

Prethodno priopćenje  
UDK: 65.011.4:347.725:65.012.4  
Datum primitka članka u uredništvo: 21. 10. 2021.  
Datum slanja članka na recenziju: 26. 10. 2021.  
Datum prihvaćanja članka za objavu: 6. 12. 2021.

**Kristijan Cinotti \***  
**Dr. sc. Matija Marić \*\***

## **ČIMBENICI RASTA EKONOMSKE DODANE VRIJEDNOSTI: KONFIGURACIJSKI PRISTUP**

### **GROWTH FACTORS OF ECONOMIC VALUE ADDED: CONFIGURATIONAL APPROACH**

---

**SAŽETAK:** Jedan od ključnih ciljeva svakog poduzeća je povećanje bogatstva dioničara. Povećanje bogatstva dioničara obično se mjeri kroz ekonomsku dodanu vrijednost, odnosno razliku između prinosa na investirani kapital i troška investiranog kapitala. Menadžeri kao agenti upravljaju poduzećem u ime vlasnika kapitala s ciljem povećanja vrijednosti kapitala. Njihov fokus može biti na povećanju prihoda, osvajanju novih tržišta, smanjenju rashoda, povećanju operativnih marži, boljem upravljanju imovinom, odnosno učinkovitijem korištenju investiranog kapitala. U ovom radu ispitane su konfiguracije, tj. kombinacije različitih čimbenika koji mogu utjecati na veće vrijednosti ekonomske dodane vrijednosti, odnosno na povećanje bogatstva dioničara. Na konačnom uzorku od 100 poduzeća iz pet različitih zemalja provedena je kvalitativna komparativna analiza. Dobiveno je ukupno pet različitih konfiguracija, od kojih su prema kriterijima konzistentnosti i pokrivenosti istaknute dvije konfiguracije, najznačajnije za visok rast ekonomske dodane vrijednosti.

**KLJUČNE RIJEČI:** upravljanje temeljeno na vrijednosti, EVA, pokretači vrijednosti EVA-e

**SUMMARY:** Increasing the shareholders' wealth is one of the key goals of every company. Growth of shareholders' wealth is usually measured through Economic Value Added, that is a difference between the Return on Invested Capital and Cost of Capital Invested. Managers manage the company as agents in the name of equity owners, with a goal to increase the value of equity. Managers may focus on increasing of profits, capturing new markets, cost reduction, increasing of operating margins, improving asset management, and overall, on a more efficient use of invested capital. This study examines the configurations

---

\* Kristijan Cinotti, glavni partner, Mazars Hrvatska, Strojarska cesta 20, 10000 Zagreb, Hrvatska

\*\* Dr. sc. Matija Marić, poslijedoktorand, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Trg J. F. Kennedyja 6, 10000 Zagreb, Hrvatska, e-adresa: mmaric@efzg.hr

or combinations of various factors that may have an effect on the increased values of Economic Value Added, and consequently, on the increase of shareholders' wealth. Qualitative Comparative Analysis was performed on a final sample of 100 companies from four different countries. Five different configurations were identified, of which two configurations were highlighted as most significant for high growth of Economic Value Added, based on the criteria of consistency and coverage.

**KEY WORDS:** Value Based Management, Economic Value Added, VBM, EVA

---

## 1. UVOD

Dioničari su u prvom redu zainteresirani za povećanje bogatstva i stvaranje nove vrijednosti (Amadi 2004; Akgun, Samiloglu i Oztop 2018). Povećanje imovine, prihoda ili dobiti ne znači nužno povećanje ekonomske dodane vrijednosti. Slijedom toga, zadnjih nekoliko desetljeća sve se više pojavljuju kritike tradicionalnih mjera uspješnosti jer ne odražavaju stvarne čimbenike stvaranja vrijednosti (Christauskas i sur. 2009). Primjerice, ističe se da računovodstvena dobit nije stvarna dobit ako se ne uzme u obzir ukupan trošak investiranog kapitala od strane vlasnika (Drucker 1995). Zbog toga u prvi plan dolazi *upravljanje temeljeno na vrijednosti* (engl. *Value Based Management*).

U okviru upravljanja temeljenog na vrijednosti centralno mjesto zauzima *ekonomska dodana vrijednost* (engl. *Economic Value Added*, u nastavku EVA). Ova mjera uspješnosti smatra se najpouzdanijim alatom za mjerenje stvaranja ekonomske dodane vrijednosti (Lehn i Makhija 1997). EVA mjeri stvaranje (ili razaranje) vrijednosti tako da se od prinosa na ukupni investirani kapital oduzmu ukupni troškovi investiranog kapitala. Prema tome, upravljanje temeljeno na vrijednosti nije nužno okrenuto povećanju obujma poslovanja, efikasnijem upravljanju rashodima ni efikasnijem upravljanju imovinom, već je usmjereno prema stvaranju EVA-e, odnosno što većoj razlici između prinosa i troška investiranog kapitala.

Više je čimbenika koji istovremeno utječu na stvaranje EVA-e. To su operativni prihodi, operativna marža, porez na dobit, ulaganje u dugotrajnu imovinu, ulaganje u radni kapital, trošak kapitala i razdoblje rasta poslovanja. Slijedom toga, menadžeri mogu povećavati EVA-u tako što će utjecati na jedan od sedam pokretača vrijednosti. Međutim, poslovna dinamika ne dopušta kontrolirane utjecaje na čimbenike EVA-e, zbog čega nije poznato jesu li određeni čimbenici ključni ili periferni te u kojoj kombinaciji uvjetuju dugoročan rast EVA-e.

Menadžeri u kratkom i dugom roku donose odluke koje se prelijevaju u taktičke i operativne odluke te utječu na stvaranje EVA-e na razini pojedinih pokretača vrijednosti. U konačnici, takve odluke utječu na povećanja prihoda, operativne dobiti, operativnih marži, razine investiranog kapitala i troškova kapitala. Glavni cilj menadžmenta trebalo bi biti povećanje bogatstva dioničara. Sukladno tomu, za ocjenu uspješnosti rada menadžera nije ključno jesu li povećani prihodi, imovina ili dobit, već povećanje EVA-e. Dakle, za menadžere je od velike važnosti prepoznati na koje se pokretače vrijednosti (čimbenike) trebaju najviše fokusirati kako bi se u konačnici postiglo što veće povećanje EVA-e. Iz toga proizlazi temeljno istraživačko pitanje: „Na koje čimbenike menadžeri trebaju obratiti pozornost kako bi osigurali što veći dugoročan rast EVA-e?“

Na temelju provedenog empirijskog istraživanja istaknute su kombinacije, tj. konfiguracije različitih čimbenika koji u dugom roku utječu na EVA-u. Zanimljivo je da se u ovim konfiguracijama razlikuju ključni od perifernih čimbenika, kao i čimbenici čiji izostanak uvjetuje velik raste EVA-e. Na temelju rezultata istaknute su konkretne preporuke za menadžere. Teorijski i praktičan doprinos rada počivaju na primjeni odgovarajuće metodologije koja nudi dvije ključne prednosti u odnosu na prevladavajuće regresijske metode. Prvo, pomoću kvalitativne komparativne analize primijenjen je konfiguracijski pristup istraživačkom pitanju. Drugim riječima, za razliku od fokusa regresijskih metoda na utjecaj pojedinačnih nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu, ovim je pristupom testiran prediktivni potencijal kombinacije čimbenika EVA-e. Zatim, za razliku od regresijske analize, primijenjena istraživačka metoda (kvalitativna komparativna analiza) ispituje uzročno-posljedičnu vezu između kombinacije nezavisnih varijabli i zavisne varijable.

