnikov.

Kot najpomembnejše modele lahko naštejemo:

- SVA – Shareholder Value Analysis⁴ - izhaja iz metode diskontiranja pričakovanih donosov in modela, predstavljenega v knjigi »Creating Shareholder Value« in je v bistvu stalno napovedovanje pričakovanih donosov, njihovo diskontiranje na sedanjo vrednost in vrednotenje podjetja. Merilo uspešnosti temelji na primerjavi dejanskih donosov z napovedanimi.
- CFROI – Cash Flow Return On Investment⁵ - je mera dobičkovnosti naložb, ki je opredeljena zelo podobno, kot notranja stopnja donosnosti. Upošteva vpliv inflacije. S primerjavo bruto denarnega toka z nabavno vrednostjo sredstev in ob upoštevanju različne starosti sredstev in njihove življenjske dobe se preračuna na notranjo stopnjo donosnosti.
- CVA – Cash Value Added⁶ - vključuje le postavke denarnega toka in predstavlja razliko med dejanskim poslovnim denarnim tokom (OCF – Operating Cash Flow) in potrebnim poslovnim denarnim tokom (OCFD – Operating Cash Flow Demand), ki predstavlja stroške vsega kapitala oziroma zahtevani donos vseh investitorjev.
- EVA™ – Economic Value Added⁷ - predstavlja razliko med doseženim donosom, ki je opredeljen kot čisti poslovni dobiček po prilagojenem davku na dobiček (NOPAT – Net Operating Profit After Taxes), in pričakovanim donosom, ki predstavlja stroške vsega investiranega kapitala. Razlika je ekonomski dobiček (oziroma ekonomska izguba, če je razlika negativna).

² Isto kot pod 1

³ J. Prašnikar in Ž. Debeljak: Ekonomski modeli za poslovno odločanje, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, str. 214 - 220

⁴ A. Rappaport: Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance, The Free Press, 1986

⁵ Economist: Valuing Companies, A Star to sail by?, The Economist, 2. avgust 1997, str. 57 - 59

⁶ E. Ottosson and F. Weissenrieder: Cash Value Added – A new method for measuring financial performance, Gothenburg Studies in Financial Economics, 1996, dosegljivo tudi (sept. 1999) na <http://www.anelda.se>

⁷ G. B. Stewart, III: The Quest for Value, Harper Business, New York, 1991, EVA je zaščiteno ime svetovalne firme Stern&Stewart

Podrobnejša obravnava posameznih metod presega okvire tega prispevka, zato v nadaljevanju obravnavamo le metodo, ki se je v zadnjem letu najbolj uveljavila in je zaradi razumljivosti in enostavnosti tudi najbolj uporabljana metoda merjenja uspešnosti z vidika maksimiranja vrednosti, to je EVA™ - Economic Value Added, za katero bomo v nadaljevanju uporabljali izraz ekonomski dobiček.

3. KAJ VPLIVA NA OBLIKOVANJE TRŽNE CENE DELNICE

Največja ovira, s katero se uprave podjetij soočajo pri svojem trudu za večanje premoženja delničarjem je osnovno nerazumevanje oblikovanja cene delnic na trgu kapitala. Logičen vtis je, da je celoten donos delnice (rast vrednosti delnice in dividende) tisti, ki vpliva na oblikovanje tržne cene, saj je očitno, da je večji donos boljši od manjšega. Vendar nam celotni donos delnice ne pove, ali je eno podjetje uspešnejše od drugega. Razlog je v tem, ker je zahtevana stopnja donosa (strošek kapitala) odvisna od tveganja, ki je povezano s poslovanjem podjetja – višje kot je tveganje, večja je zahtevana stopnja donosa. Zahtevana stopnja donosa za investitorje lastniškega kapitala raste tudi s stopnjo finančnega vzvodja podjetja (razmerjem med dolgovi in lastniškim kapitalom podjetja), ki povečuje finančno tveganje. Zaradi razlik v stopnji tveganja je možno, da je podjetje s 13% donosom za delničarje uspešnejše od drugega podjetja, ki ima recimo 15% ali celo 20% donos. Da bi ugotovili, katero podjetje je zares uspešno, moramo donose prilagoditi stopnji tveganja glede na poslovno in finančno tveganje podjetja.

Celo v tem primeru ne moremo biti povsem gotovi, katero podjetje je uspešnejše. Izračunavanje celotne donosnosti namreč predpostavlja, da delničarji lahko ponovno investirajo dobljene dividende, kar ne drži. Delničarji lahko ponovno investirajo izplačane dividende v isto podjetje le do višine vrednosti delnic, ki jih prodajo drugi delničarji tega podjetja.

Za primer vzemimo dve podjetji z enako tržno kapitalizacijo (enakim številom in tržno ceno delnic), enakim tveganjem in enako stopnjo celotnega donosa. Predpostavimo, da delničarji vse dividende lahko reinvestirajo zunaj podjetja z donosom, ki je enak ceni kapitala. V primeru, da je donos delnic obeh podjetij večji od cene kapitala, se povečuje premoženje delničarjev podjetja, ki več dobička reinvestira, v nasprotnem primeru (če je donos manjši od cene kapitala) je za delničarje bolje, če so izplačane višje dividende. Drugače povedano:

- če je donos večji od cene kapitala, ustvarja večjo vrednost za delničarje tisto podjetje, ki ne izplačuje dividend in dobiček reinvestira
- če je donos manjši od cene kapitala, izgublja manj vrednosti za delničarje tisto podjetje, ki izplačuje več dividend.

Tržna vrednost delnice ne pove ničesar o ustvarjanju vrednosti za delničarje. Seveda nam pove vrednost kapitala podjetja, vendar zanemarja pomemben vidik – koliko kapitala je bilo potrebno investirati, da je bila ta vrednost dosežena. **Ustvarjanje vrednosti ni določeno s tržno vrednostjo podjetja, temveč z razliko med tržno vrednostjo in kapitalom, ki so ga investitorji vložili**⁸. Če vsak tolar kapitala, ki ga podjetje investira (vplačani kapital, zadržani dobički, posojila), ustvari manj kot tolar tržne vrednosti, to podjetje zmanjšuje premoženje delničarjev.

⁸ Al Ehrbar: The Right Way to Keep Score, EVA – The Real Key to Creating Wealth, str.41-53, 1998

Razlika med celotno tržno vrednostjo (lastniškega in dolgovanega) kapitala in celotnim investiranim kapitalom je **tržna dodana vrednost (MVA⁹ - Market Value Added)**:

$$\text{MVA} = \text{tržna vrednost kapitala} - \text{celotni investirani kapital}$$

Tržna dodana vrednost je odločilno merilo ustvarjanja premoženja delničarjev. To je razlika med tistim, kar so investitorji vložili v podjetje kot kapital, in tistim, kar bi lahko dobili s prodajo po trenutni tržni ceni. Tržna dodana vrednost avtomatično upošteva stopnjo tveganja, ker tržne vrednosti kapitala vključujejo presojo investitorjev tako o tveganju kot tudi o uspešnosti. To pomeni, da je MVA merilo, s katerim lahko neposredno primerjamo uspešnost podjetij v različnih dejavnostih in celo v različnih državah. **Končni cilj poslovanja podjetja je torej tržna dodana vrednost.**

Cene delnic so odvisne izključno od pričakovanj – le od dobičkov, ki jih investitorji pričakujejo od podjetja v prihodnosti. Pretekli dobički so pomembni le zato, ker so pomembne dejavniki, ki vpliva na pričakovanja o uspešnosti v prihodnosti.

