

UDK 658.1 : 330.13

Izvorni znanstveni članak

Dr. Branko Novak*

OD EKONOMSKE VRIJEDNOSTI TVRTKE DO MENADŽMENTA I NAGRAĐIVANJA ZA STVORENU EKONOMSKU VRIJEDNOST

Promjene u upravljanju kompanijama dovele su u središte interesa stvaranje vrijednosti za dioničare. Ovaj proces se iz SAD brzo širi u Evropu i izvjesno je da će u skoroj budućnosti utjecati na tvrtke u Hrvatskoj. Koncept dodane ekonomske vrijednosti i dodane tržišne vrijednosti polazi od kritike i slabosti računovodstvenih iskaza uspješnosti poslovanja tvrtki. Za iskaz dodane ekonomske vrijednosti, odnosno ekonomske dobiti, koja treba predstaviti stvarno povećanje vrijednosti za vlasnike, potrebne su brojne prilagodbe na računovodstvenim podacima. Te prilagodbe, ako su provedene konzistentno, daju neto operativnu dobit nakon poreza i visinu korištenog kapitala koje realnije odražavaju ekonomsku stvarnost tvrtke. Kada se tako iskazani kapital množi s prosječnim troškovima kapitala, dobije se novčano izražen trošak kapitala. Ako je operativna dobit veća od troškova kapitala, tvrtka stvara dodanu ekonomsku vrijednost za vlasnike. Članak daje i izračun dodane ekonomske vrijednosti i rezidualne dobiti za hrvatske tvrtke koje

se prema računovodstvenim kriterijima smatraju uspješnim. Prema kriteriju dodane ekonomske vrijednosti one uništavaju vrijednost svojim vlasnicima. Mjerenje dodane vrijednosti samo je prvi korak u promjeni ponašanja u upravljanju vrijednošću. Ono što društva u sadašnjim okolnostima trebaju je menadžment dodane ekonomske vrijednosti kojim će se vrijednost stvarati za vlasnike, kupce ali i zaposlene. Uz to se vezuje i odgovarajući sustav nagrađivanja koji se ne zaustavlja samo na menadžmentu nego je usmjeren na sve zaposlenike.

Ključne riječi: Dodana tržišna vrijednost, ekonomska dobit, menadžment vrijednosti, nagrađivanje za ekonomsku vrijednost

1. NASTANAK KONCEPTA EKONOMSKE DOBITI I REZIDUALNE DOBITI

Prema istraživanju KPMG¹ 75% najvećih kompanija u Njemačkoj, Irskoj, Švicarskoj i Austriji, 65% u Velikoj Britaniji, 50% u Francuskoj, 40% u Italiji, te jedna trećina u Norveškoj i Švedskoj koristi menadžment vrijednosti. Menadžment vrijednosti se prema ovim podacima brzo probija iz SAD u najveće svjetske kompanije i postaje nezaobilazan uvjet njihova opstanka na globalnom svjetskom tržištu. Nije zato potrebno posebno dokazivati koliko je važno da se ovaj koncept snažnije primjenjuje u tvrtkama u gospodarstvu Republike Hrvatske, te da se profesionalna javnost bolje upozna s njim.

Menadžment vrijednosti svoje ishodište nalazi u konceptu i mjerenju dodane tržišne vrijednosti i

* Ekonomski fakultet u Osijeku

¹ "Companies not implementing value-based management" Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants, April 99, Vol. 77 Issue 4, p. 3.,

dobane ekonomske vrijednosti odnosno ekonomske dobiti koji zagovaraju brojne konzultantske kuće² zadnjih deset godina. No koncept ekonomske dobiti može se pripisati Alfredu Marshallu koji je 1890. godine napisao: "Ono što ostaje od njegovog profita (vlasnikovog) nakon odbitka kamate na njegov kapital uz tekuću kamatnu stopu, može se nazvati dobit poduzetnika ili menadžmenta."³

U skladu je s ovakvom definicijom dobiti i tzv. rezidualna dobit koja se izražava kao neto dobit umanjena za troškove dioničkog kapitala (s tim da su troškovi duga već obračunati u izračunu neto dobiti). Mjeru rezidualne dobiti uveo je u praktičnu primjenu dvadesetih godina Alfred Sloan u mjerenje uspješnosti operativnih divizija General Motorsa, Matsushita ju je uveo tridesetih godina u Japanu, a General Electric u pedesetim godinama prošlog stoljeća. Ova mjera nije bila šire prihvaćena u praksi dijelom zbog njezina nerazumijevanja, a tamo gdje je postojalo razumijevanje problem je bio u određivanju troškova dioničkog kapitala. CAPM model⁴ je sve to bitno promijenio dajući profesionalcima u području financija osnovu za uvjerljivu procjenu troškova dioničke glavnice.

Peter Drucker o ekonomskoj dobiti kaže: "Ono što nazivamo dobit, novac koji ostaje na korist glavnici, obično uopće nije dobit. Ukoliko tvrtka ne ostvari dobit koja je veća od troškova kapitala, ona radi s gubitkom. Nije pritom bitno što plaća poreze kao da ostvaruje stvarnu dobit. Poduzeće vraća gospodarstvu manje nego što uzima u obliku resursa. Ono dakle ne stvara, nego uništava vrijednost."⁵

² - Diskontirani novčani tijek kojega zagovara LEK/Alcar Consulting Group

- Gotovinski prinos na investiciju (CFROI) kojega zagovara BCG-HOLT

- Prinos na investirani kapital (ROIC) kojega zagovara McKinsey & Co.

- Dodana ekonomska vrijednost (EVA™) kojega zagovara Stern Stewart & Co.

³ Marshall Alfred, Principles of Economics, Vol.1., New York, MacMillan & Co., 1890.

⁴ Sharpe, W.F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, Journal of Finance, vo. 19, no. 3. September 1964., pp. 425-442.

Lintner, J.: Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification, Journal of Finance, vol. 20, no. 12, December 1965, pp. 587-615.

Mossin, J.: Equilibrium in Capital Asset Market, Econometrica, vol. 34, no. 4, October 1966.

⁵ Drucker, Peter "The information Executives Truly Need" Harvard Business Review, January-February 1995.

2. Odnos dodane tržišne vrijednosti i dodane ekonomske vrijednosti

Za analitičare investicija tržišnu vrijednost (ukupnu tržišnu kapitalizaciju) neke tvrtke čine:

- kapital koji su dioničari (vlasnici) uložili u tvrtku, i
- dodana vrijednost koja je poslovanjem stvorena iznad iznosa uloženog kapitala.