## 2. TEORIJA I PREGLED LITERATURE

### 2.1. Važnost EVA-e

EVA je mjera koja pomaže menadžerima odrediti zarađuju li dovoljne prinose na investirani kapital koji je pod njihovom kontrolom (Fletcher i Brannigan Smith 2004). Mnoga uspješna poduzeća poput Coca-Cole, Dun&Broadstreeta, Eli Lilly, Monsanto, Toys 'R Usa, Whirlpoola itd. (Chen i Dodd 2001) uvela su upravljanje temeljeno na vrijednosti kao mjerilu uspješnosti. Osnovna ideja upravljanja temeljenog na vrijednosti jest da bi sve menadžerske odluke koje se tiču investiranja u određena tržišta, proizvode ili usluge trebale u konačnici voditi k stvaranju vrijednosti.

EVA pomaže menadžerima fokusirati se na one aktivnosti koje su povezane s pokretačima vrijednosti stvaranja EVA-e. Prema Ende (2017) koncept EVA-e stavlja fokus na stvaranje vrijednosti, poboljšanje strukture kapitala, povećanje prinosa i smanjenje troškova investiranog kapitala, te služi kao kriterij pri odabiru profitabilnih projekata. Ključna razlika između EVA-e i računovodstvene dobiti jest da se računovodstvena dobit umanjuje samo za troškove tuđeg kapitala, dok se EVA umanjuje dodatno za troškove vlastitog kapitala.

Iako je koncept EVA-e u literaturu uveo Stern Stewart & Co. 1991. godine (Stewart 1991), već je mnogo prije postojala ideja o tome da je za vrednovanje stvarne dobiti poduzeća potrebno uzeti u obzir i troškove vlastitog kapitala. Primjena koncepta EVA-e postojala je i prije Stern Stewart & Co. Tako General Motors na čelu s Alfredom Sloanom tijekom 1920-ih godina primjenjuje koncept EVA-e (Chen i Dodd 1997).

Veću je popularnost koncept EVA-e zaradio 1961. godine zahvaljujući Solomonsu, koji je zaključio da rezidualna dobit može poslužiti menadžmentu kao podloga za donošenje ispravnih odluka o investiranju u projekte s pozitivnom čistom sadašnjom vrijednosti. Međutim, koncept EVA-e dodatno razrađuju Stewart i Stern početkom devedesetih godina 20. stoljeća. Danas je EVA jedan od etabliranih alata za mjerenje uspješnosti poduzeća u cjelini (Sabol i Sverer 2017) i u privatnom tako i u javnom sektoru.

Iako implementiranje koncepta EVA-e ne donosi samo po sebi povećane prinose, fokus menadžera usmjerava se na aktivnosti i pokretače vrijednosti koji u konačnici utječu na povećanje EVA-e. Tako koncept EVA-e utječe na strategiju, sustav nagrađivanja, aloka-

ciju kapitala, spajanja i preuzimanja, dezinvestiranja i postavljanje ciljeva (Bhasin 2017). Slijedom toga, EVA nije samo alat za mjerenje uspješnosti nego je i koncept upravljanja poduzećem. Fokus menadžera prebacuje se s pojedinih računovodstvenih kategorija, kao što su prihodi, operativna dobit ili investirani kapital, na konačan cilj koji menadžeri trebaju isporučiti – povećanje bogatstva dioničara.

Povećanje računovodstvene dobiti ne mora nužno odražavati povećanje bogatstva dioničara. Naime, ako je do povećanja računovodstvene dobiti došlo uz veći trošak investiranog kapitala od prinosa na investirani kapital, proizlazi da je došlo do erozije ekonomske vrijednosti unatoč povećanju računovodstvene dobiti. Zato se, primjerice, nagrađivanje menadžera sve više povezuje s rezidualnom dobiti koja uključuje troškove vlastitog kapitala (Wallace 1997). Naime, ako je osnova za nagrađivanje menadžera neto dobit, menadžeri će favorizirati one projekte koji će povećavati neto dobit, a posljedično i osnovicu za njihove bonuse. Pri tome mogu zanemarivati stopu troška kapitala, što u konačnici može dovesti do smanjenja vrijednosti za dioničare.

Poduzeća koja primjenjuju koncept EVA-e kao instrument za nagrađivanje menadžera ostvarila su značajan napredak u investiranju, financiranju i operativnom poslovanju, što je u konačnici dovelo do povećanja vrijednosti za dioničare (Machuga, Pfeiffer Jr. i Verma 2002; Wallace 1997). Istraživanja pokazuju da primjena upravljanja temeljenog na vrijednosti kao temelja za dodjelu bonusa mijenja ponašanje menadžera, pri čemu menadžeri dezinvestiraju i smanjuju nova ulaganja, povećavaju plaćanja dividendi putem otkupa vlastitih dionica i intenzivnije se koriste imovinom (Wallace 1997), što vodi do povećanja vrijednosti za vlasnike.

Sa stajališta menadžera, trošak vlastitog kapitala promatra se kao i drugi troškovi koji su potrebni za poslovni proces (plaće, režije i sl.) te se smatra prikladnijim za planiranje, mjerenje uspješnosti i motivaciju menadžera od tradicionalnih financijskih pokazatelja (Sabol i Sverer 2017). Na taj način EVA pomaže menadžerima održati poduzetničku perspektivu i uskladiti vlastite interese s interesima vlasnika. Drugim riječima, može doprinijeti rješavanju problema između principala i agenta.

## 2.2. Agencijski problem i čimbenici stvaranja EVA-e

Prema istraživanju koje je provedeno na 452 poduzeća u razdoblju od devet godina, proizlazi negativna povezanost između stvaranja EVA-e i vjerojatnosti promjene glavnih direktora (Lehn i Makhi 1997). Prema tome, za menadžere je od velike važnosti razumijevanje pokretača koji imaju najveći utjecaj na stvaranje EVA-e kako bi se dugoročno usmjerili na njih. Osim toga, EVA kao mjera uspješnosti koja se bazira na rezidualnoj dobiti može poslužiti za usklađenje interesa vlasnika i menadžera, odnosno kao alat kojim se nastoji riješiti agencijski problem. Naime, može se dogoditi da se menadžeri koriste novcem poduzeća kako bi maksimizirali svoje vlastite interese, a ne interese vlasnika (Jensen i Meckling 1976; Shen, Zou i Chen 2015) tako da povećanje prihoda, uz smanjenje razlike između prinosa i troška investiranog kapitala ne vodi do povećanja vrijednosti poduzeća (Brush i sur. 2000).