Cilj vsakega podjetja bi torej moral biti maksimiranje tržne dodane vrednosti. Vendar nam MVA ne pomaga dosti pri vsakodnevnih odločitvah:

- Spremembe celotnega trga kapitala lahko presežejo prispevek delovanja managementa v kratkem času
- Tržna dodana vrednost lahko izračunavamo le, če se z delnicami podjetja trguje in če imajo tržno ceno
- Tudi če se z delnicami trguje, lahko ugotovimo MVA le za celotno podjetje, ne pa za oddelek, dobičkovni center, podružnico ali prodajni program, torej ne zagotavlja nobene pomoči pri ocenjevanju uspešnosti posameznih delov, ki tvorijo celotno podjetje.

Management se mora osredotočiti na lažje določljivo merilo uspešnosti, ki je tesno povezano s spremembami tržne vrednosti delnic in MVA.

Z vidika ocenjevanja uspešnosti sedanjega managementa podjetja pa je pomembnejše kot celotno tržno dodano vrednost od ustanovitve podjetja ugotoviti, koliko je bilo tržne dodane vrednosti v obdobje enega ali nekaj let.

4. EKONOMSKI DOBIČEK KOT MERILO USPEŠNOSTI

4.1. Osnove ekonomskega dobička

Ekonomske dobiček je kategorija, ki meri uspešnost podjetja glede na tveganja in pričakovani donos investitorjev. Izhaja iz predpostavke, da je temeljni cilj podjetja dolgoročna rast vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala in v ospredje postavlja interese investitorjev, ki so zagotovili kapital za poslovanje podjetja.

Investitorji vlagajo v podjetje zaradi donosa, ki ga pričakujejo ob danem tveganju, ki so ga pripravljene prevzeti. Večje kot je tveganje, večji mora biti pričakovani donos, da bo pritegnil investitorje, ki bodo ob enakem tveganju svoj kapital vložili v podjetje z višjim donosom.

⁹ Isto kot pod 8

Ustvarjeni donos, ki je enak pričakovanemu, ohranja vrednost naložb investitorjev. Samo ustvarjeni donos, ki je večji od pričakovanega, povečuje vrednost naložb investitorjev in vpliva na večanje cene delnice. Ta donos odraža ekonomski dobiček.

Ekonomski dobiček upošteva kot strošek poslovanja ceno vseh virov financiranja, tudi lastniškega kapitala. **Podjetje je uspešno, če ustvari več, kot znaša strošek vseh virov financiranja (vsega investiranega kapitala – dolgovanega in lastniškega).**

Ekonomski dobiček določenega obdobja je tok vrednosti lastniškega kapitala. Ne ugotavljamo torej vrednosti lastniškega kapitala, temveč njegovo povečanje ali zmanjšanje. Ustvarjeni ekonomski dobiček pomeni povečano, ekonomska izguba pa izgubljeno (zmanjšano) vrednost lastniškega kapitala.

Ekonomski dobiček se torej bistveno razlikuje od računovodsko ugotovljenega dobička predvsem zaradi dveh temeljnih načel¹⁰:

- S celotnimi sredstvi podjetja je treba ustvariti več, kot je strošek vseh obveznosti do virov financiranja, pokriti je treba torej tudi strošek (ceno) kapitala, ki je odvisen od donosnosti alternativnih možnih naložb pri enakem tveganju
- Ekonomski dobiček je odraz uspešnosti osnovnega poslovanja in ne slučajnih oziroma občasnih (zunajposlovnih) prihodkov, saj le tak dobiček dolgoročno povečuje tržno vrednost delnice.

Ekonomski dobiček v modelu EVA izračunamo na naslednji način:

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

Kjer je:

ED – ekonomski dobiček

NOPAT – ustvarjeni donos oziroma čisti poslovni dobiček po prilagojenem davku na dobiček (Net Operating Profit After Taxes)

WACC – cena investiranega kapitala, izražena kot tehtani povprečni strošek investiranega kapitala (Weighted Average Cost of Capital)

IC – investirani kapital, ki ga razumememo kot vse vire financiranja podjetja, torej dolgovani in lastniški kapital (Invested Capital)

oziroma:

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

Kjer je:

ROIC – Doseženi donos investiranega kapitala (Return On Invested Capital = NOPAT / IC)

Izračun ekonomskega dobička poteka po naslednjih načelnih korakih:

1. izračunamo ceno investiranega kapitala, ki je izražen kot tehtana povprečna cena virov financiranja
2. izračunamo čisti poslovni dobiček s prilagojenim davkom na dobiček, ki je rezultat prihodkov od prodaje in poslovnih odhodkov, pri čemer upoštevamo izključno poslovne prihodke in odhodke, ki so rezultat redne poslovne dejavnosti v opazovanem obdobju, in

¹⁰ Isto kot pod 1

odštejemo davek na dobiček, ki bi ga podjetje plačalo, če bi bil poslovni dobiček osnova za izračun davka

3. izračunamo vloženi kapital v podjetje, ki ga delimo na poslovno in neposlovno vloženi kapital, pri čemer poslovno vloženi kapital predstavlja obratni kapital, dolgoročne naložbe in tržna vrednost poslovnih najemov kot osnovne sestavine
4. izračunamo strošek investiranega kapitala tako, da ceno investiranega kapitala pomnožimo z investiranim kapitalom
5. izračunamo razliko med čistim poslovnim dobičkom in stroškom investiranega kapitala in tako ugotovimo ekonomski dobiček ali izgubo.

4.2. Izračun cene investiranega kapitala (WACC)

Ceno investiranega kapitala izračunamo kot tehtano povprečno ceno investiranega kapitala (WACC), torej vseh virov financiranja, in odraža donos, ki ga vlagatelji – investitorji pričakujejo/zahtevajo na vsa sredstva, angažirana v podjetju. Za izračun te cene moramo upoštevati vsako vrsto virov financiranja, ki so jih zagotovili investitorji. Vse vire financiranja lahko razvrstimo v tri kategorije virov: dolgovi, prednostni deleži oz. delnice in navadni deleži oz. delnice.. Vsaka kategorija ima drugačen pričakovani donos – drugačno ceno in torej pomeni drugačen strošek za podjetje. S ponderiranjem izračunamo povprečje z upoštevanjem višine posamezne kategorije virov v celotnih virih financiranja. Idealno je, če lahko za določitev ponderja uporabimo tržno ceno vsakega vira. Celoten postopek ugotavljanja WACC izgleda nekako takole:

$$\text{WACC} = (\text{D/IC}) * (\text{K}_d) * (1 - \text{T}) + (\text{P/IC}) * \text{K}_p + (\text{E/IC}) * (\text{K}_e) \quad (3)$$

Kjer je:

- D – Dolg
- IC – Celotni investirani kapital
- T – Davčna stopnja
- K_d – Stroški dolga
- P – Prednostni kapital
- K_p – Stroški prednostnega kapitala
- E – Navadni kapital
- K_e – Stroški navadnega kapitala

Obrazec je splošen, pri izračunu pa moramo upoštevati vse vrste virov, ki imajo ceno v obliki pričakovanega donosa.

Podjetje ima lahko več vrst virov financiranja:

- kratkoročni dolg iz poslovanja
- kratkoročni dolg iz financiranja
- dolgoročni dolg
- dajemi (poslovni in finančni)
- konvertibilni dolg (običajno obveznica, ki je po želji imetnika zamenljiva za navadne delnice izdajateljskega podjetja) in druge oblike dolga
- prednostni kapital
- navadni kapital.

Kratkoročne poslovne obveznosti praviloma nimajo določene cene in jih ne vključujemo v izračun WACC.