Ova druga sastavnica koja se naziva dodanom tržišnom vrijednošću mjeri stvarni iznos bogatstva koje je stvoreno za dioničare tijekom poslovanja tvrtke. Prema tome, dodana tržišna vrijednost je razlika između tržišne vrijednosti tvrtke i njezina kapitala:

Dodana tržišna vrijednost = (Tržišna vrijednost tvrtke) – Kapital

U biti, dodana tržišna vrijednost je mjera onoga što je menadžment tvrtke bio u stanju postići s danom razinom resursa, odnosno investiranog kapitala. Učinkovitost tvrtke se može mjeriti promjenom dodane tržišne vrijednosti u nekom razdoblju. Promjena u dodanoj tržišnoj vrijednosti pokazuje kako efikasno menadžment tvrtke koristi kapital kako bi se povećala vrijednost kapitala svih onih koji kapital daju, a to nisu samo redovni dioničari. Promjena u dodanoj tržišnoj vrijednosti je promjena u tržišnoj vrijednosti kapitala (duga i glavnice), umanjena za promjene u knjigovodstvenoj vrijednosti kapitala. Jasno je da se u izračunu dodane tržišne vrijednosti moraju koristiti tržišne vrijednosti.

Tijekom vremena je dodana tržišna vrijednost visokokorelirana s ekonomskom dobiti odnosno dodanom ekonomskom vrijednošću koja predstavlja stvarnu dobit dioničara u toku jedne godine, a dobije se tako da se od operativne dobiti po odbitku poreza oduzmu troškovi kapitala koji su izraženi u novčanom iznosu. U primjeni se ova mjera usmjerava na dobit od postojeće imovine. Ekonomska dobit se dobije iz izraza:

Ekonomska dobit = (Neto operativna dobit nakon poreza) – (Trošak kapitala u % x Kapital)

ili što je ekvivalentno, korištenjem razlike između stope prinosa i troškova kapitala u postotku:

**Ekonomska dobit =
(Prinos na kapital u % – Trošak kapitala u %)
x Kapital,**

gdje je prinos na kapital odnos između operativne dobiti nakon odbitka poreza i kapitala. Primjena ovih izraza daje procjenu ekonomske dobiti za jedno razdoblje. U vrednovanju učinaka tvrtke u danom razdoblju, ekonomska dobit pokazuje da li je vrijednost dodana (pozitivna ekonomska dobit) ili smanjena (negativna ekonomska dobit).

Model ekonomske dobiti kaže da je vrijednost tvrtke jednaka iznosu investiranog kapitala uvećanog za premiju koja je jednaka sadašnjoj vrijednosti njene buduće ekonomske dobiti:

**Vrijednost tvrtke =
Investirani kapital + Sadašnja vrijednost
buduće ekonomske dobiti**

Logika ovoga modela je jednostavna. Ako tvrtka u svakom razdoblju zaradi točno koliki je prosječni trošak kapitala, onda će diskontirana vrijednost njenog predviđenog slobodnog novčanog tijeka biti jednaka upravo njezinom investiranom kapitalu. To znači da tvrtka vrijedi upravo toliko koliko je na početku investirano. Tvrtka vrijedi manje ili više od investiranog kapitala samo ovisno o tome ako zaradi manje ili više od prosječnog troška kapitala. Zato premija koja se veže za kapital mora biti jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih ekonomskih dobiti tvrtke. Dodana ekonomska vrijednost se temelji na prilagođenoj operativnoj dobiti nakon oporezivanja, investiranom kapitalu i ponderiranom prosjeku troškova kapitala tvrtke. Dodana tržišna vrijednost temelji se na usporedbi investiranog kapitala i tržišne vrijednosti kapitala. Obadvije mjere namijenjene su vrednovanju poslovanje tvrtke.

Ako pretpostavimo da će tvrtka u budućnosti neprekidno stvarati ekonomske dobiti koje su ekvivalentne tekućoj ekonomskoj dobiti, veza između dodane tržišne vrijednosti i ekonomske dobiti je:

Ekonomska dobit

Dodana tržišna vrijednost = _____

Trošak kapitala u %

Međutim, pretpostavka neprekidnosti nije valjana za većinu tvrtki zbog toga što se ekonomske

dobiti stvaraju samo kada tvrtka ima neke komparativne ili konkurentne prednosti. Većina tvrtki ne može održati ove prednosti za duže razdoblje jer promjene propisa, tehnologije te demografske promjene primjerice, mogu utjecati na eroziju prednosti koje ima neka tvrtka. Drugi razlog zašto ovaj odnos ne mora biti valjan u primjeni je što su metode određivanja ekonomske dobiti i dodane tržišne vrijednosti posve različite. Ekonomska dobit je mjera koja se odnosi na jedno razdoblje, a procjenjuje se korištenjem računovodstvenih podataka i procjene troškova kapitala. Dodana tržišna vrijednost koristi tržišne vrijednosti, koje su više orijentirane prema naprijed. Treći razlog je taj što je procjena ekonomske dobiti samo procjena. Bez obzira kako pažljiv bio analitičar u tim procjenama procijenjena ekonomska dobit ne može točno odražavati stvarnu ekonomsku dobit.

**3. PRIMJERI USPJEŠNIH I
NEUSPJEŠNIH TVRTKI U
OSTVARIVANJU DODANE
TRŽIŠNE VRIJEDNOSTI I
EKONOMSKE DOBITI**

Dodana tržišna vrijednost i dodana ekonomska vrijednost iskazuju se već devetu godinu za najveće kompanije u SAD. Ove izračune sačinjava konzultantska kuća Stern Stewart koja je mjeru ekonomske dobiti – dodanu ekonomsku vrijednost (EVA™) zaštitila kao svoj trgovački znak. Ova konzultantska kuća isti izračun pravi i za najveće kompanije u najrazvijenijim zemljama svijeta pa je u tablicama 1. do 6. dan pregled za odabrane države za prvih pet i zadnje tri kompanije s tog popisa. Rang liste su sačinjene prema dodanoj tržišnoj vrijednosti. One pokazuju velike svjetske kompanije koje svojim poslovanjem stvaraju ili uništavaju vrijednost za svoje dioničare. Ovakve liste kompanija imaju utjecaj i na investitore kod odlučivanja o kupovini i prodaji vrijednosnih papira.

Rang	Naziv tvrtke	Dodana tržišna vrijednost	Dodana ekonomska vrijednost
1	General Electric	312,1	5,943
2	Microsoft	296,8	5,919
3	Wal-Mart Stores	198,5	1,596
4	IBM	142,6	1,236
5	Pfizer	141,8	0,942
998	General Motors	(34,5)	(1,065)
999	Lucent Technologies	(41,9)	(6,469)
1000	AT&T	(94,3)	(9,972)

Izvor: Fortune, December 10, 2001., str. 183-185.