Prema Rappaportu (1997) i Grantu (2003) menadžeri bi trebali ostvariti minimalnu dobit na razini oportunitetnih troškova, odnosno EVA bi morala biti veća od nule. Na ovaj način EVA može poslužiti za određivanje ciljeva koje menadžeri trebaju ostvariti. Ako je

sustav nagrađivanja menadžera povezan s konceptom EVA-e, menadžeri su motivirani za postizanje rezultata koji su usklađeni s ciljevima dioničara (Hundal 2015). S obzirom na to da je EVA mjera rezidualne dobiti, ako su bonusi menadžera povezani s EVA-om, proizlazi da menadžeri indirektno sudjeluju u dobiti koju ostvare.

Menadžeri su istovremeno izloženi vrlo dinamičnom okruženju i snažnoj konkurenciji (Shahin i Mahbod 2007), kao i pritisku od strane dioničara za stvaranjem što veće EVA-e. Zbog toga se iznimno važno fokusirati na one čimbenike koji će doprinijeti stvaranju što veće EVA-e. Međutim, nema mnogo istraživanja koja se odnose na čimbenike koji pospješuju stvaranje EVA-e (Kijewska 2016).

Čimbenici koji mogu utjecati na EVA-u su poslovni prihodi, operativna dobit, operativna marža, investirani kapital i ponderirani prosječni trošak kapitala. U nastavku je pojašnjeno kako pojedini čimbenici mogu utjecati na stvaranje vrijednosti. EVA se izračunava na temelju operativne dobiti tekućeg razdoblja nakon oporezivanja koja je umanjena za troškove investiranog kapitala ili kao razlika između prinosa na kapital i troška kapitala. U obliku formule može se prikazati kao (Stewart 1991):

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

pri čemu je:

EVA – ekonomska dodana vrijednost,

ROIC – stopa prinosa na investirani kapital,

WACC – stopa ponderiranog prosječnog troška kapitala,

IC – ukupni investirani kapital od strane vlasnika i financijskih institucija,

NOPAT – operativna dobit nakon oporezivanja.

Ako menadžeri žele povećati vrijednost EVA-e trebaju se fokusirati na pokretače vrijednosti EVA-e koji se mogu izvesti iz izraza (1). Tako se operativna dobit nakon oporezivanja može prikazati kako slijedi (Kijewska 2016):

$$NOPAT = \left( \frac{(EBIT(1-t))}{S} \times S \right) \quad (2)$$

pri čemu je:

NOPAT – operativna dobit nakon oporezivanja,

EBIT – operativna dobit,

t – stopa poreza na dobit,

S – poslovni prihodi.

Dodatno, ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) izračunava se kako slijedi (Pratt i Grabowski 2014):

$$WACC = re \times \left( \frac{E}{V} \right) + rd \times (1 - t) \times \left( \frac{D}{V} \right) \quad (3)$$

pri čemu su:

WACC – stopa ponderiranog prosječnog troška kapitala,

$r_e$  – trošak vlastitog kapitala,

$E$  – vlastiti kapital,

$V$  – zbroj vlastitog kapitala i duga,

$r_d$  – trošak duga,

$D$  – dug,

$t$  – stopa poreza na dobit.

Određivanje troška vlastitog kapitala najizazovnije je područje za financijske menadžere (Harris i sur. 2003; Koller, Goedhart i Wessels 2020). Slijedom toga, utvrđivanje troška vlastitog kapitala predstavlja najzahtjevniji dio vezan uz utvrđivanje EVA-e te je jedan od glavnih razloga zašto EVA ne nailazi na širu primjenu u praksi. Najpopularniji model za određivanje troška vlastitog kapitala (Copeland i sur. 2002; Dillerup i Stoi 2011; El Hedi Arouri i sur. 2012; Pratt i Grabowski 2014) je model procjenjivanja kapitalne imovine (u nastavku model CAPM).

Model CAPM opisuje linearnu vezu između rizika i profitabilnosti dionica. Bazična pretpostavka ovog modela jest da je stopa kapitalizacije svake dionice (investicije u vrijednosne papire ili neku drugu imovinu) jednaka stopi prinosa na ulaganja bez rizika uvećanoj za premiju sistematskog rizika. Pri tome se svaka dionica tretira kao da se drži u dobro diversificiranom portfelju tako da se nesistematski rizik takve investicije može izbjeći diversifikacijom. Model CAPM određuje zahtijevanu (očekivanu) profitabilnost od rizičnih investicija kao funkciju profitabilnosti na investicije bez rizika, tržišne premije rizika i koeficijenta beta ( $\beta$ ) kao mjere sistematskog rizika određene dionice. Beta-koeficijent povezuje rizičnost pojedinačne investicije s rizičnošću tržišta kapitala te pokazuje u kojem se omjeru i u kojem smjeru kreću promjene profitabilnosti pojedinačne dionice u odnosu na promjene tržišta kapitala shvaćenog kao promjene profitabilnosti na neki tržišni indeks. Slijedom toga, stopa troška vlastitog kapitala u modelu CAPM izračunava se kako slijedi (Pratt i Grabowski 2014):

$$r_e = r_f + \beta \times r_p \quad (4)$$

gdje su:

$r_e$  – stopa troška vlastitog kapitala,

$r_f$  – stopa prinosa na nerizičnu imovinu,

$\beta$  – beta, mjera sistematskog rizika tržišta i

$r_p$  – premija rizika na tržišni portfelj.

Trošak vlastitog kapitala predstavlja očekivani prinos investitora u usporedbi s alternativnim ulaganjem sličnog rizika i strukturom plaćanja (Britzelmaier i sur. 2013). Obično se na tzv. bezrizično ulaganje dodaje premija za rizik. U praksi se bezrizična stopa pove-

zuje s dugoročnim ulaganjima u državne obveznice. Beta koja je povezana sa specifičnim rizikom poduzeća predstavlja krucijalni faktor u izračunu (Steinle i sur. 2007). Problem je s utvrđivanjem bete za poduzeća ili divizije poduzeća koja ne kotiraju na burzi, te se moraju utvrđivati zamjenske bete. Kako sva kapitalna ulaganja ne uključuju financiranje dugom (samim tim nemaju rizik bankrota) radi usporedbe potrebno je izračun bete očistiti od utjecaja duga.

