

Branko Novak\*

UDK 65.01.012:658.14

Izvorni znanstveni rad

## MJERENJE I UPRAVLJANJE DODANOM EKONOMSKOM VRIJEDNOŠĆU TVRTKE

*Promjene u upravljanju kompanijama dovele su u žižu interesa stvaranje vrijednosti za dioničare. Taj se proces iz USA brzo širi u Europu i izvjesno je da će u skorij budućnosti utjecati na tvrtke u Hrvatskoj. Autor iznosi da se koncept dodane ekonomske vrijednosti i dodane tržišne vrijednosti polazi od kritike i slabosti računovodstvenih iskaza uspješnosti poslovanja tvrtki. U članku autor daje i izračun dodane ekonomske vrijednosti za tvrtku koja se prema računovodstvenim kriterijima smatra uspješnom.*

### Promjene u upravljanju kompanijama

Dioničko društvo je društveni izum od izuzetne povijesne važnosti. Njegova posebnost temelji se na sposobnosti društva da disperzira financijski rizik na diverzificirani portfelj milijuna pojedinaca i institucija, a da istovremeno omogućava investitorima da za sebe odrede rizik prema svojim okolnostima i željama. Zahvaljujući diverzifikaciji rizika, koji bi u protivnom snosio pojedinačni vlasnik-poduzetnik, te nastankom likvidnog tržišta putem kojeg se razmjenjuje rizik, snižavaju se troškovi kapitala dioničkog društva. Utrživa prava vlasništva nad društvom (obične dionice) omogućavaju da rizik snose vlasnici koji ga najlakše mogu podnositi, a da se od njih ne zahtijeva da upravljaju društvom čiji su vlasnici. Od nastanka dioničkih društava ove su koristi došle uz određeni trošak, budući da utrživa vlasnička prava stvaraju osnovni sukob interesa između onih koji snose rizik (dioničari) i onih koji upravljaju rizikom (menadžeri). Taj sukob, koji je uvijek bio najjači u zemljama najrazvijenije tržišne demokracije, razrješavao se na različite načine, te je zahtijevao određene mehanizme kontrole.

---

\* B. Novak, redoviti profesor Ekonomskog fakulteta u Osijeku. Članak primljen u uredništvu: 03. 09. 2001.

Osnovne sile koje kontroliraju menadžment dioničkog društva jesu: tržišta proizvoda, interni sustav kontrole na čelu s nadzornim odborom i tržišta kapitala.

Tržišta proizvoda često, međutim, ne igraju tu ulogu discipliniranja menadžera, posebno ako su tržišta velika i rastuća. Proces kojim mehanizmi interne kontrole djeluju na menadžere tako da rade u interesu dioničara suptilan je i nije dovoljno transparentan. Kada mehanizmi interne kontrole dobro djeluju, nadzorni odbor će zamijeniti menadžere čije sposobnosti više nisu najbolje za posao koji obavljaju. U stvarnosti najviše tržišta kapitala igraju značajnu kontrolnu ulogu i preko njih su dioničari dobivali i dobivaju određenu zaštitu od tzv. tržišta preuzimanja. Na njima se alternativni timovi menadžera natječu za upravljanje imovinom društva. Ta konkurencija može poprimiti oblik spajanja, javnih ponuda dioničarima, ili borbe za preuzimanje društva na skupštini. Tržišta preuzimanja društava čine pritisak kako bi se obavilo značajno restrukturiranje i preusmjeravanje imovine koje je potrebno zbog stalnih promjena tehnologije i preferencija potrošača.

Osnovna je slabost i ujedno izvor gubitaka u dioničkim društvima proizlazi iz sukoba interesa između dioničara i menadžera u pogledu isplate slobodnog novčanog tijeka, odnosno novčanog tijeka iznad onoga što je potrebno da se financiraju svi investicijski projekti s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću kada se diskontiraju s odgovarajućim troškovima kapitala. Da bi društvo djelovalo efikasno i maksimiziralo vrijednost, slobodni gotovinski tijek se mora podijeliti dioničarima umjesto da se zadrži. Ako se to ne događa, znači da menadžment nema poticaja da distribuira ova sredstva, odnosno da su slabi mehanizmi da se izvrši ovakva podjela slobodnog novčanog tijeka.