Tablica 1. Tvrtke u SAD koje su 2001. godine stvarale i uništavale vrijednost za dioničare u milijardama \$

Rang	Naziv tvrtke	Dodana tržišna vrijednost	Dodana ekonomska vrijednost
1	Royal Dutch Petroleum Co	144,1	7,566
2	ING Groep NV	51,3	8,601
3	Unilever NV	47,6	1,992
4	Aegon NV	42,0	(0,014)
5	Philips Electronics Koninklijke NV	30,4	4,159
148	DSM NV	(1,2)	0,030
149	KPN Koninklijke NV	(1,4)	0,503
150	Corus Group PLC	(1,7)	(0,803)

Izvor: The 2001 Stern Stewart MVA Performance Ranking

Tablica 2. Tvrtke u Nizozemskoj koje su 2000. godine stvarale i uništavale vrijednost za dioničare u milijardama \$

Rang	Naziv tvrtke	Dodana tržišna vrijednost	Dodana ekonomska vrijednost
1	Royal Dutch Petroleum Co	144,1	7,566
2	ING Groep NV	51,3	8,601
3	Unilever NV	47,6	1,992
4	Aegon NV	42,0	(0,014)
5	Philips Electronics Koninklijke NV	30,4	4,159
148	DSM NV	(1,2)	0,030
149	KPN Koninklijke NV	(1,4)	0,503
150	Corus Group PLC	(1,7)	(0,803)

Izvor: The 2001 Stern Stewart MVA Performance Ranking

Tablica 3. Tvrtke u Velikoj Britaniji koje su 2000. godine stvarale i uništavale vrijednost za dioničare u milijardama \$

Rang	Naziv tvrtke	Dodana tržišna vrijednost	Dodana ekonomska vrijednost
1	Novartis	89,6	1,231
2	Nestle	72,6	1,951
3	Roche	74,4	1,048
4	ABB	36,3	0,621
5	Swisscom	13,5	1,138
73	Sulzer Medica	1,4	0,051
74	Sulzer	0,638	(0,041)
75	Sair Group	0,202	(1,151)

Izvor: The 2001 Stern Stewart MVA Performance Ranking

Tablica 4. Tvrtke u Švicarskoj koje su 2000. godine stvarale i uništavale vrijednost za dioničare u milijardama \$

Rang	Naziv tvrtke	Dodana tržišna vrijednost	Dodana ekonomska vrijednost
1	Ericson Telefonaktiebolaget LM	76,6	(0,273)
2	ABB Ltd	19,4	0,068
3	Skandia AB	13,9	0,069
4	HENNES MAURITZ H M AB	9,9	0,216
5	Nordea	8,9	0,089
98	ASSI DOMAN AB	(0,974)	(0,096)
99	Volvo AB	(1,1)	(0,479)
100	Autoliv Inc	(1,3)	(0,223)

Izvor: The 2001 Stern Stewart MVA Performance Ranking

Tablica 5. Tvrtke u Švedskoj koje su 2000. godine stvarale i uništavale vrijednost za dioničare u milijardama \$

Rang	Naziv tvrtke	Dodana tržišna vrijednost	Dodana ekonomska vrijednost
1	Ericson Telefonaktiebolaget LM	76,6	(0,273)
2	ABB Ltd	19,4	0,068
3	Skandia AB	13,9	0,069
4	HENNES MAURITZ H M AB	9,9	0,216
5	Nordea	8,9	0,089
98	ASSI DOMAN AB	(0,974)	(0,096)
99	Volvo AB	(1,1)	(0,479)
100	Autoliv Inc	(1,3)	(0,223)

Izvor: The 2001 Stern Stewart MVA Performance Ranking

Tablica 6. Tvrtke u Njemačkoj koje su 1999. godine stvarale i uništavale vrijednost za dioničare u milijardama \$

U Republici Hrvatskoj koncept dodane tržišne i ekonomske vrijednosti tek je na pragu da dobije pravi tretman. S dodanom tržišnom vrijednosti problem je i u nerazvijenom i uskom tržištu kapitala koje daje imperfektno informacije o cijenama dionica na kojima se temelji ovakav izračun. No postoji mogućnost procjene dodane ekonomske vrijednosti koja nije svakako jednaka stvarnoj ekonomskoj dobiti tvrtke, ali joj je bliža od računovodstvene dobiti upravo zato što u obračun uzima troškove kapitala te otklanja neke nekonzistentnosti u iskazu investiranoj kapitala i operativne dobiti. Pri tom je problem određivanja troškova vlastitog kapitala, jer razvijeno tržište kapitala omogućava primjenu CAPM modela. No ako se i ne odredi pravi trošak kapitala, što je u hrvatskim okolnostima moguće,

sigurno je da je rezultat točniji ako se uzme neki trošak kapitala umjesto što se vlastiti kapital računa kao besplatan. To je bilo i polazište za izračun ekonomske dobiti dva dionička društva koja su prema kriteriju računovodstvene dobiti uspješno poslovala. No osim izračuna ekonomske dobiti izračunata je i rezidualna dobit koja je dobivena tako da je od računovodstvene dobiti nakon odbitka poreza oduzet trošak vlastitog kapitala (umnožak dioničke glavnice početkom godine i troška dioničkog kapitala u postotku).

Za dva dionička društva je metodologijom konzultantske kuće McKinsey & Co izvršena procjena ekonomske dobiti, a konačan rezultat dan je u slijedećim tablicama.

Tablica 7. Ekonomska dobit dioničkog društva "X" iz prehrambene industrije
(novčane vrijednosti u 000 kuna)

	Godina			
	1997	1998	1999	2000
Prinos na investirani kapital	-1,6%	-8,7%	8,2%	-0,8%
Trošak kapitala	15%	15%	14%	14%
Spread	-16,6%	-23,7%	-5,8%	-14,8%
Investirani kapital početkom godine	61.480	74.532	72.671	72.298
NOPLAT	(955)	(6.516)	5.924	(606)
Troškovi	(9.222)	(11.180)	(10.174)	(9.943)
Ekonomska dobit	(10.177)	(17.697)	(4.250)	(10.728)
Računovodstvena dobit	2.944	3.151	6.970	476

Tablica 8. Ekonomska dobit dioničkog društva "Y" iz industrije građevinskog materijala
(novčane vrijednosti u 000 kuna)