Beta pokazuje volatilnost poduzeća u odnosu na tržište. Tako beta od 2 teoretski znači da su dionice poduzeća dvostruko volatilnije od tržišta. Beta s dugom, koja se obično objavljuje na financijskim stranicama poput *Yahoo!* ili *Google Financea*, uključuje dvije komponente rizika – poslovni i financijski rizik. Poslovni rizik odnosi se na specifični rizik pojedinog poduzeća, dok je financijski rizik povezan s financijskom polugom, odnosno s razinom zaduženosti. Ako poduzeće nema duga, proizlazi da su beta s dugom i beta bez duga jednake.

Beta bez duga izračunava se kako slijedi (Pratt i Grabowski 2014):

$$\text{beta bez duga} = \text{beta s dugom} / [1 + (1 - t) * (D / E)] \quad (5)$$

pri čemu su:

t – stopa poreza na dobit,

D – dug,

E – vlastiti kapital.

Nakon što je EVA iz izraza (1) razrađena na pokretače vrijednosti (čimbenike), postavlja se pitanje koja kombinacija navedenih čimbenika ima najveći utjecaj na stvaranje EVA-e. Naime, bitno se razlikuje strategija povećanja prihoda i zauzimanja što većeg udjela tržišta od strategije postizanja što veće operativne marže. Kod strategije zauzimanja što većeg udjela na tržištu fokus menadžera je na prihodima, dok je u slučaju ostvarenja što veće marže na efikasnosti poslovanja i rashodima. Iako menadžeri istovremeno moraju voditi računa o prihodima i rashodima, radi se o fokusu. Dodatno, pod investiranim kapitalom podrazumijeva se ukupno investirani kapital od strane vlasnika te tuđi kapital koji se odnosi na financijske obveze.

Menadžeri se mogu usredotočiti na što efikasnije upravljanje investiranim kapitalom, što posljedično znači da će fokus biti na tome da se sa što manjom dugotrajnom imovinom, zalihama ili potraživanjima ostvari što veća dobit. Tako su u praksi često prisutna poduzeća koja bonuse vežu uz određenu (što manju) razinu zaliha ili potraživanja. Takva strategija podrazumijeva da će menadžeri poticati što veći obrtaja zaliha i što bolju naplatu na teret povećanja prihoda i obujma poslovanja. Upravo zbog toga menadžeri trebaju znati na koje se čimbenike, bez zanemarivanja ostalih, trebaju posebno usredotočiti.

### 3. METODOLOGIJA

#### 3.1. Uzorak i prikupljanje podataka

Empirijsko istraživanje provedeno je pomoću sekundarnih podataka preuzetih iz baze podataka *TP Catalyst*. Izabrana su poduzeća s prihodom većim od 17 milijuna EUR-a iz Hrvatske, Crne Gore, Slovenije, Srbije te Bosne i Hercegovine za razdoblje od 2012. do 2016. godine, što predstavlja inicijalni uzorak od 903 poduzeća. Iz inicijalnog uzorka izbačena su sva poduzeća kod kojih nisu pronađeni podaci za sve varijable u istraživanju tijekom odabranog razdoblja. U analizi je korišteno spomenuto razdoblje kako bi se izbjegli eventualni utjecaji financijskih ili gospodarskih kriza na konačne rezultate.

Uzevši u obzir specifičnosti i preporuke za kvalitativnu komparativnu analizu, optimalan uzorak sastoji se od maksimalno 100 slučajeva (Ragin 2000). U skladu s time, zatim je u konačan uzorak izabrano 100 poduzeća tako da su zastupljene sve spomenute zemlje, sve industrije, kao i različite kombinacije vrijednosti nezavisnih varijabli koje rezultiraju rastom, odnosno padom EVA-e. Konačan uzorak opisan je deskriptivnim pokazateljima u *Tablici 1*. Zatim je na tako određenom uzorku proveden postupak kalibracije opisan u *Tablici 2*. (v. sekciju „Rezultati“).

Stopa troška na tuđi kapital ( $rd$ ) dobivena je kao zbroj nerizične kamatne stope zemlje, rizika povezanog sa zemljom te rizika povezanog s poduzećem ( $ICR$ ). Za bazičnu nominalnu nerizičnu kamatnu stopu zemlje u pojedinoj godini korišten je prinos do dospeljeća na hipotetske 10-godišnje europske AAA nul-kupon obveznice, čiji je prinos izračunat od strane Europske središnje banke. Isti je umanjen za ostvarenu stopu inflacije u EU-u i uvećan za ostvarenu stopu inflacije zemlje u godini, čime je dobivena vrijednost nerizične stope zemlje za svaku pojedinu godinu. Za rizik povezan sa zemljom, kao i za rizik povezan s poduzećem korišteni su podaci eksperta u području korporativnih financija (Damodaran<sup>1</sup>). Konačno, za izvor stope poreza na dobit ( $t$ ) uzeta je referentna vrijednost renomirane konzultantske kuće (KPMG<sup>2</sup>).

<sup>1</sup> <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>2</sup> <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>



Tablica 1. Deskriptivna statistika

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Minimalna vrijednost	Maksimalna vrijednost
N	100	100	100	100
Operativni prihodi – stopa godišnjeg rasta	2,39	0,10	-37,20	37,75
Operativna dobit –kumulativ razdoblja (u tisućama eura)	26226,29	67751,69	-132743,13	618828,97
Investirani kapital – stopa godišnjeg rasta	6,58	0,11	-23,84	43,77
Marža dobiti prije kamata i poreza – stopa godišnjeg rasta	-0,68	0,26	-100,00	88,65
Ponderirani prosječni trošak kapitala – stopa godišnjeg rasta	5,57	0,10	-13,67	38,83
Ekonomska dodana vrijednost – stopa godišnjeg rasta	19,93	0,33	-21,58	220,75

Izvor: izrada autora

Trošak vlastitog kapitala (re) dobiven je od zbroja nerizične stope zemlje te umnoška beta-koeficijenta i premije na rizik (ERP). Za bazičnu nominalnu nerizičnu kamatnu stopu zemlje u pojedinoj godini korišten je prinos do dospjeća na hipotetske 10-godišnje europske AAA nul-kupon obveznice, čiji je prinos izračunat od strane Europske središnje banke. Ponovno, isti je umanjnjen za ostvarenu stopu inflacije u EU-u i uvećan za ostvarenu stopu inflacije zemlje u godini, čime je dobivena vrijednost nerizične stope zemlje za svaku pojedinu godinu. Vrijednosti beta-koeficijenta (Damodaran<sup>3</sup>) i premije na rizik (Damodaran<sup>4</sup>) preuzete su iz tablica eksperta u području korporativnih financija. Konačno, za izračun odnosa tuđeg i vlastitog kapitala uzet je računovodstveni odnos financijskih obveza i vlastitog kapitala za svako poduzeće i razdoblje u uzorku.