Za ugotovitev stroškov **kratkoročnih finančnih obveznosti**, moramo gledati nanje z vidika uporabe teh obveznosti. Za večino podjetij velja, da je določena višina kratkoročnih finančnih obveznost ves čas potrebna in je torej vedno izkazana v bilanci stanja. Ob zapadlosti dolga podjetje običajno le-tega takoj nadomesti z novim dolgom. Čeprav se znesek kratkoročnega finančnega dolga spreminja med letom v odvisnosti od poslovnega cikla, najpogosteje domnevamo, da znesek, izkazan v bilanci stanja, predstavlja normalen obseg financiranja s kratkoročnim dolgom. V primeru, da je sezonski značaj v posameznem podjetju posebno močan in ocenimo, da postavka v bilanci stanja ne odraža normalne višine kratkoročnih finančnih obveznosti podjetja, moramo seveda ustrezno prilagoditi znesek. Ob predpostavki, da podjetje zapadle kratkoročne finančne obveznosti vedno nadomesti z novimi dolgovi, bi izračun dolgoročnega povprečja stroškov kratkoročnih finančnih obveznosti verjetno pokazal, da so stroški enaki stroškom dolgoročnih obveznosti.

Splošno je sprejeta predpostavka, da bi moralo biti posojanje na kratek rok manj tvegano od posojanja na dolgi rok, zato je obrestna mera za dolgoročne kredite vedno nekoliko višja od obrestne mere za kratkoročne kredite. Temu pravimo premija za ročnost. Zato je strošek kratkoročnih obveznosti za to premijo nižji od stroška, ki ga ugotovimo za dolgoročne obveznosti.

Matematično lahko izrazimo stroške kratkoročnih finančnih obveznosti na naslednji način:

$$K_{std} = (K_{ltd} - P) * (1 - T) \quad (4)$$

K_{ltd} – strošek za dolgoročne obveznosti (Cost of Debt for Long Term Debt)

P – premija za ročnost (Premium)

T – stopnja davka na dobiček (Tax Rate)

K_{std} – strošek kratkoročnih obveznosti po odbitju davka na dobiček (After Tax Cost Of Short Term Debt)

Glede na to, da se pri nas nekatera podjetja zadolžujejo tudi pri drugih podjetjih, ki tako plasirajo svoje presežke denarnega toka, je verjetno smiselna tudi uporaba dejansko dogovorjenih obrestnih mer za posamezna posojila in na tej osnovi izračun tehtane povprečen cene kratkoročnih finančnih obveznosti.

Obresti so v izkazu uspeha odhodki financiranja pred ugotovitvijo davka na dobiček in pomenijo davčno prednost pri uporabi dolga. Z množenjem tehtane povprečne cene obveznosti z $1 - \text{davčna stopnja}$, dobimo tehtani povprečni strošek obveznosti po davku na dobiček. To uporabimo pri izračunu WACC.

Dolgoročne finančne obveznosti so v naših razmerah običajno finančne obveznosti do bank, drugih finančnih institucij in podjetij v obliki kreditov in posojil, s katerimi se praviloma ne trguje in je torej težko ali celo nemogoče ugotoviti njihovo tržno ceno za določitev ponderja. Za tovrstne obveznosti kot ponder uporabimo knjižno vrednost posamezne obveznosti in kot ceno upoštevamo dogovorjeno realno obrestno mero.

Za dolgoročne obveznosti, z katerimi se trguje na trgu kapitala (npr. obveznice, ki jih izda podjetje) pa upoštevamo ceno borzne tečajnice.

Za končen izračun povprečne tehtane cene dolgoročnih finančnih obveznosti upoštevamo še učinek davčne stopnje enako kot pri kratkoročnih finančnih obveznostih.

Najemi so oblika obveznosti podjetja, ki se ne izkazujejo v bilanci stanja. Tudi poslovne najeme obravnavamo kot dolgove, saj imajo vse njihove značilnosti: podjetje pridobi neko vrednost oziroma pravico uporabe sredstva, redno plačuje najemnino v določenem časovnem obdobju, najemodajalec je v najemnino vračunal tudi pričakovani donos, plačila so odbitna postavka od davčne osnove. Najeme torej obravnavamo kot dolg in jih upoštevamo pri izračunu WACC.

Finančni najemi so izkazani v bilanci stanja in lahko predpostavimo, da je njihova tržna vrednost enaka knjižni, njihova cena pa je dogovorjena oziroma jo je možno izračunati.

Poslovni najemi niso izkazani v bilanci stanja, zato je potrebno njihovo vrednost oceniti. Dogovorjeno najemnino diskontiramo in tako ocenimo vrednost najemna. Glede na to, da imajo najemi značaj dolgoročnega dolga, je tehtana povprečna cena dolgoročnih dolgov najboljši približek stroškov najema. Domnevamo lahko, da bodo imeli najemi enak ali zelo podoben strošek kot je strošek dolga.

Druge oblike dolgov so pri nas redke, zato jih v tem prispevku ne obravnavamo.

Strošek **prednostnega kapitala** je najpogosteje določen s pogoji v družbeni pogodbi ali statutu. Plačilo stroška prednostnega kapitala ima v tem primeru prednost pred navadnimi deleži ali delnicami, kar pomeni da ima prednostni kapital lastnosti dolga in ga lahko kot takega tudi obravnavamo.

Določitev cene **navadnega kapitala** je najzahtevnejši del izračuna. Navadni kapital je tisti, ki prevzema največje tveganje, zato je tudi njegova cena praviloma najvišja – investitorji zanj zahtevajo večji donos. Donos navadnega kapitala je sestavljen iz netvegane donosa in premije za tveganje. Kot netvegani donos razumemo donos državnih vrednostnih papirjev, ki predstavljajo najvarnejšo naložbo v vrednostne papirje. Premija za tveganje je donos, ki ga investitorji zahtevajo zaradi večjega tveganja lastniških vrednostnih papirjev. Za posamezno podjetje je potrebno upoštevati tudi finančno tveganje, ki je odvisno od zadolženosti podjetja oziroma razmerja med dolgovanim in lastniškim kapitalom (D/E – Debt to Equity Ratio).

Za ugotovitev stroška trajnega kapitala je več različnih metod in pristopov. Med temi je tudi tako imenovani CAPM - Capital Asset Pricing Model. Le-ta je najpogosteje uporabljan pristop v zahodnih državah pa tudi zelo pogost pri nas, vendar ima nekaj slabosti pri uporabi za slovensko gospodarstvo.

Enačba CAPM je naslednja:

$$R = R_f + (R_m - R_f)\beta \quad (5)$$

- R – pričakovani donos kapitala (Expected Return on the Stock)
- R_f – donos netvegane naložbe (Risk Free Rate)
- R_m-R_f – premija za tveganje (Historical Risk Premium)
- β – koeficient beta, ki kaže korelacijo gibanja cene posamezne delnice (ali delnice istovrstnih podjetij ali panoge) z gibanjem cen celotnega portfelja lastniških vrednostnih papirjev določenega kapitalskega trga

Problem uporabe tega modela pri nas je v tem, da za naš kapitalni trg ni ustreznih podatkov (prekratke časovne serije, malo podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi). Kljub temu pa je uporaba tega modela s podatki na osnovi tujih kapitalnih trgov lahko smiselna, saj bodo ob

vključevanju našega trga v mednarodni trg kapitala tako tuji kot tudi domači investitorji presojali svoje naložbene možnosti z vidika donosov, ki bi jih lahko dosegli na kateremkoli trgu kapitala.

Poglejmo si primer izračuna cene investiranega kapitala:

Kot tržno vrednost kratkoročnih finančnih obveznosti smo upoštevali njihovo knjižno vrednost, tržno vrednost lastniškega kapitala pa smo ocenili s pomočjo metode diskontiranja pričakovanih donosov na osnovi projekcij poslovanja.