	Godina				
	1996	1997	1998	1999	2000
Prinos na investirani kapital	3,1%	4,3%	3,1%	6,1%	6,7%
Trošak kapitala	15%	14%	13%	12%	12%
Spread	-11,9%	-9,7%	-9,9%	-5,9%	-5,3%
Investirani kapital početkom godine	384.029	434.568	454.077	469.620	478.414
NOPLAT	11.723	18.878	13.853	28.655	31.905
Troškovi	(57.604)	(60.840)	(59.030)	(56.354)	(57.410)
Ekonomska dobit	(45.881)	(41.962)	(45.177)	(27.699)	(25.505)
Računovodstvena dobit	15.288	18.760	19.353	27.225	40.056

Tablica 9. Rezidualna dobit dioničkog društva "X" iz prehrambene industrije
(novčane vrijednosti u 000 kuna)

	Godina			
	1997	1998	1999	2000
Neto dobit	2.944	3.148	6.970	476
Vlasnička glavnica početkom godine	62.010	66.189	71.601	78.664
Trošak vlastitog kapitala %	15	15	14	14
Trošak kapitala	9.302	9.928	10.024	11.013
Rezidualna dobit	(6.358)	(6.780)	(3.054)	(10.537)

Tablica 10. Rezidualna dobit dioničkog društva "Y" iz industrije građevinskog materijala
(novčane vrijednosti u 000 kuna)

	Godina				
	1996	1997	1998	1999	2000
Neto dobit	15.288	18.760	19.353	27.225	40.056
Vlasnička glavnica početkom godine	397.231	400.944	408.262	411.067	427.382
Trošak vlastitog kapitala %	15	14	13	12	12
Trošak kapitala	59.584	56.132	53.074	49.328	51.285
Rezidualna dobit	(44.297)	(37.372)	(33.721)	(22.103)	(11.229)

4. RAČUNOVODSTVENE PRILAGODBE KOJE SU MOGUĆE I POTREBNE U UTVRĐIVANJU EKONOMSKE DOBITI

Menadžerima i dioničarima potrebne su mjere uspješnosti poslovanja koje daju signale i povratne veze koje potvrđuju ili opovrgavaju pravilnost poduzetih odluka o alokaciji kapitala te ujedno služe kao pouzdan vodič za određivanje ekonomske vrijednosti tvrtke. Menadžeri posebno trebaju mjere koje pokazuju dali njihove aktivnosti doprinose vrijednosti tvrtke. Da bi to mogli, njima nije potrebna likvidacijska vrijednost ili čak fer tržišna vrijednost imovine. Njima trebaju iskazi koji daju mjeru kumulativnih gotovinskih izlaza od kojih se očekuje da doprinesu budućim dobitima, te ujedno odražavaju odgovarajuću kapitalnu osnovu na kojoj se može mjeriti stopa prinosa i dodana ekonomska vrijednost. Oni također trebaju odgovarajuću mjeru operativne dobiti koja pokazuje što se zaista događa u operativnom poslovanju.

Upravo je u tome smisao ekonomske dobiti odnosno dodane ekonomske vrijednosti. Tvrtke međutim ne mogu zamijeniti dobit koju daje raču-

novodstvo s dodanom ekonomskom vrijednošću u javnim financijskim izvještajima. No ništa ih ne sprječava da koriste drugačiji obračun dobiti za svoje interne odluke, ili da izvještavaju investitore o tim pokazateljima zajedno s onima koji su propisani. Prvo odstupanje obračuna ekonomske dobiti od općih računovodstvenih načela jest da ono priznaje pune troškove kapitala. Računovodstveni iskazi tretiraju vlastiti kapital kao besplatan izvor! Ekonomska vrijednost isto tako konvertira računovodstvene dobiti na ekonomske dobiti i računovodstvene vrijednosti kapitala na ekonomske vrijednosti kapitala, pri čemu se uzimaju zajedno tuđi i vlastiti kapital. Time se dobije neto operativna dobit nakon oporezovanja koja nam daje točniju sliku ekonomije poslovanja i iznos kapitala koji je daleko bolja mjera sredstava koja su dali zajm davci i dioničari.

Razne vrste podešavanja⁶ pri mjerenju ekonomske dobiti uključuju tretman stavki kao što su

⁶ O tome više vidjeti u: Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, second edition. New York, John Wiley & Sons, Inc., 2000. i Fabozzi J. Frank and Grant L. James: Value-Based Metrics: Foundations and Practice. Frank J. Fabozzi Associates, 2000.

trenutak priznavanja troškova i prihoda, pasivne investicije u utržive vrijednosnice, izvanbilančno financiranje, vrednovanje zaliha, računovodstvene rezerve, priznavanje loših potraživanja, nematerijalna imovina, porezi, troškovi marketinga, goodwill i troškovi preuzimanja i strateške investicije.

Dodana ekonomska vrijednost se nudi kao kratkoročni pokazatelj uspješnosti poslovanja, koji bi trebao bolje opisati ekonomsku stvarnost od računovodstvene neto dobiti. No ona se temelji na računovodstvenim podacima na kojima je moguće izvršiti do 160 podešavanja, premda se obično koristi do 15 podešavanja, a u zadnje vrijeme se normalno preporuča i manje od šest, da bi se dobila vrijednost koja je što bliža stvarnoj dodanoj vrijednosti koja je stvorena poslovanjem. Ovaj trend u smanjivanju broja prilagodbi rezultat je nevoljkosti uprava da u iskazivanju poslovanja odstupaju od računovodstvenih principa, te činjenice da su mnoge tvrtke otkrile postupcima testiranja i simulacije da većina predloženih prilagodbi ima mali utjecaj na dobit⁷. Zato se u mnogim tvrtkama koje su prihvatile izračun dodane ekonomske vrijednosti broj prilagodbi svodi na pet, a neke niti ne vrše te prilagodbe jer smatraju da je tada sustav lakše nadgledati i razumjeti.

Young predlaže da oni koji koriste dodanu ekonomsku vrijednost prije primjene određenih prilagodbi trebaju koristiti sljedeće kriterije koji svi moraju biti zadovoljeni:

- Pristranost koju stvara primjena računovodstvenih standarda uzrokuje da se menadžeri ponašaju nefunkcionalno.
- Prilagodbe moraju smanjiti vjerojatnost takvog ponašanja.
- Koristi od unaprjeđenja sustava nagrađivanja moraju premašiti troškove odstupanja od računovodstvenih standarda.
- Prilagodbe moraju biti efikasnije sredstvo postizanja željenih rezultata u odnosu na alternativne mehanizme ili postupke kontrole.

Cilj mjerenja uspješnosti poslovanja nikada ne smije biti postizanje najtočnijih brojki, već efikasno vrednovanje i sustav nagrađivanja koji potiče menadžere da stvaraju vrijednost za dioničare.