### 3.2. Analiza podataka

Kvalitativna komparativna analiza provodi se kroz pet faza: (1) izbor uzorka, (2) kalibraciju podataka, (3) izradu tablice istinitosti, (4) rješavanje kontradikcija i minimizaciju tablice istinitosti te (5) interpretaciju rezultata. Prva faza opisana je u metodološkom dijelu rada. Kalibracija je sljedeća faza koja može uvelike utjecati na konačan rezultat analize, zbog čega su u *Tablici 2.* detaljno objašnjeni način i kriteriji za pojedine varijable.

<sup>3</sup> <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls>

<sup>4</sup> <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

Za sve varijable korištena je kalibracija pomoću dihotomnih skupova, pri čemu su svim slučajevima dodijeljene binarne vrijednosti nula ili jedan (1 = u potpunosti prisutno i 0 = u potpunosti nije prisutno). Zatim su određeni kriteriji prema kojima su pojedine varijable poprimale binarne vrijednosti. Primjerice, u slučaju operativnih prihoda, slučajevi u kojima je njihova godišnja stopa rasta bila pozitivna u kalibraciji dodijeljena je vrijednost jedan (1), dok je u ostalim slučajevima dodijeljena vrijednost nula (0).

**Tablica 2.** Pregled varijabli i načina kalibracije

Varijabla	Akronim/kod	Način kalibracije	Kriterij za kalibraciju
Operativni prihodi – rast	OPRIHrast	dihotomni skupovi	pozitivna godišnja stopa rasta u razdoblju od 2012. do 2016.
Operativna dobit – pozitivan kumulativ razdoblja	EBITkump	dihotomni skupovi	pozitivan kumulativ u razdoblju od 2012. do 2016.
Operativna dobit – pozitivan u svakoj analiziranoj godini	EBITupoz	dihotomni skupovi	pozitivna vrijednost svake godine u razdoblju od 2012. do 2016.
Investirani kapital – pad	IKAPpad	dihotomni skupovi	negativna godišnja stopa rasta u razdoblju od 2012. do 2016.
Investirani kapital – veliki rast	IKAPvrast	dihotomni skupovi	godišnja stopa rasta veća od 10 % u razdoblju od 2012. do 2016.
Investirani kapital – manji rast	IKAPmrast	dihotomni skupovi	godišnja stopa rasta između 0,1 i 10 % u razdoblju od 2012. do 2016.
Marža dobiti prije kamata i poreza – rast	EBITMrast	dihotomni skupovi	pozitivna godišnja stopa rasta u razdoblju od 2012. do 2016.
Ponderirani prosječni trošak kapitala – pad	WACCpad	dihotomni skupovi	negativna godišnja stopa rasta u razdoblju od 2012. do 2016.
Ekonomska dodana vrijednost – rast	EVAvrast	dihotomni skupovi	godišnja stopa rasta veća od 20 % u razdoblju od 2012. do 2016.

Izvor: izrada autora

U trećoj i četvrtoj fazi kvalitativne komparativne analize korišten je softver *fsQCA 3.0* (Ragin i Davey 2014). S obzirom na to da je riječ o iterativnoj metodi, analiza je višestruko provedena kroz sve korake. U konačnici, to je osiguralo pronalazak rješenja s maksimalnom konzistentnosti i pokrivenosti.

## 4. REZULTATI

Prije same kvalitativne komparativne analize bilo je potrebno provesti analizu nužnih uvjeta kako bi se ispitalo je li određena nezavisna varijabla prisutna ili odsutna u svim slučajevima visokog rasta EVA-e. Prema Raginu (2006), nezavisna varijabla nužan je uvjet u slučaju kada je njezina konzistentnost veća od 0,90. Iz Tablice 3. vidljivo je da je jedini nužan uvjet pozitivan kumulativ razdoblja operativne dobiti. Nijedan drugi uvjet samostalno nije nužan za ostvarivanje velikog rasta EVA-e.

Kao i analiza nužnih uvjeta, kvalitativna komparativna analiza provedena je pomoću softverskog paketa *fsqca* (Ragin i Davey 2014). U prvom koraku kvalitativne komparativne analize napravljena je tzv. tablica istinitosti pomoću, koje su ispitani dovoljni uvjeti. Tijekom postupka logičke minimizacije tablice istinitosti primjenjivao se preporučeni kriterij minimalne konzistentnosti redaka od 0,80 (Fiss 2011). Kvalitativnom komparativnom analizom dobivene su tri vrste **optimalnih scenarija** (skupa rješenja): složeni scenarij, jednostavni scenarij i posredni scenarij.

Svaki navedeni scenarij polazi od specifičnih pretpostavki (Ponsiglione, Ippolito, Primario i Zollo 2018), no u ovom je radu stavljen naglasak na kombinaciju posrednog i jednostavnog scenarija. Pomoću jednostavnog scenarija određeni su ključni uvjeti (odrednice) za ishod, a posredni scenarij otkriva sve ostale (periferne) uvjete za ishod (Fiss 2011). Ključni uvjeti imaju snažan utjecaj na ishod, dok periferni uvjeti imaju slabiji utjecaj na ishod.

Tablica 3. Nužni uvjeti za ostvarivanje najvećeg rasta EVA-e

Varijabla	Konzistentnost	Pokrivenost
OPRIHrast	0,644	0,475
EBITkump	0,956	0,473
EBITupoz	0,867	0,494
IKAPpad	0,111	0,217
IKAPvrast	0,578	0,788
IKAPmrast	0,311	0,318
EBITMrast	0,156	0,292
WACCpad	0,022	0,038

Izvor: izrada autora

Na temelju provedene analize u softveru *fsqca* dobiveno je pet rješenja, odnosno pet različitih konfiguracija koje dovode do najvećeg rasta EVA-e. Sve konfiguracije prikazane su u Tablici 4. s pripadajućim vrijednostima pokrivenosti i konzistentnosti. Pokrivenost pokazuje u kojoj mjeri pojedina konfiguracija (rješenje) objašnjava ishod, odnosno koliko je ishoda objašnjeno pomoću promatranih slučajeva (Moh'd, Černe i Zhang 2021). Konzistentnost ukazuje u kojoj je mjeri rješenje empirijski potvrđeno na temelju korištenih podataka. Korištena je uobičajena notacija prisutnosti, odnosno odsutnosti ključnih i perifernih uvjeta (v. npr. Fiss 2011).