Za kratkoročne finančne obveznosti predpostavljamo letno obrestno mero 4,76%. Pričakovani donos investitorjev lastniškega kapitala smo ocenili z uporabo metode CAPM in znaša 11,22%.

Tabela 1: Izračun cene investiranega kapitala

| | Vrednost | Delež | Cena invest. kapitala | | |
|------------------------------|--------------|----------------|-----------------------|----------|---------------|
| | | | Pred davkom | Po davku | Tehtana cena |
| 31.12.X-1 | | | | | |
| Kratkor. finančne obveznosti | 23,7 | 2,47% | 4,76% | 3,57% | 0,09% |
| Kapital | 935,9 | 97,53% | 11,22% | 11,22% | 10,94% |
| Skupaj | 959,6 | 100,00% | | | 11,03% |
| 31.12.X | | | | | |
| Kratkor. finančne obveznosti | 16,0 | 1,68% | 4,76% | 3,57% | 0,06% |
| Kapital | 935,9 | 98,32% | 11,22% | 11,22% | 11,03% |
| Skupaj | 951,9 | 100,00% | | | 11,09% |

Pričakovani donos vsega investiranega kapitala podjetja v letu X-1 je 11,03%. V letu X se je pričakovani donos nekoliko povečal zaradi znižanja deleža cenejšega vira financiranja in je znašal 11,09%.

4.3. Čisti poslovni dobiček po prilagojenem davku na dobiček (NOPAT)

Le donos poslovne dejavnosti (poslovni dobiček) je tisti, ki dolgoročno zagotavlja donos investitorjem. Donos poslovne dejavnosti je tudi tisti donos, zaradi katerega so investitorji vložili svoj kapital ob tveganju, ki so ga pripravljene sprejeti in je tveganje te dejavnosti. Donos zaradi ostalih aktivnosti podjetja je rezultat izrednih dogodkov ali dejavnosti, ki ni osnovna dejavnost podjetja (npr. finančni prihodki od plasmajev denarnih presežkov). Zato je za ugotovitev ekonomskega dobička pomembno ugotoviti poslovni dobiček, ki je rezultat redne poslovne dejavnosti podjetja v opazovanem obdobju (npr. 1 leto) in ki odpravlja slabosti računovodsko izkazanega rezultata. Od izračunanega dobička iz poslovanja odštejemo davek na dobiček, ki bi ga podjetje plačalo, če bi bil dobiček iz poslovanja osnova za plačilo davka.

Tabela 2: Izračun čistega poslovnega dobička

| | Leto X-1 | Leto |
|--|------------------|------------------|
| Čisti prihodki od prodaje | 2.081.346 | 1.762.808 |
| - Odpisi terjatev do kupcev | 1.083 | 14.398 |
| Neto denarni prihodki | 2.080.264 | 1.748.410 |
| Stroški blaga materiala in storitev | 1.803.256 | 1.607.875 |
| - Stroški za raziskave in razvoj | 17.414 | 19.525 |
| Neto denarni stroški | 1.785.842 | 1.588.350 |
| - Amortizacija | 166.401 | 150.572 |
| + Amortizacija dobrega imena (goodwill) | 0 | 0 |
| - Amortizacija stroškov za raziskave in razvoj | 3.483 | 7.145 |
| Neto prilagojena amortizacija | 169.884 | 157.717 |
| POSLOVNI DOBIČEK | 124.538 | 2.343 |
| Davek od poslovnega dobička | 18.469 | 355 |
| ČISTI POSLOVNI DOBIČEK | 106.069 | 1.988 |

V našem primeru smo računovodsko ugotovljeni dobiček iz poslovanja prilagodili za vlaganja v razvoj, ki jih je podjetje računovodsko evidentiralo kot poslovne odhodke, dejansko pa predstavljajo investicijo v nove proizvode, zato smo za ta znesek računovodsko ugotovljeni dobiček povečali. Izračunali smo tudi amortizacijo od sredstev, vloženih v razvoj, in davek na dobiček, ki bi ga podjetje plačalo, če bi bil tako izračunani poslovni dobiček osnova za obračun davka.

Za izračun dobička oziroma denarnega toka iz ostalih aktivnosti podjetja smo upoštevali obresti od kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložb, ki predstavljajo plasmaje denarnih presežkov in niso potrebne za opravljanje poslovne dejavnosti podjetja, in druge finančne in izredne denarne prihodke in odhodke.

4.4. Investirani kapital

Investirani kapital je zadnji element za ugotavljanje ekonomskega dobička. Kapital investitorjev je podjetje naložilo v sredstva, za katera je odgovoren management, zato lahko ugotovimo višino investiranega kapitala iz višine sredstev. Marsikatero podjetje je investirani kapital naložilo tudi v sredstva, ki niso povezana z njegovo poslovno dejavnostjo. Z izračunom investiranega kapitala iz višine sredstev podjetja lahko ugotovimo posebej višino poslovno investiranega kapitala in višino investiranega kapitala, ki ga je podjetje naložilo v sredstva izven svoje poslovne dejavnosti (npr. plasmaji denarnih presežkov).

Najprej ugotovimo višino obratnega kapitala tako, da ugotovimo razliko med obratnimi sredstvi in tekočimi obveznostmi. Celotni investirani kapital tako sestavljajo neopredmetena in opredmetena osnovna sredstva, dolgoročne finančne naložbe (če so povezane s poslovno dejavnostjo podjetja), tržna vrednost poslovnih najemov in obratni kapital. Poglejmo izračun investiranega kapitala za naš primer.

Z analizo postavk sredstev v bilanci stanja smo ugotovili naslednje:

- Dolgoročne finančne naložbe so naložbe v deleže podjetij, ki niso strateško ali poslovno povezana z našim podjetjem in torej ne predstavljajo poslovno potrebnih sredstev

- Kratkoročne finančne naložbe so depoziti pri bankah in posojila nekaterim podjetjem, ki niso poslovno povezana z našim podjetjem in predstavljajo plasmaje viškov denarnih sredstev, ki jih podjetje ne potrebuje za svoje poslovanje v sedanjem obsegu in prav tako ne predstavljajo poslovno potrebnih sredstev.

Pri poslovno investiranem kapitalu smo izhajali iz izračunanega obratnega kapitala podjetja in upoštevali kot poslovne naložbe vsa neopredmetena dolgoročna sredstva, ki smo jih povečali za vlaganja v raziskave in razvoj, in vsa opredmetena osnovna sredstva podjetja.

Tabela 3: Izračun investiranega kapitala

| | 31.12. X-2 | 31.12. X-1 | 31.12. X |
|--|----------------|----------------|----------------|
| Obratna sredstva | 757,0 | 735,9 | 683,1 |
| Kratkoročne poslovne obveznosti | 158,7 | 131,0 | 75,8 |
| Obratni kapital | 598,3 | 604,9 | 607,3 |
| Neopredmetena dolgoročna sredstva | 15,1 | 17,9 | 14,7 |
| Vlaganja v raziskave in razvoj | | 11,9 | 24,3 |
| Opredmetena osnovna sredstva | 710,0 | 669,6 | 694,5 |
| Poslovno investirani kapital | 1.323,4 | 1.304,3 | 1.340,8 |
| Dolgoročne finančne naložbe | 104,1 | 123,5 | 214,0 |
| Kratkoročne finančne naložbe | 1.064,3 | 1.043,5 | 916,0 |
| Celotni investirani kapital | 2.491,8 | 2.471,3 | 2.470,8 |
| Delež poslovno investiranega kapitala | 53,1% | 52,8% | 54,3% |

Od celotnega kapitala vseh investorjev ima podjetje le dobro polovico kapitala investiranega sredstva, ki jih potrebuje za svojo dejavnost.