⁷ Young S. David: "Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added". Journal of Financial Statement Analysis, Winter 99, Vol. 4 Issue 2, p7,13p.

Problem s računovodstvenim podešavanjima kod računanja dodane ekonomske vrijednosti nije u njihovoj nelogičnosti. U stvari, argumenti za te prilagodbe su vrlo uvjerljivi. Ali od daleko većeg značenja za korisnike u tvrtkama je da li odstupanja koja proizlaze iz primjene računovodstvenih standarda rezultiraju podoptimalnim ponašanjem i da li će podešavanje brojeva poboljšati ponašanje menadžera.

McIntyre⁸ s pravom ukazuje da zagovornici koncepta dodane ekonomske vrijednosti tvrde da se prilagodbama računovodstvenih iskaza eliminiraju odstupanja u mjerenju stvarnih ekonomskih rezultata. To pretpostavlja da onaj tko mjeri ekonomsku dobit može izračunati stvarnu ekonomsku dobit. Međutim, to nije moguće osim u najjednostavnijim slučajevima koji nisu relevantni za praktične svrhe. Ako se kao cilj postavi dobivanje ekonomskih vrijednosti koje su bliže nekoj stvarnoj, opet je problem te stvarne vrijednosti. Nizom vrlo jednostavnih primjera gdje se može utvrditi stvarna ekonomska vrijednost (uz pretpostavke da nema inflacije, nema nematerijalne imovine, nema vanbilančnih obveza ili imovine, nema računa prema nastanku, nema neizvjesnosti oko novčanog tijeka) može se pokazati kako računovodstveni postupci značajno djeluju na izračunatu dodane ekonomske vrijednosti. Ovi primjeri ujedno pokazuju da podešavanja koja se čine kako bi se uklonila ova odstupanja koja su uvjetovana primjenom računovodstvenih postupaka, mogu izračune čak pogoršati.

Zato se postavlja pitanje do koje se mjere neka tvrtka treba osloniti na dodanu ekonomsku vrijednost? Kao i druge mjere temeljene na računovodstvenim podacima, dodana ekonomska vrijednost je korisna, premda je neprecizna mjera dodane vrijednosti. Pozitivna ekonomija vrijednosti često ukazuje da je vrijednost dodana, a niz pozitivnih ekonomskih vrijednosti čini porast vrijednosti još vjerojatnijim.

U vrednovanju ekonomske dobiti, tvrtke mogu procjenjivati kolika bi ona bila uz različite računovodstvene metode. One također mogu pogledati trendove u drugim podacima kako bi potvrdili dodanu vrijednost. Trendovi u prodaji, udjelu na tržištu, novčanom tijeku od operacija, te u ključnim financijskim omjerima (obrtaj zaliha) te nefinancijskim podacima (zadovoljstvo kupaca), mogu potvrditi ili dovesti u pitanje iskazanu dodanu vrijednost.

⁸ McIntyre Edward V.: "Accounting Choices and EVA". Business Horizons, Jan/Feb 99, Vol. 42 Issue 1, p66, 7p.

Sve ove mjere uspješnosti poslovanja se mogu koristiti u vrednovanju poslovanja.

Prema tome, moglo bi se zaključiti da bi i mjera rezidualne dobiti koju je u dvadesetim godinama prošlog stoljeća predložio Sloan mogla biti jednostavnija alternativa koja ima iste prednosti kao i dodana ekonomska vrijednost u odnosu na računovodstvenu dobit. Treba međutim prihvatiti da nekonzistentnosti u izračunu dobiti i kapitala u računovodstvenim iskazima imaju utjecaj na izračun rezidualne dobiti. Dodana ekonomska vrijednost ove nekonzistentnosti djelomično uklanja i teorijski je vrlo utemeljena.

5. MENADŽMENTA I NAGRAĐIVANJA PREMA EKONOMSKOJ DOBITI

Mjerenje dodane ekonomske vrijednosti i dodane tržišne vrijednosti (tamo gdje postoje tržišni podaci o cijenama dionica) je dobar, ali nedovoljan iskorak u unaprjeđenju upravljanja tvrtkama. Bitno je međutim da menadžment prihvati orijentaciju na stvaranju vrijednosti za dioničare, odnosno vlasnike, da ga implementiraju u sve pore tvrtke i dovedu najveći broj zaposlenika u situaciju da svoje svakodnevne odluke i postupke usklade s tim ciljem. To možemo nazvati menadžmentom vrijednosti. Menadžment vrijednosti nije nikakav misteriozan postupak. On, međutim, zahtijeva različite perspektive od onih koje ima velik broj menadžera. On zahtijeva usmjerenost na prinose od dugoročnog novčanog tijeka, a ne na kratkoročne promjene u dobiti. Isto tako on zahtijeva volju da se prihvatiti gledanje na aktivnosti tvrtke koje je orijentirano na vrijednost. Ovo gledanje prepoznaje poslovanje kao investiciju u produktivne kapacitete koja zarađuje ili ne zarađuje prinos iznad oportunitetnih troškova kapitala. Menadžer vrijednosti zato zauzima stav vanjskog promatrača u odnosu na poslovanje tvrtke, te poduzima sve kako bi iskoristio mogućnosti za povećanje vrijednosti. Najvažnije je da menadžment razvije i institucionalizira filozofiju upravljanja vrijednošću u cijeloj organizaciji.

U biti, proces prihvaćanja orijentacije prema vrijednosti ima dva aspekta⁹:

⁹ Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, second edition. New York, John Wiley & Sons, Inc., 2000.

1. Restrukturiranje koje oslobađa vrijednosti koje su sputane unutar tvrtke. Neposredni rezultati takvih postupaka mogu se kretati od umjerenih do spektakularnih. Cijena koja se plaća za takve rezultate može također biti velika, a može podrazumijevati dezinvestiranje i smanjenje broja zaposlenih.
2. Razviti pristup orijentiran na stvaranje vrijednosti kako bi se vodilo i upravljalo tvrtkom nakon restrukturiranja. To uključuje postavljanje prioriteta temeljenih na stvaranju vrijednosti (podešavanje planiranja, mjerenje učinaka, sustav nagrađivanja prema stvorenoj vrijednosti, komuniciranje s investitorima u terminima stvaranja vrijednosti).

Ako ovaj drugi korak postane redovan u upravljanju tvrtkom, potreba da se povremeno obavljaju bolna restrukturiranja bit će bitno smanjena.