Navedene slabosti te sukobi unutar kompanija najbolje su se mogle uočiti u SAD, a zbog razvijenosti tržišta kapitala imale su i najsnažniji utjecaj na upravljanje kompanijama. Dok su kompanije u SAD dobro poslovale dioničari nisu imali bitan utjecaj na njihovo upravljanje. "U razdoblju od 1942. do 1972. godine investicija u portfelj koji je jednak S&P 500 četverostručila je svoju vrijednost, a godišnje dividende su bile 3-6% od rastuće tržišne vrijednosti portfelja. Produktivnost je istovremeno rasla po stopi od 2% godišnje, a plaće zaposlenika i korporacijski porezi su se udvostručili. Međutim, prekretnica nastupa sedamdesetih godina kada je opala produktivnost, usporen rast plaća i pale cijene dionica. Investicija u portfelj S&P 500 1972. godine je smanjila svoju vrijednost do 1979. godine čak ako se ne uzme u obzir inflacija, a dividende su bile od 3-5% u tom razdoblju. Ako se u račun uzme stopa inflacije u sedamdesetim, realna stopa prinosa je bila u većini godina negativna. Proizvodni sektor je u osamdesete godine ušao s prinosom na kapital nižim nego bilo kada nakon drugog svjetskog rata. Tome treba dodati da su realne (za inflaciju prilagođene) kamatne stope porasle između 1979. i 1982. godine do razine koja je dva do tri puta veća nego u prethodnih trideset godina. Više kamatne stope su značile da investitori mogu zaraditi više stope prinosa na sigurnim

vrijednosnicama kakve su državne obveznice nego na dionicama kompanija. Time je postavljen okvir – pozornica za inovativne financijere i preuzimatelje koji su se hranili nezadovoljstvom individualnih i institucionalnih dioničara, da bi se uhvatili u koštac s tradicionalnim menadžmentom.”<sup>1</sup>

Menadžment dioničkih društava čiji je vlasnik bila najšira javnost, bio je suočen sa zahtjevnim izazovom – upravljanjem “jazom u vrijednosti”. Oni koji su položili test zadržali su svoja mjesta, oni koji nisu položili, mogli su očekivati nezaposlenost kada novi vlasnici preuzmu tvrtku, pa im njihove usluge više neće biti potrebne. Jaz u vrijednosti je razlika između tržišne cijene dionica nekog društva i njihove vrijednosti ako bi to društvo bilo vođeno kao da su postojeći vlasnici jedini sudionici u društvu koji nešto znače, a to znači upravljanje na način da se ostvari maksimalna cijena dionica u tom trenutku. Za većinu društava veličina jaza u vrijednosti funkcija je tri činitelja: (1) Mogućnosti unapređenja poslovanja. (2) Neiskorištenih mogućnosti drugačijeg financiranja. (3) Potencijalne ekonomske koristi imovine tvrtke za nove vlasnike, koja ima manju vrijednost za postojeće vlasnike.

Dioničari, naravno, mogu tolerirati kratkoročne i cikličke jazove, ili privremena zaostajanja u cijenama dionica. Ali velika i trajna zaostajanja između stvarnih i potencijalnih cijena dionica predstavljaju poziv za preuzimanje. Jaz u vrijednosti pokazuje koliko treba učiniti u kompaniji. Oni koji žele izbjeći preuzimanje moraju sami poduzeti akcije koje bi svakako poduzeo preuzimatelj. Menadžment zato mora povremeno mjeriti ovaj jaz u vrijednosti. Jaz u vrijednosti se uvijek mijenja, zbog promjena na tržištu dionica, kamatnih stopa, likvidnosti kompanije i drugih činitelja. Mjerenje je naravno jednostavniji dio posla, a upravljanje tim jazom daleko je složenije budući da ono može imati negativne posljedice za menadžment, zaposlene i užu zajednicu. Upravo su na području mjerenja i iskazivanja rezultata poslovanja u kompanijama u SAD, te upravljanja jazom u vrijednosti, odnosno stvaranjem vrijednosti za dioničare, u razdoblju nakon 1990. godine nastupile značajne promjene. Te promjene danas snažno utječu i na kompanije u drugim dijelovima svijeta koje u poslovanju sve više prihvaćaju kao osnovni cilj stvaranje vrijednosti za dioničare<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Blair M. Margaret: “Who’s in charge here?”, Brookings Review, Fall 91, Vol.9, Issue 4, str. 8-14.

<sup>2</sup> Prema istraživanju KPMG “Companies not implementing value-based management”, Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants, April 99, Vol. 77, Issue 4, str. 3., 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.