4.5. Izračun ekonomskega dobička

Ko smo ugotovili vse elemente izračuna, ekonomski dobiček izračunamo po obrazcu, ki smo ga prikazali pod številko 1 ali 2.

Tabela 4: Izračun ekonomske dodane vrednosti

| | | Leto X-1 | Leto X |
|-----------|---|---------------|---------------|
| 1 | Čisti poslovni dobiček | 106,1 | 2,0 |
| 2 | Neposlovni denarni tok | 68,9 | 58,8 |
| 3 | Začetni poslovno investirani kapital | 1.323,4 | 1.305,3 |
| 4 | Začetni celotni investirani kapital | 2.491,8 | 2.471,3 |
| 5 | (1/3) Donos na začetni poslovno investirani kapital | 8,01% | 0,15% |
| 6 | Cena investiranega kapitala | 11,09% | 11,09% |
| 7 | (5-6) Stopnja EVA | -3,07% | -10,93% |
| 8 | (7*3) Ekonomska dodana/izgubljena vrednosti | -40,7 | -142,7 |
| 9 | (1+2)/4) Celotni donos na celotni investirani kapital | 7,02% | 2,46% |
| 10 | (9-6) Stopnja EVA | -4,07% | -8,63% |
| 11 | (10*4) Ekonomska dodana/izgubljena vrednost | -101,3 | -213,2 |

Donos, ki ga je podjetje ustvarilo s svojo poslovno dejavnostjo, ne dosega pričakovanega donosa investorjev. Tudi finančni plasmaji denarnih presežkov ne ustvarjajo dovolj visokih

donosov, ki bi zadovoljili investitorje. Izgubljena vrednost naložb investitorjev (ekonomska izguba) je v dveh letih znašala 314,5 mio SIT, kar predstavlja 12,6% vrednosti celotnega investiranega kapitala v začetku obdobja. Kljub izkazovanju računovodskega dobička in dobremu finančnemu položaju podjetje ni uspešno, saj ne uresničuje temeljnega cilja, to je povečevanje vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala podjetja.

Vodstvo podjetja mora nujno sprejeti ukrepe za ustvarjanje ekonomske dodane vrednosti, ki morajo biti usmerjeni v:

- Opuščanje, odprodajo ali racionalizacijo (znižanje stroškov) prodajnih programov, ki ne dosegajo zahtevanega donosa
- Poiskati investicijske priložnosti (nove prodajne programe, trge ipd.), ki bodo ob minimalnem angažiranju kapitala prinašale donose, ki so višji od zahtevanih oziroma od stroškov vsega investiranega kapitala
- Vrniti presežni – neposlovno investirani kapital investitorjem, da ga lahko usmerijo v alternativne donosnejše naložbe.

Z analizo možnih scenarijev z vidika njihovega vpliva na vrednost navadnega lastniškega kapitala podjetja želimo prikazati uporabnost koncepta EVA in ravnanja za večanje vrednosti pri poslovnih odločitvah. Za namen analize smo izdelali tri scenarije in na tej osnovi tri projekcije poslovanja podjetja:

1. scenarij: podjetje bo izvedlo ukrepe za povečanje prodaje in znižanje stroškov, vendar bo zadržalo ves presežni investirani kapital in ga še naprej plasiralo kot denarne presežke
2. scenarij: podjetje bo izvedlo ukrepe za povečanje prodaje in znižanje stroškov, del presežnega investiranega kapitala (900 mio SIT) bo vrnilo investitorjem z odkupom in umikom delnic, rezultat poslovne dejavnosti podjetja bo enak rezultatu iz 1. scenarija
3. scenarij: podjetje bo izvedbo ukrepe za povečanje prodaje in znižanje stroškov in investiralo 800,0 mio SIT v nov donosnejši prodajni program in nove trge.

Za vse navedene scenarije smo izdelali projekcije poslovanja podjetja in z uporabo enakega postopka izračuna ekonomske dodane vrednosti kot za preteklo obdobje (glej tabelo 3) ocenili vrednost kapitala podjetja za vsak scenarij.

Tabela 5: Izračun ekonomske dodane vrednosti za 1. scenarij

| | Leto X+1 | Leto X+2 | Leto X+3 | Leto X+4 | Leto X+5 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Čisti poslovni dobiček | 9,4 | 34,8 | 63,9 | 99,6 | 140,4 |
| Neposlovni denarni tok | 35,6 | 35,4 | 37,1 | 39,4 | 41,3 |
| Začetni poslovno investirani kapital | 1.341,9 | 1.340,9 | 1.381,3 | 1.446,7 | 1.521,1 |
| Začetni celotni investirani kapital | 2.470,8 | 2.501,9 | 2.555,9 | 2.661,6 | 2.807,3 |
| Donos za začetni poslovno investirani kapital | 0,70% | 2,60% | 4,63% | 6,88% | 9,23% |
| Cena investiranega kapitala | 11,09% | 11,09% | 11,09% | 11,09% | 11,09% |
| Stopnja EVA | -10,38% | -8,49% | -6,46% | -4,20% | -1,86% |
| Ekonomska dodana/izgubljena vred. | -139,3 | -113,8 | -89,2 | -60,8 | -28,2 |
| Celotni donos na investirani kapital | 1,82% | 2,81% | 3,95% | 5,22% | 6,47% |
| Stopnja EVA | -9,26% | -8,28% | -7,13% | -5,87% | -4,62% |
| Ekonomska dodana/izgubljena vred. | -228,9 | -207,1 | -182,3 | -156,1 | -129,6 |

Poslovna dejavnost podjetja kljub izboljšanju rezultatov še vedno ne bo dosegala zahtevane donosnosti. Izgubljanje vrednosti se bo sicer zmanjševalo, vendar po podjetje vsako leto

izgubilo del vrednosti naložb svojih investitorjev. Donosnost finančnih plasmajev ekonomsko izgubo še povečuje, saj bo nižja od donosnosti poslovno investiranega kapitala.

Z metodo diskontiranja pričakovanih donosov podjetja smo ocenili vrednost lastniškega kapitala podjetja, ki v primeru uresničitve tega scenarija znaša 935,9 mio SIT.

Tabela 6: Izračun ekonomske dodane vrednosti za 2. scenarij

| | Leto X+1 | Leto X+2 | Leto X+3 | Leto X+4 | Leto X+5 |
|---|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Čisti poslovni dobiček | 9,4 | 34,8 | 63,9 | 99,6 | 140,4 |
| Neposlovni denarni tok | 17,6 | 0,7 | 1,1 | 1,1 | 2,8 |
| Začetni poslovno investirani kapital | 1.341,9 | 1.340,9 | 1.381,3 | 1.446,7 | 1.521,1 |
| Začetni celotni investirani kapital | 2.470,8 | 1.583,9 | 1.603,2 | 1.672,8 | 1.780,4 |
| Donos za začetni poslovno investirani kapital | 0,70% | 2,60% | 4,63% | 6,88% | 9,23% |
| Cena investiranega kapitala | 11,09% | 11,09% | 11,09% | 11,09% | 11,09% |
| Stopnja EVA | -10,38% | -8,49% | -6,46% | -4,20% | -1,86% |
| Ekonomske dodana/izgubljena vred. | -139,4 | -113,8 | -89,2 | -60,8 | -28,3 |
| Celotni donos na investirani kapital | 1,10% | 2,24% | 4,06% | 6,02% | 8,04% |
| Stopnja EVA | -9,99% | -8,84% | -7,03% | -5,07% | -3,04% |
| Ekonomske dodana/izgubljena vred. | -246,9 | -140,1 | -112,7 | -84,8 | -54,2 |

Ekonomska izguba poslovne dejavnosti je enaka ekonomski izgubi iz 1. scenarija, vendar pa je celotna ekonomska izguba bistveno manjša. Podjetje je z izplačilom kapitala investitorjem znižalo celotni investirani kapital in bistveno zmanjšalo obseg plasmajev, ki imajo nižjo donosnost kot poslovna dejavnost in nižjo donosnost, kot jo zahtevajo investitorji.