Vrijednost se stvara kada tvrtke investiraju kapital uz stopu prinosa koja je viša od troškova kapitala. Ako se ovaj koncept koristi kao sveobuhvatna osnova za donošenje glavnih strateških i svakodnevnih operativnih odluka možemo govoriti o menadžmentu vrijednosti. Ako se pravilno izvršava, menadžment vrijednosti je pristup menadžmentu kojim se sveukupne aspiracije tvrtke, analitičke tehnike i postupci menadžmenta usmjeravaju kako bi tvrtka maksimizirala svoju vrijednost na način da usmjerava menadžerske odluke na ključne činitelje stvaranja vrijednosti (u daljnjem tekstu činitelji vrijednosti).

Menadžment vrijednosti se usmjerava na bolje donošenje odluka na svim razinama organizacije. On uopćava da pristup odlučivanju i naređivanju od vrha prema dolje ne može dobro funkcionirati, naročito u velikim tvrtkama. Prema tome, menadžment mora naučiti kako da koristi mjere temeljene na vrijednosti za donošenje boljih odluka. On zahtijeva upravljanje bilancom, kao i računom dobiti i gubitka, te uravnoteženje kratkoročne i dugoročne perspektive. Kada se primjeni, tvrtke imaju od ovakvog pristupa velike koristi.

Menadžment vrijednosti je integrativan proces stvoren kako bi se unaprijedilo strateško i operativno odlučivanje u cijeloj organizaciji, na taj način da ga se usmjeri na ključne činitelje nastanka vrijednosti. Njegov naglasak nije na metodologiji već na načinima i postupcima promjene kulture tvrtke. Menadžer vrijednosti jednako je zainteresiran za

detalje organizacijskog ponašanja, koliko i za korištenje vrijednosti za mjerenje učinaka poslovanja koje se koristi kao oruđe pri odlučivanju.

U organizacijama koje koriste menadžment vrijednosti, proces menadžmenta, kakav je planiranje i mjerenje učinaka, daje donositeljima odluka na svim razinama prave informacije i poticaje za donošenje kreativnih odluka koje stvaraju vrijednosti. Primjerice, menadžer poslovne jedinice imat će informacije kojima će moći kvantificirati i usporediti vrijednost drugačijih strategija poslovne jedinice. On će zato, zbog ciljeva koje su postavili nadređeni menadžeri i to zbog vrednovanja i sustava nagrađivanja koji potiče stvaranje vrijednosti i konačno zbog toga što će strategija biti podvrgnuta analizi od strane nadređenih menadžera, biti potican da izabere strategiju koja maksimizira vrijednost. Menadžeri će također biti vrednovani na temelju dugoročnih i kratkoročnih ciljeva koji mjere napredak prema ukupnim ciljevima stvaranja vrijednosti.

Prvi korak u menadžmentu vrijednosti je prihvaćanje maksimiziranja vrijednosti kao financijskog cilja tvrtke. Osim toga menadžment mora znati kako se taj financijski cilj odnosi prema drugim ciljevima. Općenito, tvrtke moraju imati dva niza ciljeva:

1. Financijski ciljevi koji vode menadžere više razine (ekonomska dobit).
2. Inspirativni, nefinancijski ciljevi, koji motiviraju ponašanje cijele organizacije.

Ovaj drugi niz ciljeva može podrazumijevati ciljeve zadovoljenja kupaca, inovacije proizvoda, te zadovoljstvo zaposlenika. Ti ciljevi nisu u suprotnosti s ciljem maksimiziranja vrijednosti. Obično su financijski najuspješnije tvrtke također uspješne u zadovoljenju potreba kupaca, inovacijama i zadovoljstvu zaposlenika. Nefinancijske ciljeve treba, međutim, uvijek pažljivo razmotriti u svjetlu financijskih okolnosti tvrtke.

Ciljevi moraju također biti prilagođeni razini organizacije. Za menadžere poslovnih jedinica to može značiti eksplicitno stvaranje vrijednosti mjerenom financijskim izrazima. Za menadžere funkcija, to može značiti neku kombinaciju usluga kupaca, udjela na tržištu, kvalitete proizvoda, ili produktivnosti. Menadžer proizvodnje može biti usmjeren na troškove po jedinici, vrijeme ciklusa proizvodnje,

ili postotak škarta. Razvoj proizvoda može se usmjeriti na vrijeme koje je potrebno da se razvije novi proizvod, broj novih proizvoda, te usporedbu tih novih proizvoda s konkurencijom.

5.1. Pronalaženje činitelja stvaranja vrijednosti

Važan dio menadžmenta vrijednosti je razumijevanje onih varijabli poslovanja koje će stvarno povećavati vrijednost tvrtke, odnosno razumijevanje činitelja vrijednosti. To je bitno iz dva razloga:

1. Organizacija ne može izravno raditi na vrijednosti. Ona mora raditi na onome na što može utjecati, kao na primjer, zadovoljstvo kupaca, troškovi, kapitalni izdaci, itd.
2. Pomoću tih činitelja vrijednosti viši menadžment uči se razumijevanju ostalog dijela organizacije i uspostavljanju dijaloga o tome što treba učiniti.

Činitelj vrijednosti je jednostavno svaka varijabla koja utječe na vrijednost tvrtke. Da bi bili korisni, činitelji vrijednosti moraju biti tako organizirani da možemo identificirati one koji imaju najveći utjecaj na vrijednost, te treba odrediti odgovornost za njihovo ostvarenje onim pojedincima koji mogu pomoći da organizacija ostvari svoje ciljeve.

Činitelji vrijednosti moraju biti definirani do razine detalja koji ih stavljaju u red s varijablama odlučivanja koje su izravno pod kontrolom menadžmenta. Opći činitelji vrijednosti jednako se dobro primjenjuju na poslovnu jedinicu, ali im nedostaje određenost na nižim razinama. Zato se moraju identificirati činitelji vrijednosti i za nižu razinu.

Opći činitelji vrijednosti su primjerice stopa rasta prodaje, operativna marža, investirani kapital, prihodi, troškovi, investicija u kratkotrajnu imovinu, investicija u fiksnu imovinu, trošak kapitala, gotovinska porezna stopa, slobodni novčani tijek, itd. Činitelji vrijednosti specifični za poslovnu jedinicu su kupci, produktivnost prodaje (troškovi/prihodi), upravljanje kapacitetom, operativni prinos, uključenost dobavljača i kupaca u stvaranje vrijednosti, itd. Operativni činitelji vrijednosti su primjerice prihod po jedinici, trošak po obilasku, broj sati

koji se može fakturirati u odnosu na ukupan broj plaćenih sati, postotak korištenja kapaciteta, trošak po jednoj isporuci, uvjeti plaćanja, uvjeti naplate potraživanja, itd. Naravno, gornji činitelji vrijednosti su samo nepotpuni spisak, koji se može nadopunjavati ovisno o karakteristikama poslovanja.