Svih pet dobivenih rješenja ima veću konzistentnost od preporučene (0,75), a isto vrijedi i za ukupnu konzistentnost modela. Prema tome, sva su rješenja empirijski potvrđena. Ukupna pokrivenost rješenja vrlo je visoka, odnosno pokriva velik dio podataka (Greckhammer i sur. 2018). Ipak, pomoću pojedinih vrijednosti pokrivenosti reda moguće je razlučiti rješenja koja u manjoj i većoj mjeri pokrivaju podatke. Prvo (0,533) i drugo (0,311) rješenje

imaju izraženo veću pokrivenost u odnosu na sva ostala rješenja (0,022), iz čega slijedi da jedino za prvo i drugo rješenje možemo pronaći slučajeve u analiziranim podacima. Drugim riječima, ove su dvije konfiguracije relevantne preporuke za menadžere. Među njima, prva konfiguracija (rješenje) ima najveću pokrivenost.

Prema prvom rješenju, EVA je od 2012. do 2016. najviše rasla kada su istovremeno zadovoljeni sljedeći uvjeti: a) kumulativ operativne dobiti bio je pozitivan, b) operativna dobit svake je godine bila pozitivna, c) investirani kapital nije pao, već je brzo rastao, d) ponderirani prosječni trošak kapitala nije pao. Pritom su svi spomenuti uvjeti ključni za ostvarivanje značajnog rasta EVA-e, dok je izostanak malog rasta investiranog kapitala jedini periferni uvjet.

Tablica 4. Konfiguracije koje dovode do najvećeg rasta EVA-e

	Rješenje 1	Rješenje 2	Rješenje 3	Rješenje 4	Rješenje 5
OPRIHrast		●	●	●	●
EBITkump	●	●	●	⊗	⊗
EBITupoz	●		⊗	⊗	⊗
IKAPpad	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
IKAPvrast	●	●	⊗	●	⊗
IKAPmrast	⊗	⊗	●	⊗	●
EBITmrast		⊗	⊗	●	●
WACCpad	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
<i>Pokrivenost reda</i>	0,533	0,311	0,022	0,022	0,022
<i>Jedinstvena pokrivenost</i>	0,244	0,022	0,022	0,022	0,022
<i>Konzistentnost</i>	0,923	0,875	1	1	1
<i>Ukupna pokrivenost rješenja</i>	0,622				
<i>Ukupna konzistentnost rješenja</i>	0,933				

Legenda: ● označava prisustvo ključnih uvjeta, ● označava prisustvo perifernih uvjeta, ⊗ označava da izostanak ključnog uvjeta uzrokuje ishod, ⊗ označava da izostanak perifernog uvjeta uzrokuje ishod

Izvor: izrada autora

Prema drugom rješenju, EVA je od 2012. do 2016. najviše rasla kada su istovremeno zadovoljeni sljedeći uvjeti: a) kumulativ operativne dobiti bio je pozitivan, b) ponderirani prosječni trošak kapitala nije padao, c) operativni prihodi su rasli, d) investirani kapital brzo je rastao, e) marža operativne dobiti nije rasla. U ovoj konfiguraciji ključni uvjeti za ostvarivanje značajnog rasta EVA-e su pozitivan kumulativ operativne dobiti, izostanak pada ponderiranog prosječnog troška kapitala i velik rast investiranog kapitala. S druge strane, periferni uvjeti su rast operativnih prihoda i izostanak rasta marže operativne dobiti.

## 5. ZAKLJUČAK

Komparativnom kvalitativnom analizom provedenom na konačnom uzorku od 100 poduzeća dobiveno je pet mogućih rješenja, odnosno pet konfiguracija koje dovode do najvećeg rasta EVA-e. Svaka konfiguracija predstavlja kombinaciju specifičnih čimbenika koji utječu na EVA-u. Međutim, kada se uzme u obzir konzistentnost i pokrivenost svakog rješenja, tri rješenja imaju vrlo niske vrijednosti, dok dva rješenja imaju znatnu veću konzistentnost i pokrivenost. Drugim riječima, ova dva rješenja najzastupljenija su u analiziranim podacima i kao takva su empirijski najznačajnija.

Prema prvom rješenju, EVA je od 2012. do 2016. najviše rasla kada su istovremeno zadovoljeni sljedeći uvjeti: a) kumulativ operativne dobiti bio je pozitivan, b) operativna dobit je svake godine bila pozitivna, c) investirani kapital nije padao, već je brzo rastao, d) ponderirani prosječni trošak kapitala nije padao. Pritom su svi spomenuti uvjeti ključni za ostvarivanje značajnog rasta EVA-e, dok je izostanak malog rasta investiranog kapitala jedini periferni uvjet.

Prvo rješenje upućuje na potrebu stvaranja dobiti. Nema stvaranja EVA-e bez odgovarajuće dobiti na investirani kapital. Kod ovog rješenja strategija osvajanja novih tržišta i povećanja prihoda nije u prvom planu. U prvom je planu stvaranje dobiti. Drugim riječima, menadžeri se ne trebaju fokusirati na povećanje prihoda, nego na ekonomično upravljanje i kontrolu rashoda. Zanimljivo je primijetiti da se kod poduzeća koja stvaraju EVA-u primjećuje trend brzog rasta investiranog kapitala.

Naime, na temelju istraživanja ona poduzeća koja povećavaju investirani kapital po stopi većoj od 10 % stvaraju najveću EVA-u. Ovo se razlikuje od nekih dosadašnjih istraživanja (Wallace 1997), gdje ona poduzeća koja stvaraju EVA-u dezinvestiraju te se veća EVA ostvaruje kroz smanjenje investiranog kapitala i posljedično troškove investiranog kapitala. Za konačnu ocjenu ove strategije potrebno je uzeti u obzir da se poduzeća iz uzorka nalaze u zemljama tzv. regiji Adria (Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Slovenija i Srbija).

Međutim, preporuka menadžerima, na temelju prvog rješenja istraživanja, može biti da se ulaganje isplati ako se kontroliraju rashodi. U prvom rješenju, kao i u drugom, nije dolazilo do pada ponderiranog prosječnog troška kapitala. To znači da udio tuđeg jeftinijeg kapitala u ukupnom investiranom kapitalu nije padao, nego je poduzeće financiralo rast iz zadržane dobiti, što je u skladu s *teorijom hijerarhije financijskih izbora* (engl. *pecking order theory*; Frank i Goyal 2009).

Prema drugom rješenju, EVA je od 2012. do 2016. najviše rasla kada su istovremeno zadovoljeni sljedeći uvjeti: a) kumulativ operativne dobiti bio je pozitivan, b) ponderirani prosječni trošak kapitala nije padao, c) operativni prihodi su rasli, d) investirani kapital

brzo je rastao, e) marža operativne dobiti nije rasla. U ovoj konfiguraciji ključni uvjeti za ostvarivanje značajnog rasta EVA-e su pozitivan kumulativ operativne dobiti, izostanak pada ponderiranog prosječnog troška kapitala i velik rast investiranog kapitala. S druge strane, periferni uvjeti su rast operativnih prihoda i izostanak rasta marže operativne dobiti.