Ocenjena sedanja vrednost pričakovanih donosov znaša 816,9 mio SIT in vrednost vrnjenega kapitala 900,0 mio SIT. Skupaj je torej vrednost kapitala po tem scenariju 1.716,9 mio SIT oziroma za 781,0 mio SIT večja od vrednosti po prvem scenariju.

Tabela 7: Izračun ekonomske dodane vrednosti za 3. scenarij

| | Leto X+1 | Leto X+2 | Leto X+3 | Leto X+4 | Leto X+5 |
|---|---------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
| Čisti poslovni dobiček | -2,4 | 89,0 | 312,4 | 401,3 | 522,9 |
| Neposlovni denarni tok | 7,1 | | | 4,4 | 17,4 |
| Začetni poslovno investirani kapital | 1.341,9 | 2.154,9 | 2.412,3 | 2.655,8 | 2.765,7 |
| Začetni celotni investirani kapital | 2.470,8 | 2.458,4 | 2.628,3 | 2.897,5 | 3.253,9 |
| Donos za začetni poslovno investirani kapital | -0,18% | 4,13% | 12,95% | 15,11% | 18,91% |
| Cena investiranega kapitala | 11,09% | 11,09% | 11,09% | 11,09% | 11,09% |
| Stopnja EVA | -11,27% | -6,96% | 1,86% | 4,02% | 7,82% |
| Ekonomske dodana/izgubljena vred. | -151,2 | -150,0 | 44,9 | 106,8 | 216,3 |
| Celotni donos na investirani kapital | 0,19% | 3,62% | 11,88% | 14,00% | 16,61% |
| Stopnja EVA | -10,90% | -7,47% | 0,79% | 2,91% | 5,52% |
| Ekonomske dodana/izgubljena vred. | -269,3 | -183,6 | 20,8 | 84,3 | 179,6 |

Zaradi investicije in povečanja stalnih stroškov poslovna dejavnost v prvem in drugem letu še ustvarja ekonomsko izgubo, vendar je že v tretjem letu donos večji od cene investiranega

kapitala. Izpad prihodkov od financiranja zaradi preusmeritve denarnih presežkov v investicijo pomeni še večjo ekonomsko izgubo, vendar bo podjetje začelo povečevati vrednost naložb investitorjev v tretjem letu projekcije. Ekonomska dodana vrednost se bo povečevala.

Ocenjena vrednost lastniškega kapitala podjetja znaša 2.404,7 mio SIT.

Za investitorje je torej sprejemljiv samo 3. scenarij, ki edini lahko poveča vrednost njihovih naložb.

V našem primeru so prikazani rezultati analize scenarijev, ki jo v praksi spremljajo podrobnejše analize, iskanje ključnih dejavnikov vrednosti z analizo občutljivosti in iskanje pravih investicijskih priložnosti. Koncept ekonomske dodane vrednosti in ravnanja za večanje vrednosti pomeni poenotenje interesov managementa z interesi lastnikov, ki ga lahko dosežemo le z ustreznim sistemom motivacije in nagrajevanja managementa v odvisnosti od ustvarjene ekonomske dodane vrednosti.

4.6. Potrebne prilagoditve računovodskih izkazov

Že uvodoma smo ugotovili, da izkaz uspeha za tekoče poslovno leto ne odraža donosa za vse investitorje. Vendar so tudi drugi dejavniki, ki vplivajo na to, da izkaz uspeha tekočega poslovnega leta ne odraža dejanske poslovne uspešnosti podjetja. Različne rešitve, ki jih omogočajo računovodski standardi, ustreznost računovodskih usmeritev v podjetju, tihe in skrite rezerve ali izgube v podjetju, kreativno računovodstvo – vse to vpliva na ugotovljen poslovni rezultat v izkazu uspeha. Zaradi načela previdnosti računovodski izkazi praviloma izkazujejo prenizke rezultate in sredstva.

Za ugotavljanje pravilne ekonomske dodane vrednosti so torej potrebne prilagoditve (Stern Stewart je identificiral preko 160 možnih prilagoditev glede na računovodske evidence na osnovi GAAP). Glede na stopnjo natančnosti prilagoditev za izračun EVA lahko opredelimo štiri:

- osnovna – pomeni uporabo računovodskih podatkov brez prilagoditve, torej dodatno upoštevamo le še strošek kapitala
- razkrita – pomeni prilagoditve, ki so možne na osnovi podatkov, ki so javno dostopni
- po meri podjetja – prilagojena značilnostim in potrebam podjetja
- prava – teoretično najbolj pravilna EVA z vsemi potrebnimi prilagoditvami računovodskih podatkov.

V podjetju je smiselno planirati in izračunavati EVA, ki je po meri podjetja, torej ustrezno prilagojena. Za izbiro optimalnih prilagoditev je pomembno:

- oceniti, ali je znesek, ki ga prilagoditev prispeva k pravilnosti izračuna, dovolj pomemben na najnižjih ravneh odločanje, tudi če se izravna (je nepomemben) na ravni podjetja
- oceniti, ali bo prilagoditev vplivala na odločanje tako, da bo učinkovala na vrednost delnic.

Ugotoviti je potrebno tudi:

- ali so na razpolago potrebni podatki
- ali je sprememba razumljiva odgovornim
- ali je spremembo možno razložiti zaposlenim, direktorjem in delničarjem
- ali je sprememba dokončna (prilagoditev se ne menja najmanj tri leta)

- ali sprememba povezuje izračunano EVA dovolj tesno s tržno vrednostjo podjetja
- ali sprememba vključuje elemente, na katere lahko prizadeti vplivajo (stroške, višino kapitala ipd.) na način, ki koristi delničarjem.

Najbolj tipične prilagoditve, ki so potrebne, se nanašajo na¹¹:

- vlaganja v raziskave in razvoj
- strateške investicije
- prevzeme in nakupe podjetij
- priznavanje nekaterih izdatkov
- amortizacijo
- stroške prestrukturiranja.

Vlaganja v raziskave in razvoj – pomenijo investicije v prihodnje izdelke in procese, od katerih v prihodnosti pričakujemo donose. Pogosto so računovodsko izkazani kot tekoči poslovni odhodki. Za vlaganja v raziskave in razvoj je potrebno znižati stroške in kumulativno povečevati investirani kapital ter upoštevati amortizacijo glede na pričakovano ekonomsko dobo izdelka ali procesa.

Strateške investicije – pogosto so to investicije, za katere donosov ne moremo pričakovati takoj, pač pa šele v prihodnosti. Rešitev je v posebni obravnavi take investicije: pri izračunu EVA jo vodimo ločeno kot investirani kapital, ki mu sproti pripisujemo (ga povečujemo za) strošek kapitala, vendar investicije ne upoštevamo pri izračunu EVA. Ko je po načrtu pričakovani čas ustvarjanja ustreznega donosa, investicijo vključimo v izračun EVA.

Prevzemi in nakupi podjetij – pri prevzemih in nakupih podjetij pogosto nastane razlika med plačano ceno in pošteno tržno vrednostjo, kar se računovodsko evidentira kot dobro ime, ki ga je v skladu s SRS potrebno amortizirati v 5 letih. Dobro ime dejansko predstavlja sestavni del investiranega kapitala, ki naj trajno ustvarja donos, zato ga ne amortiziramo.