Opći činitelji vrijednosti mogu se sažeti i prikazati u obliku stabla činitelja vrijednosti, a kako ti činitelji djeluju na prinos na investirani kapital (ROIC), ovo stablo se naziva i ROIC- stablom. Za društva "X" i "Y" ova stabla su prikazana tablicama 11. do 13.

Tablica 11. ROIC stablo "X"d.d. prije goodwilla

	GODINA			
	1997	1998	1999	2000
Troškovi prod.proizvoda / Prodaja	84,23%	89,77%	85,57%	93,45%
Opći tr.prod. i adm. troškovi / Prodaja	9,61%	10,03%	0,00%	0,00%
Amortizacija / Prodaja	8,64%	9,98%	9,92%	7,69%
Operat. radni kap. početkom godine / Prodaja	47,48%	50,33%	37,03%	50,61%
Neto postr. opr. i zgr. početkom godine / Prodaja	32,37%	33,08%	26,59%	20,61%
Ostala im. početkom godine / Prodaja	-26,13%	-20,06%	-5,23%	-3,14%
EBIT / Prodaja	-2,48%	-9,78%	4,51%	-1,14%
Prodaja/Investirani kapital početkom godine	1,86	1,58	1,71	1,47
ROIC prije poreza	-4,62%	-15,43%	7,72%	-1,67%
1. - gotovinska por.stopa na EBIT	0,337	0,566	1,055	0,510
ROIC	-1,55%	-8,74%	8,15%	-0,85%

Tablica 12. ROIC stablo "Y"d.d. prije goodwilla

	GODINA			
	1997	1998	1999	2000
Troškovi prod.proizvoda / Prodaja	84,97%	86,35%	77,79%	80,89%
Opći tr.prod. i adm. troškovi / Prodaja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Amortizacija / Prodaja	11,58%	11,46%	12,37%	11,95%
Operat. radni kap. pocetkom godine / Prodaja	15,57%	16,83%	25,46%	33,64%
Neto postr. opr. i zgr. pocetkom godine / Prodaja	72,74%	84,21%	85,09%	69,57%
Ostala im. pocetkom godine / Prodaja	0,00%	3,61%	6,45%	4,47%
EBIT / Prodaja	5,12%	3,61%	10,52%	10,47%
Prodaja/Investirani kapital pocetkom godine	1,13	0,99	0,90	0,97
ROIC prije poreza	5,80%	3,57%	9,52%	10,15%
1 - gotovinska por.stopa na EBIT	0,957	1,184	0,931	0,984
ROIC	5,55%	4,23%	8,86%	9,99%

Tablica 11. ROIC stablo "Y" d.d. nakon goodwilla

	G O D I N A			
	1997	1998	1999	2000
Troškovi prod.proizvoda / Prodaja	84,97%	86,35%	77,79%	80,89%
Opći tr.prod. i adm. troškovi / Prodaja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Amortizacija / Prodaja	11,58%	11,46%	12,37%	11,95%
Operat. radni kap. početkom godine / Prodaja	15,57%	16,83%	25,46%	33,64%
Neto postr. opr. i zgr. početkom godine / Prodaja	72,74%	84,21%	85,09%	69,57%
Ostala im. početkom godine / Prodaja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBIT / Prodaja	5,12%	3,61%	10,52%	10,47%
Prodaja/Investirani kapital početkom godine	0,89	0,71	0,62	0,65
ROIC prije poreza	4,54%	2,58%	6,55%	6,78%
1 - gotovinska por.stopa na EBIT	0,957	1,184	0,931	0,984
ROIC	4,34%	3,05%	6,10%	6,67%

5.2. Nagrađivanje prema dodanoj ekonomskoj vrijednosti

Da bi sustav nagrađivanja bio učinkovit potrebno je uspostaviti strukturu nagrađivanja koja se temelji na vlasništvu u cijeloj tvrtki. To podrazumijeva definiranje ciljeva izraženih kroz ekonomsku dobit i određivanje stimulacija na svakoj organizacijskoj razini. Da bi se postiglo da zaposlenici na svakoj razini razmišljaju i postupaju kao menadžeri, potrebno je uspostaviti dva odvojena ali usko vezana procesa. Treba mjeriti uspješnost zaposlenika na isti način kako vlasnici mjere uspjeh, a zaposlenike treba nagrađivati na isti način kako su nagrađeni vlasnici. Kada zaposlenici na svakoj organizacijskoj razini usklade svoje osobne interese i ciljeve s interesima vlasnika (investitora), oni će činiti bolje i energičnije napore te će donositi energičnije i informacijski bolje utemeljene odluke. Ovakav sklad je nužan budući da rastuća konkurencija zahtijeva da zaposlenici na svim razinama imaju ovlasti za nezavisno i brzo djelovanje. Učinkovita decentralizacija zahtijeva da zaposlenici koji izravno rade s komitentima donose odluke koje se na njih i odnose.

Tradicionalni sustavi nagrađivanja menadžera i zaposlenika u velikom broju slučajeva ne potiču na stvaranje vrijednosti za dioničare odnosno vlasnike. Oni, naprotiv, često potiču menadžere na ponašanje koje nagriza bogatstvo dioničara. Primjerice, menadžerima se za postignute rezultate daju opcije na dionice ili dodaci na plaću. No takvi oblici

nagrađivanja ne usklađuju automatski interese menadžera s interesima dioničara. Struktura sustava nagrađivanja (kako se opcije ostvaruju ili kako se računaju dodaci) je odista bitna. Primjerice nagrađivanje prema rastu ostvarenog prihoda ili dobiti može smanjiti vrijednost za dioničare ukoliko se porast ostvaruje investicijama koje daju niži prinos od troškova kapitala. Takav rast se najlakše može ostvariti primjerice preuzimanjima, koje znači i porast prihoda i dobiti, ali koje istovremeno "guta" velike iznose kapitala. Kako se preuzimanja uvijek događaju uz odgovarajuću premiju iznad tržišne vrijednosti, to je stopa prinosa na takvo ulaganje niska ukoliko se po preuzimanju značajno ne poboljša profitabilnost preuzete tvrtke. A to najčešće nije lako jer je u tržišnu cijenu već prije preuzimanja ugrađeno očekivanje o rastu prihoda i profitabilnosti tvrtke. Time se nakon preuzimanja za tvrtku preuzimatelja postavljaju visoki potrebni standardi poslovanja da bi se prinosom od takve investicije pokrili troškovi kapitala. Rezultat je često u gubitku vrijednosti za dioničare, a menadžment bi unatoč tome mogao biti posebno nagrađen. Primjer tvrtki koje su vrlo aktivne u preuzimanju su AT&T (tablica 1.) i VODAFON AIR-TOUCH PLC (tablica 3.) koje su investirale veliki kapital u preuzimanje drugih tvrtki, ali su uništile vrijednost za svoje dioničare.