## Mjerenja temeljena na vrijednosti

Vrednovanje učinaka tvrtke korištenjem tradicionalnih mjerila koja se izračunavaju na temelju računovodstvenih iskaza, kakav je primjerice prinos na glavnici ili prinos na imovinu, često se osporava kao neodgovarajuće. Premda se računovodstveni principi povremeno ažuriraju kako bi se postiglo što bolje predstavljanje operativnih rezultata tvrtke i njezinog financijskog položaja, opravdano je postaviti pitanje da li su informacije koje daju financijski iskazi odista korisne u financijskoj analizi i vrednovanju koje je potrebno menadžmentu i vlasnicima. Naime, niz računovodstvenih principa primjenjuje se na tvrtke koje su u različitim područjima poslovanja, a financijskim informacijama se može manipulirati odgovarajućim korištenjem tih računovodstvenih principa.

Zato veći broj svjetskih konzultantskih kompanija zagovara nove metode vrednovanje učinaka koje se primjenjuju za vrednovanje učinaka kompanije kao cjeline, ali i za vrednovanje učinaka određenih menadžera<sup>3</sup>. Kao grupa, ove se metode nazivaju mjerama vrijednosti, ili mjerama dodane ekonomske vrijednosti.

Premda postoje određene razlike u mjerama koje zagovaraju, zajedničko im je shvaćanje da menadžeri tvrtke kreiraju vrijednost kada donose odluke koje daju koristi koje su veće od troškova. Ove koristi se mogu primiti u bližoj ili daljoj budućnosti, a troškovi uključuju direktne troškove u investicije, kao i manje očigledne troškove, a to su troškovi kapitala. Pritom je trošak kapitala eksplicitan i implicitan trošak korištenja investiranih sredstava. Upravo je usmjerenost na troškove kapitala ono što odvaja mjere vrijednosti od tradicionalnih mjera učinkovitosti tvrtke. Ovo nije neka velika novost u ekonomiji, a Peter Drucker o tome 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 pri tome 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."<sup>4</sup> Ovaj koncept se pripisuje 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."<sup>5</sup> Primjenom mjera dodane ekonomske vrijednosti, ili ekonomske dobiti, vraćamo se na ovaj koncept u primjeni.

---

<sup>3</sup> - 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<sup>(c)</sup>) kojega zagovara Stern Stewart & Co.

<sup>4</sup> Drucker, Peter: "The Information Executives Truly Need" Harvard Business Review, January-February 1995.

<sup>5</sup> Marshall, Alfred: "Principles of Economics", Vol.1., New York, MacMillan & Co., 1890., str. 142.

Mjere vrijednosti se temelje na ideji da tvrtka treba investirati samo u projekte koji povećavaju vrijednost tvrtke. Pravi izvor projekata koji povećavaju vrijednost su komparativne ili konkurentske prednosti tvrtke. Samo kroz neke prednosti u odnosu na konkurenciju može se investirati u projekte koji povećavaju vrijednost. Tamo gdje nema prepreka investicijama, odnosno postoji konkurentska tržište investicija, samo ako se ima neka prednost kompanija može investirati u nešto što će joj donijeti nešto više za uzvrat. Ako se odstupi od individualnih projekata i usmjeri pažnja na cijelu tvrtku, može se primijeniti isti osnovni princip. Ako investicije tvrtke osiguravaju buduće koristi koje su veće od troškova, investicije povećavaju vrijednost tvrtke.

Mjere dodane vrijednosti temelje se na istim principima vrednovanja kao i metoda neto sadašnje vrijednosti u vrednovanju investicijskih projekata. Neto sadašnja vrijednost za određeni investicijski projekt je procjena promjene vrijednosti glavnice neke tvrtke, ako tvrtka investira u taj projekt. Mjere dodane vrijednosti također daju procjene promjene vrijednosti, ali za cijelu tvrtku ili neku njezinu podružnicu, a ne za određeni projekt. Nadalje, dok je neto sadašnja vrijednost usmjerena prema naprijed i pomaže menadžmentu u donošenju odluka koje se odnose na upotrebu kapitala u budućnosti, mjerenje učinaka u nekom razdoblju korištenjem mjera dodane vrijednosti, usmjerava se na odluke koje su donesene u tijeku tog razdoblja i na troškove kapitala koji je podržao te investicijske odluke kako bi se izmjerilo koliko je dobro tvrtka poslovala.