Dakle, prema drugom rješenju opet se javlja potreba za stvaranjem dobiti bez koje nema EVA-e. Slično kao i kod prvog rješenja, ponderirani prosječni trošak kapitala nije padao, što znači da se povećavao udio financiranja vlastitog kapitala u odnosu na ukupni investirani kapital, iz čega bi se moglo zaključiti da su ona poduzeća koja su stvarala veću EVA-u ujedno postajala financijski stabilnija. Vlasnici su umjesto povlačenja kapitala iz poduzeća odlučili ostavljati kapital poduzeću, vjerojatno zbog povjerenja u poslovanje poduzeća. Za razliku od prvog rješenja, menadžeri su bili fokusirani na povećanje prihoda i osvajanje tržišta. Iako marža operativne dobiti nije rasla, veća stvorena vrijednost ostvarena je kroz povećanje obujma poslovanja. Kao i u prvom rješenju, strategija je bila investiranje u poslovanje (porast investiranog kapitala veći od 10 %).

Glavni doprinos ovog istraživanja su nalazi koji ukazuju na to da određeni skupovi pokazatelja (konfiguracije rješenja) upravljanja temeljenog na vrijednosti mogu biti koristan alat za upravljanje organizacijama u dugom roku, a ne samo u kratkom roku, kao što se često prije isticalo (v. Blume 2016). Zaključci ovog istraživanja na tragu su recentnog istraživanja Firka, Richtera i Wolffa (2021), koje također potvrđuje upravljanje temeljeno na vrijednosti kao koristan alat u menadžerskom odlučivanju.

Sljedeći doprinos ovog istraživanja očituje se u preporukama za menadžere na temelju dobivenih rješenja. Pod uvjetom da vlasnici zahtijevaju visoku stopu rasta EVA-e tijekom dužeg razdoblja, menadžeri se trebaju odlučiti za praćenje jednog skupa pokazatelja, odnosno za jednu od dviju opcija. Prva opcija trebalo bi biti osiguravanje pozitivnog kumulativa operativne dobiti uz ostvarivanje pozitivne operativne dobiti svake godine. Isto tako, potrebno je osigurati visoke priljeve investiranog kapitala (uz izostanak pada ponderiranog prosječnog troška kapitala). Druga opcija uključuje osiguravanje pozitivnog kumulativa operativne dobiti, visoke priljeve investiranog kapitala (uz izostanak pada ponderiranog prosječnog troška kapitala) te u nešto manjoj mjeri poticanje rasta operativnih prihoda i izostanak rasta marže operativne dobiti.

Sveukupno gledajući, primjetne su relativno male razlike između dviju opcija. Kumulativ operativne dobiti u dugom je roku nužan uvjet za ostvarivanje visokog rasta EVA-e, a pored toga ključni je uvjet visok priljev investiranog kapitala (uz izostanak pada ponderiranog prosječnog troška kapitala). Prema tome, menadžeri trebaju voditi računa o priljevu kapitala i redovitom postizanju što veće pozitivne operativne dobiti. Pritom nije ključno je li operativna dobit ostvarena kroz smanjenje troškova ili rast prihoda. Dakle, nagrađivanje menadžera trebalo bi primarno vezivati uz pokazatelje kumulativa operativne dobiti i investiranog kapitala.

Metodološki doprinos ovog rada očituje se u konfiguracijskom pristupu čimbenicima, tj. odrednicama EVA-e. Za razliku od regresijskog pristupa usmjerenog na utjecaj pojedinih nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu, kvalitativna komparativna analiza omogućila je ispitivanje uzročno-posljedične veze između kombinacije više čimbenika i EVA-e. Na taj su način u konačnici dobivena dva skupa rješenja (konfiguracije) koja odgovaraju na postavljeno istraživačko pitanje.

Potrebno je naglasiti kako ovo istraživanje ima i nekoliko slabosti. Prvo, kvalitativna komparativna analiza ima nedostatke kao i svaka druga metoda. Pomoću ove analize nije moguće istovremeno analizirati velik broj čimbenika (uvjeta) koji utječu na pojavu ishoda. Obično se zbog tog ograničenja istražuje do deset nezavisnih varijabli. Isto tako, način kalibracije može utjecati na konačno rješenje. Međutim, kako bi se kontrolirali ovi nedostaci, provedeno je više iteracija analize s različitim načinima kalibracije i različitim kombinacijama nezavisnih varijabli. Postojeće rješenje pokazalo se u najvećoj mjeri konzistentno i pokriveno, odnosno empirijski najopravdanije.

Iako se EVA pokazala kao odličan indikator uspješnosti u odnosu na neke druge računovodstvene pokazatelje (Gupta i Sikarwar 2016), potrebno je istražiti druge pokazatelje koji mogu biti interesantni za vlasnike i menadžere. Primjerice, Largani, Kaviani i Abdollahpour (2012) zagovaraju upravljanje temeljeno na vrijednosti pomoću ekonomske dodane vrijednosti za dionike (engl. *shareholder value added*), čime bi se uključili svi dionici, a ne samo vlasnici.

Zatim, zbog većeg eksplanatornog potencijala Johnson i Thomas (2007), umjesto EVA-e, zagovaraju primjenu pristupa resursne marže (engl. *resource margin accounting*) baziranog na omjeru ekonomske dobiti i utrošenih ekonomskih resursa. Kako navode Jensen i Meckling (1998), iako je EVA najbolja poznata mjera uspješnosti poduzeća, ista nije „univerzalni odgovor“ u potrazi za savršenom mjerom uspješnosti. Potrebna su daljnja istraživanja ovih pokazatelja kako bi se utvrdio njihov potencijal, a radi sveobuhvatnije ocjene prikladnosti za donošenja menadžerskih odluka preporučljivo je uz pokazatelje (uključujući sve njihove čimbenike) istražiti istovremeno i stratešku poziciju pojedinog poduzeća.

## LITERATURA

1. Akgun, A. I., Samiloglu, F. i Oztop, A. O. (2018), The Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), str. 105-112.
2. Amadi, C. W. (2004), Reexamination of the Firm Value and Weighted Average Cost of Capital Concept, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 8(1), str. 29-37.
3. Bhasin, M. (2017), A study of economic value added disclosures in the annual reports: is EVA a superior measure of corporate performance?, *East Asian Journal of Business Economics*, 5(1), str. 10-26. <https://doi.org/10.20498/eajbe.2017.5.1.10>
4. Blume, K. H. (2016), Value-based management as a tailor-made management practice? A literature review. *Journal of Management and Governance*, 20, str. 553-590. <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9315-3>
5. Britzelmaier, B., Kraus, P., Häberle, M. i Mayer, B. (2013), Cost of capital in SMEs Theoretical considerations and practical implications of a case study, *EuroMed Journal of Business*, 8(1), str. 4-16. <https://doi.org/10.1108/emjb-05-2013-0017>
6. Brush, T. H., Bromiley, P. i Hendrickx, M. (2000), The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth And Firm Performance, *Strategic Management Journal*, 21(4), str. 455-472. [https://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(200004\)21:4<455::aid-smj83>3.0.co;2-p](https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(200004)21:4<455::aid-smj83>3.0.co;2-p)