Priznavanje izdatkov – kot so uveljavljanje blagovne znamke, širitev trga, pridobivanje kupcev (npr. subsidiiranje cene mobilnih telefonov za pospešeno pridobivanje kupcev – učinki bodo v prihodnosti zaradi večjih prihodkov) se računovodsko evidentirajo praviloma kot poslovni odhodki. Dejansko je to investirani kapital, ki bo šele v prihodnjem obdobju prinašal donos, zato je za izračun EVA te stroške potrebno upoštevati kot investirani kapital in za znesek stroškov povečati poslovni dobiček. Za obračun amortizacije je potrebno določiti ustrezno ekonomsko dobo.

Amortizacija osnovnih sredstev – najpogosteje se uporablja enakomerna (linearna) metoda amortizacije osnovnih sredstev, kar pri podjetjih s starimi sredstvi znižuje investirani kapital in s tem stroške kapitala zato lahko EVA izgleda večja, kot dejansko je. EVA v takem primeru ne spodbuja zamenjave zastarelih osnovnih sredstev z novimi, ker so stara podcenjena. Za rešitev tega problema predlaga Stern Stewart anuitetni način izračuna amortizacije, ki pomeni, da so popravki vrednosti osnovnega sredstva najprej zelo nizki in naraščajo podobno kot narašča odplačilo glavnico pri anuitetnem načinu odplačila dolga. Skupni znesek amortizacije in stroška kapitala ostaja enak vse obdobje, sorazmerno s povečevanjem amortizacije pa se zmanjšuje strošek kapitala. Tako je vpliv razvrednotenja sredstev zaradi linearne amortizacije odstranjen.

¹¹ Isto kot pod 8

Stroški prestrukturiranja – z vidika računovodskih standardov so to stroški priznavanje izgube zaradi slabe poslovne odločitve o investiciji v preteklosti. Z upravljalškega vidika so to premestitve (prerazporeditve) kapitala, ki naj povečajo dobičkovnost z zmanjšanjem stalnih izgub kot posledice preteklih napak. EVA se osredotoča na verjetno izboljšanje premoženja delničarjev tako, da prestrukturiranje obravnava kot priložnost.

Primer obravnave stroškov prestrukturiranja¹²

- računovodski vidik – obrat s knjižno vrednostjo sredstev 500 mio SIT obratuje na točki preloma (nima niti izgube niti dobička iz poslovanja). Cena investiranega kapitala je 10%, $EVA = \text{dobiček} - 10\% * 500 \text{ SIT} = -50 \text{ mio SIT}$. Možna je prodaja obrata za 200 mio SIT. To bi pomenilo znižanje sredstev za 500 mio SIT izplačilo 200 mio SIT delničarjem in evidentirano izgubo v višini 300 mio SIT. Zakaj zmanjšati rezultat za 300 mio SIT, zmanjšati sredstva in skrajšati obseg poslovanja, če lahko nadaljujemo poslovanje na točki preloma?
- Ekonomski vidik – namesto 300 mio SIT to vzamemo kot investicijo v prestrukturiranje - prodaja sredstev knjižne vrednosti 500 mio SIT za 200 mio SIT – 300 mio SIT je investicije, sredstva se zmanjšajo za 200 mio SIT. Kupnina v višini 200 mio SIT se izplača delničarjem. Cena kapitala je 10%, $EVA = - 10\% * 300 \text{ mio SIT} = - 30 \text{ mio SIT}$. Investicija v prestrukturiranje znižuje negativno EVA.

4.7. Ekonomska dodana vrednost in finančno upravljanje podjetja

Zaračunavanje stroškov kapitala kot stroškov poslovanja pomaga managementu do boljših odločitev. V bistvu so samo 4 načini za povečanje ekonomske dodane vrednosti:

- Znižati stroške in zmanjšati davke za povečanje čistega poslovnega dobička brez dodatno investiranega kapitala – pomeni povečati učinkovitost poslovanja, da bi dosegli večji donos kapitala, ki je že investiran
- Investirati v vse projekte, zaradi katerih bo povečanje čistega poslovnega dobička večje kot povečanje stroškov kapitala – projekti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo
- Umakniti kapital iz dejavnosti, kjer prihranki zaradi znižanja stroškov kapitala presegajo zmanjšanje čistega poslovnega dobička – dezinvestiranje
- Optimizirati strukturo virov financiranja tako, da so doseženi čim manjši stroški kapitala.

Finančna strategija podjetja ima pomemben učinek na stroške kapitala. Osnovni sestavni deli finančne strategije so določitev strukture virov financiranja in izbor metode za doseganje te strukture (npr. izplačilo dividend ali odkup lastnih delnic zaradi zmanjšanja deleža kapitala).

Optimizacija virov financiranja mora upoštevati tveganost dejavnosti podjetja in potrebe po financiranju poslovne strategije. Podjetja z relativno nizkim tveganjem in stabilnimi denarnimi tokovi si lahko privoščijo večje koriščenje finančnega vzvodja (večje razmerje D/E), podjetja z visokim tveganjem morajo imeti dovolj nizek delež dolga, da zagotovijo denarni tok za plačilo obresti tudi v slabih časih. Izbira izplačila dividend ali odkupa delnic za izplačilo presežne gotovine delničarjem prav tako vpliva na strukturo virov financiranja. Odkup delnic omogoča večjo fleksibilnosti in prenese večji delež dolga v bilanci stanja, ima pa tudi boljše davčne učinke.

¹² Isto kot pod 8

4.8. Glavne prednosti modela

Glavne prednosti uvedbe ekonomskega dobička kot merila uspešnosti so:

- Daje jasen in razumljiv rezultat, ki je izražen v absolutnem znesku – vrednost je pozitivna le takrat, ko so pokriti vsi stroški investiranega kapitala, takrat je vrednost ustvarjena, sicer je izgubljena
- Ne vsebuje pomanjkljivosti, vgrajenih v druga merila, ki temeljijo na računovodskem izkazovanju rezultatov, (njihovo maksimiranje ne pomeni nujno povečevanja vrednosti lastniškega kapitala, ne pojasnjujejo in ni nujno povezano s spremembami v vrednosti lastniškega kapitala)
- Enostavna analiza izračuna nas usmeri v ključne dejavnike vrednosti, ki so hkrati tudi elementi za izračun ekonomskega dobička (višina investiranega kapitala, višine poslovnih prihodkov in odhodkov, cena virov financiranja)
- Je enostavnejši in lažje razumljiv v primerjavi z drugimi merili, ki temeljijo na merjenju vrednosti kapitala (kljub temu, da so nekatera med njimi točnejša, je njihova praktična uporaba praviloma mnogo zahtevnejša in težje razumljiva, zato koristi ne utemeljujejo bistveno večjih stroškov njihove uvedbe in uporabe)
- Je enostaven za uporabo pri finančni kontroli investicij in pri dnevni odločitvah
- Omogoča izbiro alternativ, ki najbolj povečujejo vrednost enote navadnega lastniškega kapitala
- Uporaben je za merjenje uspešnosti tudi na nižjih ravneh v podjetju
- Razčlenjen po posameznih enotah podjetja predstavlja jasno in vsem razumljivo podlago za nagrajevanje managerjev.

4.9. Motivacija in nagrajevanje na osnovi ekonomskega dobička

Ključnega pomena za uspešno uveljavitev modela v podjetju in predvsem za uveljavitev ravnanja za večanje vrednosti je poenotiti interese managementa z interesi investitorjev oziroma lastnikov. Dobimo vedno le tiste rezultate, ki jih stimuliramo - če stimulacijo vežemo na ustvarjeni ekonomski dobiček, bo management deloval v tej smeri. Sistem motivacije in nagrajevanja managementa v odvisnosti od ekonomskega dobička je torej eden bistvenih elementov ravnanja za večanje vrednosti podjetja.