### **Nedostaci računovodstvenih iskaza u prikazivanju ekonomske stvarnosti**

Profesionalci u području računovodstva čine stalne napore kako bi bilanca i račun dobiti i gubitka što točnije odražavali poslovanje i financijsko stanje neke tvrtke. Ali umjesto da poboljšaju proizvod, svi ti napori su opće prihvaćene računovodstvene principe pomaknuli još dalje od ekonomske realnosti. Tako Baruch Lev kaže: “Veza između računovodstvenih podataka i tržišnih vrijednosti nije samo slaba, već se i smanjuje protekom vremena. Slaba veza između računovodstvenih podataka i vrijednosti na tržištima kapitala ukazuje da je korisnost financijskih izvješća sasvim ograničena.”<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Baruch, Lev: “R&D and Capital Markets,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, No. 4 (Winter 1999).

Širenje jaza između računovodstvenih podataka i ekonomske stvarnosti se povećava zbog konzervativizma na strani računovodstvene struke. Kada je računovodstvo suočeno s nekoliko mogućih izbora da se tretira neka stavka, gotovo uvijek izabire opciju koja će najmanju vrijednost staviti u račun dobiti i gubitka ili bilancu. Ono, primjerice, odmah tereti troškove onim oblicima potrošnje koji su nemjerljivi, kakvi su primjerice istraživanje, ili ulaganje u obuku zaposlenika, premda su oni za tvrtke investicije od kojih očekuju pozitivan prinos u budućnosti. Tvrtke koje daju zajmove svojim klijentima moraju primjerice teretiti troškove lošim dugovima onoga trenutka kada izvrše takve loše plasmane.

Računovodstvo naravno ima puno razloga za konzervativnost u iskazima. Povijesno gledajući računovodstvo priprema svoje iskaze prvenstveno da bi ih koristili zajmodavci čiji interesi su bitno drugačiji od interesa vlasnika i menadžera. Zajmodavce daleko manje brine profitabilnosti i učinci, a više ih zanima da svoje ruke mogu staviti na dovoljno imovine kako bi naplatili svoja potraživanja ako dužnik propadne. Kao rezultat toga računovodstveni iskazi predstavljaju "portret tvrtke s točke gledanja pogrebnika". Bilance nakon svih otpisa imovine i rezervacija za moguće buduće izdatke ne daju mjeru iznosa koji su investitori riskirali u tekuće poslovanje, odnosno iznos kapitala. Umjesto toga, bilanca često daleko više upućuje na minimalni iznos koji može očekivati likvidator za prodaju imovine u brznoj prodaji. Odstupanja između realnosti i računovodstvenih podataka do koje je došlo zbog računovodstvenog konzervativizma još je dodatno pojačana promjenama prirode poslovanja, posebno u zadnjem desetljeću.

Može se reći da računovodstveni principi ne zadovoljavaju potrebe menadžera i dioničara. Ovi sudionici poslovne igre optimistički gledaju na tvrtku kao cjelinu koja će trajno nastaviti poslovati u budućnosti i dati pristojan prinos. Za njih tvrtka nije kandidat za nestanak. Oni zato trebaju mjere uspješnosti poslovanja koje daju signale koji potvrđuju ili opovrgavaju opravdanost donesenih odluka o alokaciji kapitala i služe kao pouzdana mjera za određivanje ekonomske vrijednosti tvrtke. Menadžeri posebno trebaju mjere koje iz razdoblja u razdoblje pokazuju da li njihove aktivnosti doprinose vrijednosti tvrtke. Njima trebaju iskazi koji daju mjeru kumulativnih gotovinskih izlaza od kojih se očekuje da doprinesu budućim dobitima, a koji predstavljaju 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 poslovanju.

Postoje različite mjere dodane vrijednosti koje se mogu koristiti. Najčešće korištene i najpopularnije jesu dodana ekonomska vrijednost i dodana tržišna vrijednost. Dodana ekonomska vrijednost je drugi naziv za ekonomsku dobit tvrtke. Ključni elementi procjene ekonomske dobiti su izračunavanje operativne dobiti tvrtke iz financijskih izvještaja, vršenje podešavanja na računovodstvenoj dobiti kako bi ona bolje odražavala rezultate tvrtke u nekom razdoblju, te računanje

troškova kapitala tvrtke. Razlika između operativne dobiti i troškova kapitala predstavlja procjenu ekonomske dobiti tvrtke, odnosno dodanu ekonomsku vrijednost. Dobit koja se smatra dodanom ekonomskom vrijednošću nije računovodstvena dobit, već ekonomska dobit. Postoje dvije bitne razlike između računovodstvene dobiti i ekonomske dobiti:

(1) Prva razlika vezana je za troškove kapitala. Računovodstvena dobit je razlika prihoda i rashoda, dobijena na temelju računovodstvenih principa. Ekonomska dobit je također razlika između prihoda i rashoda, ali je trošak kapitala uključen u troškove.