7. Chen, S. i Dodd, J. (1997), Economic Value Added (EVA™): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure, *Journal of Managerial Issues*, 9(3), str. 318-333.
8. Chen, S. i Dodd, J. L. (2001), Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant?, *Journal of Managerial Issues*, 13(1), str. 65-86.
9. Christauskas, Č. i Kazlauskienė, V. (2009), Modernių veiklos vertinimo sistemų įtaka įmonės valdymui globalizacijos laikotarpiu, *Ekonomika ir vadyba*, 14, str. 715-722.
10. Drucker, P. F. (1995), *Managing in a time of great change*, New York: Truman Talley Books/Dutton.
11. Ende (2017), Financial Performance Analysis Using Economic Value Added (EVA), *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering*, 180(1). <https://doi.org/10.1088/1757-899x/180/1/012250>
12. Firk, S., Richter, S. i Wolff, M. (2021), Does value-based management facilitate managerial decision-making? An analysis of divestiture decisions. *Management Accounting Research*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2021.100736>
13. Fiss, P. C. (2011), Building better causal theories: A fuzzy-set approach to typologies in organization research. *Academy of Management Journal*, 54(2), str. 393-420. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.60263120>
14. Fletcher, H. D. i Brannigan Smith, D. (2004), Managing for value: Developing a performance measurement system integrating economic value added and the Balanced scorecard in strategic planning, *Journal of Business Strategies*, 21(1), str. 1-18.
15. Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P. C. i Aguilera, R. V. (2018), Studying configurations with qualitative comparative analysis: Best practices in strategy and organization research. *Strategic Organization*, 16(4), str. 482-495. <https://doi.org/10.1177/1476127018786487>
16. Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P. C., & Aguilera, R. V. (2018). Studying configurations with qualitative comparative analysis: Best practices in strategy and organization research. *Strategic Organization*, 16(4), str. 482-495. <https://doi.org/10.1177/1476127018786487>
17. Gupta, V. K. i Sikarwar, E. (2016), "Value creation of EVA and traditional accounting measures: Indian evidence", *International Journal of Productivity and Performance Management*, 65(4), str. 436-459. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-01-2014-0008>
18. Hall, J. H. (1998), The agency problem, agency cost and proposed solutions thereto: A South African perspective, *Meditari Accountancy Research*, 6, str. 145-161. <https://www.semanticscholar.org/paper/The-agency-problem%2C-agency-cost-and-proposed-%3A-a-Hall/fb232885284a1a88f487612fcbb064e92db0467f>
19. Harris, R. S., Marston, F. C., Mishra, D. R. i O'Brien, T. J. (2003.), Ex Ante Cost of Equity Estimates of S&P 500 Firms: The Choice between Global and Domestic CAPM, *Financial Management*, 32(3), str. 51-66. <https://doi.org/10.2307/3666383>
20. Hundal, S. (2015), Economic Value Added (EVA), Agency Costs and Firm Performance: Theoretical Insights through the Value Based Management (VBM), *Framework. Finnish Business Review*. <https://www.semanticscholar.org/paper/Economic-Va>



- lue-Added-(EVA)%2C-Agency-Costs-and-Firm-Hundal/67785c309c1a1e2c6fc3b9b-c30ba653985d0e491
21. Johnson, P. i Thomas, H. (2007), "Resource margin accounting: an elucidation and preliminary empirical testing", *Management Decision*, 45(3), str. 420-433. <https://doi.org/10.1108/00251740710745052>
  22. Kijewska, A. (2016), Causal analysis of determinants influencing the Economic Value Added (EVA) – a case of Polish entity, *Journal of Economics and Management*, 26(4), str. 52-70. <https://doi.org/10.22367/jem.2016.26.03>
  23. Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2020), *Valuation*, McKinsey & Company, Wiley.
  24. Largani, M. S., Kaviani, M. i Abdollahpour, A. (2012), A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, str. 490-497. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.221>
  25. Lehn, K. i Makhija, A. K. (1996), EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change, *Strategy & Leadership*, 24(3), str. 34-38. <https://doi.org/10.1108/eb054556>
  26. Machuga, S. M., Pfeiffer Jr, R. J. i Verma, K. (2002), Economic Value Added, Future Accounting Earnings, and Financial Analysts' Earnings Per Share Forecasts, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18(1), str. 59-73.
  27. Moh'd, S. S., Černe, M. i Zhang, P. (2021), An Exploratory Configurational Analysis of Knowledge Hiding Antecedents in Project Teams. *Project Management Journal*, 52(1), str. 31-44. <https://doi.org/10.1177/8756972820939768>
  28. Paetzmann, K. i Kaspereit, T. (2010), Zum Einsatz von Residualgewinnmodellen post BilMoG – Nähert sich das Accounting Model dem Economic Model?, *Z Plan Unternehmenssteuerung*, 20(4), str. 419-444. <https://doi.org/10.1007/s00187-010-0099-y>
  29. Pratt, S. P. i Grabowski, R. J. (2014), *Cost of Capital*, New Jersey: Wiley & Sons.
  30. Ragin, C. C. (2000), *Fuzzy-set social science*, Chicago: University of Chicago Press.
  31. Ragin, C. C., & Davey, S. (2014). fs/QCA [Computer Program]. University of California.
  32. Rappaport, A. (1997), *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors: The New Standard for Business Performance*, New York: The Free Press.
  33. Reichelstein, S. (1997), Investment Decisions and Managerial Performance Evaluation, *Review of Accounting Studies*, 2(2), str. 243-269. <http://10.1023/A:1018376808228>
  34. Rogerson, W. P. (1997), Intertemporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives: A Theory Explaining the Use of Economic Value Added as a Performance Measure, *Journal of Political Economy*, 105(4), str. 770-795. <https://doi.org/10.1086/262093>
  35. Sabol, A. i Sverer, F. (2017), A Review of the Economic Value Added Literature and Application, *UTMS Journal of Economics*, 8(1), str. 19-27.
  36. Stewart, G. B. (1991), *The Quest For Value*, Harper Business.
  37. Shahin, A. i Ali Mahbod, M. (2007), Prioritization of key performance indicators: An integration of analytical hierarchy process and goal setting, *International Jour-*

- nal of Productivity and Performance Management*, 56(3), str. 226-240. <https://doi.org/10.1108/17410400710731437>
38. Wallace, J. S. (1997), Adopting residual income-based compensation plans: do you get what you pay for?, *Journal of Accounting and Economics*, 24, str. 275-300. [https://doi.org/10.1016/s0165-4101\(98\)00009-3](https://doi.org/10.1016/s0165-4101(98)00009-3)