Nagrada managementu je lahko opredeljena bodisi kot določen delež ustvarjenega ekonomskega dobička, bodisi kot določen delež spremembe ekonomskega dobička glede na preteklo obdobje, bodisi kot kombinacija obeh.

$$\text{BONUS} = x\% * \Delta \text{ED} + y\% * \text{ED} \quad (4)$$

Pri tem je pomembnejša kategorija sprememba ekonomskega dobička. Bonus na osnovi ekonomskega dobička je možen samo, če je ekonomski dobiček pozitiven (če ni ekonomske izgube). Pomembno je, da je model odprt in deleži bonusa vnaprej določeni. Zaprtost modela bi povzročila, da bi v primeru doseganja zgornje meje management izgubil interes za nadaljnje povečevanje ekonomskega dobička. Ne glede na to, kako velik je znesek bonusa, vedno je to le manjši del ekonomskega dobička.

Sistem mora biti vedno dolgoročno naravnano, zato je praviloma uveljavljen princip, da se v posameznem letu izplača le del bonusa, preostali del pa ostaja na bonusnem računu za kompenzacijo morebitnega negativnega bonusa zaradi ekonomske izgube v naslednjem obdobju.

Povezanost interesov managementa z interesi lastnikov navadnega delniškega kapitala še povečamo, če v sistem vključimo tudi nagrajevanje z opcijami.

5. NAMESTO ZAKLJUČKA

Presojanje uspešnosti se je razvijalo od intuitivnega, računovodskega, finančnega do ekonomskega in kombiniranega presojanja uspešnosti¹³. Pri ekonomskem presojanju uspešnosti prevlada skupni interes udeležencev v podjetju in je večanje vrednosti temeljno sodilo uspešnosti, kar sovpada z razvitim trgom kapitala in empiričnimi raziskavami o vzrokih sprememb tržne vrednosti delnic. Tak je model ekonomskega dobička oziroma EVA. Žal je večina podjetij pri nas še vedno v fazi računovodskega presojanja uspešnosti z izpostavljenim pomenom računovodsko ugotovljenega dobička in kazalcev, ki temeljijo na računovodskih izkazih, nekatera pa v fazi finančnega presojanja uspešnosti (s poudarkom na stroških in strukturi financiranja podjetja).

Razvoj našega trga kapitala in še posebej njegovo vključevanje v mednarodne trge kapitala bo v vedno večji meri povečeval pomen temeljnega cilja poslovanja podjetja z upravljalnega vidika, ki je večanje vrednosti enote navadnega lastniškega kapitala podjetja. Odprtost kapitalskega trga bo zahtevala, da bodo naša podjetja konkurečna tudi pri doseganju tega cilja. Uveljavitev koncepta ravnanja za večanje vrednosti in modela, ki bo omogočal tako postavitev in merjenje doseganja tega cilja je neizogibna tudi za naša podjetja.

Ekonomski dobiček (EVA) je le eden od takih modelov, vendar je zaradi svoje enostavnosti in razumljivosti trenutno v svetu najbolj razširjen. Uvedba takega modela je nujna dopolnitev računovodske funkcije (dopolnitev kontrolinga) v podjetju zlasti zaradi pomena te funkcije s poslovnega vidika.

Uvajanje koncepta ravnanja za večanje vrednosti obsega naslednje napomembnejše elemente:

- Uvedba ekonomskega dobička kot merila uspešnosti
- Ustrezna organizacijska in obračunska postavitev enot v podjetju, kjer ekonomski dobiček lahko merimo
- Priprava managerjev in ključnih kadrov za vpeljavo koncepta pri procesih planiranja in odločanja
- Postavitev modela motivacije in stimulacije na osnovi ustvarjenega ekonomskega dobička.

Uvajanje koncepta ekonomskega dobička pomeni tudi proces, ki praviloma vključuje:

1. ugotavljanje dejavnikov vrednosti na osnovi analize poslovanja podjetja (gibanje prihodkov, pokritje in stroški, obratni kapital, upravljanje sredstvi, struktura virov financiranja)
2. izoblikovanje sistema za upravljanje dejavnikov vrednosti (opredelitev dejavnikov vrednosti do najnižjih ravni tako, da so razumljivi vsem zaposlenim, prilagoditev računovodskega in finančnega informacijskega sistema z dopolnitvijo z modelom za izračun ekonomskega dobička)
3. izobraževanje vodilnih in ostalih zaposlenih z namenom, da koncept kot način razmišljanja in delovanja sprejmejo vsi zaposleni

¹³ Isto kot pod 1

4. zagotavljanje informacij za ravnanje za večanje vrednosti podjetja in njihova analiza (postavljanje ciljev in njihovo spremljanje na vseh ravneh, izdelava analiz občutljivosti, razvoj in izbor strategij)
5. izgradnja sistema nagrajevanja vodstva v odvisnosti od ekonomskega dobička.

Koncept ekonomskega dobička lahko uporabljamo zlasti pri:

1. oceni uspešnosti podjetja kot celote
2. oceni uspešnosti posameznih podjetij znotraj korporacije in posameznih poslovnih enot oziroma prodajnih programov
3. oceni upravičenosti investicijskih projektov (dejansko se koncept za ta namen uporablja že zelo dolgo kot ocena neto sedanje vrednosti investicije)
4. oceni upravičenosti uvajanja novih prodajnih programov ali izdelkov
5. oceni ustreznosti in izbiri različnih možnih razvojnih strategij
6. oceni upravičenosti združevanj, nakupov ali izločitev podjetij ali delov podjetij (M&A)
7. oceni uspešnosti poslovnega preobrata
8. oblikovanju politike dividend (podjetje lahko zadrži ustvarjeni dobiček le, če ga lahko investira v projekte, ki bodo ustvarjali ekonomski dobiček in večali vrednost kapitala podjetja, v nasprotnem primeru je bolje, da ga izplača delničarjem v obliki dividend).

LITERATURA:

- 1 Al Ehrbar: EVA – The Real Key to Creatinhg Wealth, John Wiley & Sons, inc. New York, 1998
- 2 Bergant Ž.: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja, Zbornik referatov 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije, 1998, str. 87 - 101
- 3 Cook J., Bolčič T.: Ekonomski dobiček – pot do pravih odločitev, gradivo za seminar ITEO, Ljubljana, oktober 1997
- 4 Bolčič T.: Ekonomski dobiček – ravnanje za večanje vrednosti, Zbornik referatov 1. strokovnega srečanja slovenskih kontrolerjev, 1999
- 5 Economist: Valuing Companies, A Star to sail by?, The Economist, 2. avgust 1997, str. 57 – 59
- 6 Esa Mäkeläinen: Economic Value Added as a Management Tool, 1998, dosegljivo tudi na <http://www.evanomics.com>
- 7 Ottosson E. and Weissenrieder F.: Cash Value Added – A new method for measuring financial performance, Gothenburg Studies in Financial Economics, 1996, dosegljivo tudi (sept. 1999) na <http://www.anelda.se>
- 8 Prašnikar J. in Debeljak Ž.: Ekonomski modeli za poslovno odločanje, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, str. 214 – 220
- 9 Peterson P.: Value-Added Measures of Performance, 2000, dostopno tudi na <http://garnet.acns.fsu.edu>
- 10 Rappaport A.: Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance, The Free Press, 1986
- 11 Stewart G. B., III: The Quest for Value, Harper Business, New York, 1991, EVA je zaščiteno ime svetovalne firme Stern&Stewart
- 12 Weissenrieder F.: Economic Value Added or Cash Value Added, 1997, dosegljivo tudi na <http://www.anelda.com>
- 13 Turk I., Kavčič S., Kokotec-Novak M.: Poslovodno računovodstvo, dopolnjena izdaja. Slovenski inštitut za revizijo, Ljubljana, 2003