Primjer sustava koji nagrađuje krivu stvar je i nagrađivanje u opcijama tako da se odredi novčani iznos u opcijama umjesto broja opcija. Ako cijena dionica padne menadžeri tada dobivaju više dionica

društva. Ako kasnije cijena dionica poraste na raniju razinu, opcije će imati veću vrijednost od one koju bi imale da cijene dionica nisu nikada pale. Ovakav sustav nagrađuje menadžere za smanjenje bogatstva svojih dioničara.

Tradicionalni sustavi nagrađivanja imaju sljedeće nedostatke:

- Oslanjaju se na ciljeve koji su rezultat pregovora.
- Oslanjaju se na mjere učinaka koje izravno nisu u vezi s realnim porastom vrijednosti za dioničare.
- Određuju odnose rizika i nagrada za zaposlenike koji nisu u skladu s odnosom rizika i nagrada za dioničare.

Nagrađivanje koje se temelji na vlasništvu mora sadržavati dva bitna obilježja:

- Nagrada mora imati izravnu vezu s realnim rastom ekonomske dobiti, bez ograničenja na gore ili dolje.

- Poticaji moraju biti tako učinjeni da kumulativno plaćanje bude u skladu s kumulativnim učincima.

Ovakav sustav nagrađivanja mora imati izravan utjecaj na ponašanje menadžera i zaposlenika. Dakle naglasak nije na tehničkim aspektima mjerenja ekonomske dobiti, već na implikacijama na ponašanje svih sudionika u poslovanju. Nadzorni odbori tvrtki trebaju uvijek imati na umu da se upravlja onim za što se plaća - nagrađuje menadžere ili izvršitelje, a ne onim što se mjeri. Zato treba plaćati za stvorenu vrijednost za dioničare, ako se želi da se ona stvara u poslovanju.

LITERATURA:

1. Blair M. Margaret, "Who's in charge here?" *Brookings Review*, Fall 91, Vol.9 Issue 4, str. 8-14.
2. Baruch Lev, "R&D and Capital Markets," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, No 4 (Winter 1999).
3. Colvin Geoffrey, "America's Best & Worst Wealth Creators", *Fortune* 12/18/2000, Vol. 142 Issue 14, pp. 207-213.
4. Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack: *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*, third edition. New York, John Wiley & Sons, Inc., 2000.
5. Drucker, Peter "The information Executives Truly Need" *Harvard Business Review*, January-February 1995.
6. Donovan J., Tully R. and Wortman B.: *The Value Enterprise - Strategies for Building a Value-Based Organization*. McGraw-Hill Ryerson, Toronto, 1998.
7. Ehrbar Al "Closing the GAAP between Earnings and EVA" u: Fabozzi J. Frank and Grant L. James: *Value-Based Metrics: Foundations and Practice*. Frank J. Fabozzi Associates, 2000. str. 51- 65.
8. Ehrbar Al "Using EVA Registered Trademark to Measure Performance and Assess Strategy", *Strategy & Leadership*, May/June 99, Vol. 27 Issue 3, str. 20 - 25.
9. Fruhan E. William "Corporate Raiders: Head'em Off at Value Gap", u: *Hothouse Management: Acquisitions, Takeovers and LBOs*. A Harvard Business Review Paperback, 1991., str. 39-44.
10. Gibbons, R. and Murphy K., "Does Executive Compensation Affect Investment," *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, No. 4 (Summer 1992).
11. Grant, L. James: *Foundations of Economic Value Added*. Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
12. Jensen C. Michael, "Takeovers: folklore and science" u: *Hothouse Management: Acquisitions, Takeovers, and LBOs*, A Harvard Business Review Paperback, 1991, str. 3-14.
13. Jensen C. Michael, "Eclipse of the Public Corporation", u: *Hothouse Management: Acquisitions, Takeovers, and LBOs*, A Harvard Business Review Paperback, 1991, str. 17-30.
14. Marshall Alfred, *Principles of Economics*, Vol.1., New York, MacMillan & Co., 1890.
15. McIntyre Edward V.: "Accounting Choices and EVA". *Business Horizons*, Jan/Feb 99, Vol. 42 Issue 1, p66, 7p.
16. Modigliani Franco and Miller H. Merton, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review* (June 1958).

17. Peterson Pamela "Value-Based Measures of Performance" u: Fabozzi J. Frank and Grant L. James: Value-Based Metrics: Foundations and Practice. Frank J. Fabozzi Associates, 2000. str. 67-97.

18. Shiely John, "Is value management the answer? Chief Executive, Dec 96 Issue 119, pp. 54-58.

19. Tintor, J.: "Dodana ekonomska vrijednost",

XXXVI simpozij Računovodstvo, revizija i financije u suvremenim gospodarskim uvjetima, Pula lipanj 2001., str. 457-472.

20. Young S. David: "Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added". Journal of Financial Statement Analysis, Winter 99, Vol. 4 Issue 2, p7, 13p.

Branko Novak, Ph. D.,

FROM ECONOMIC VALUE OF COMPANY TO MANAGEMENT AND REMUNERATION FOR THE CREATED ECONOMIC VALUE

Summary

The changes in company managements have focused the value-based creativity for the shareholders. This process quickly expands from the USA to Europe and will surely influence the companies in Croatia in near future. The concept of economic value added and market value added starts from the critic and weaknesses of the accounting business efficiency reports of companies. To report the economic value added and economic profit which should show the real value increase on behalf of the owners, numerous adjustments on the accounting data are necessary. These adjustments, if carried out consistently, give the net operative profit after the tax and the amount of the used capital which reflect more really the economic reality of company. When so reported capital is multiplied with the average costs of capital, the result is the capital cost expressed in money. If the operative profit is higher than the costs of capital, the company makes the economic value added for the owners.

The article gives the calculation of the economic value added and residual profit for Croatian companies which, according to the accounting criteria, are considered successful. According to the added value criterium they destroy the value to their owners. The added value measurement is only the first step in the behaviour change and value-based management. What the societies need under the circumstances is the economic value added management to realize the value for owners, buyers and the employed as well. The adequate remuneration system is connected to it and does not stop only on the management but is directed to all employees.

Key words :market value added, economic profit, value-based management, economic value remuneration