(2) Druga razlika odnosi se na principe priznavanja prihoda i rashoda. Računovodstvena dobit se najvećim dijelom dobiva korištenjem metode trenutka nastanka prihoda i rashoda, dok ekonomska dobit odražava računovodstvo temeljem novčanih tijekova. Budući da su podaci u računovodstvenim izvještajima zabilježeni prema nastanku, kada se računa ekonomska dobit mora se poći od računovodstvene dobiti, a zatim izvršiti podešavanja da bi se podaci preveli na novčane tijekove.

(3) Dalja podešavanja na računovodstvenoj dobiti moraju se izvršiti kako bi se kompenzirala odstupanja koja mogu proizaći iz izbora određene računovodstvene metode. Za razliku od računovodstvene dobiti, ekonomska dobit, barem teoretski, ne smije biti izložena manipulacijama menadžmenta izborom računovodstvenih metoda.

Trošak kapitala je stopa prinosa koju očekuju oni koji daju kapital tvrtki. On uključuje ne samo eksplicitne kamate na dug, već i implicitan minimalni prinos koji očekuju vlasnici. Taj minimalni prinos vlasnicima, naziva se potrebnom stopom prinosa, a nužan je da bi vlasnici zadržali svoj investirani kapital u tvrtki.

Vrijednost koja je vezana za prethodnu, jest dodana tržišna vrijednost. Ona je usmjerena na tržišnu vrijednost kapitala u usporedbi sa troškovima kapitala. Ključni su elementi dodane tržišne vrijednosti računanje tržišne vrijednosti kapitala, te računanje investiranog kapitala. Razlika između tržišne vrijednosti kapitala i vrijednosti investiranog kapitala dodana je tržišna vrijednost. Prvenstvena je razlika između dodane ekonomske vrijednosti i dodane tržišne vrijednosti što ova zadnja u računicu uključuje tržišne vrijednosti. Osim toga dodana ekonomska vrijednost pokazuje koliko je u tijeku jedne godine u poslovanju povećana vrijednost tvrtke, dok dodana tržišna vrijednost pokazuje koliko je tijekom života tvrtke povećana vrijednost tvrtke.

### **Određivanje ekonomske dobiti**

Ekonomska dobit je razlika između operativne dobiti i troškova kapitala, gdje su troškovi kapitala izraženi u novčanom iznosu. Primjena za cijelu tvrtku uključuje,

teoretski, računanje neto sadašnje vrijednosti svih investicijskih projekata, kako onih koji uključuju postojeću imovinu (tj. prošle investicijske odluke), tako i one buduće. U primjeni se mjera usmjerava na dobit od postojeće imovine. Ekonomska dobit je:

$$\text{Ekonomska dobit} = (\text{Neto operativna dobit nakon poreza}) - (\text{Trošak kapitala} \times \text{Kapital})$$

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

$$\text{Ekonomska dobit} = (\text{Prinos na kapital} - \text{Trošak kapitala}) \times \text{Kapital}$$

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 je li vrijednost dodana (pozitivna ekonomska dobit) ili smanjena (negativna ekonomska dobit).

### **Neto operativna dobit nakon odbitka poreza (NOPAT)**

NOPAT je operativna dobit i razlikuje se od operativne dobiti iz financijskih izvještaja, jer je to iznos očišćen od rezultata financijskih odluka i računovodstvenih iskrivljenja. Utjecaji financijskih odluka se uklanjaju zato što je ekonomska dobit razlika između dobiti koju generira imovina i troškova kapitala, gdje troškovi kapitala odražavaju troškove ukupnog financiranja. Ako se ne bi uklonio utjecaj financijskih odluka, to bi rezultiralo u dvostrukom računanju tih elemenata. U izračunu se koristi operativna dobit nakon otpisa, a ne tradicionalna mjera novčanog tijeka koja se računa prije otpisa, zato što se otpis smatra ekonomskim izdatkom. Otpis je mjera količine neke imovine koja je korištena u tijeku razdoblja, što daje uvid o tome koliko treba potrošiti da bi se poslovanje zadržalo na postojećoj razini.

Jedno od iskrivljenja računovodstvene dobiti proizlazi iz odgođenog plaćanja poreza. Da bi se to ispravilo, porezi se postavljaju na novčanu osnovu. Dalje porezi se podešavaju da bi se uklonio utjecaj koji financijske odluke mogu imati na poreze u tijeku danog razdoblja. Rezultat ovih postupaka su gotovinski operativni porezi.



NOPAT se može računati pomoću dva postupka<sup>7</sup>: -pristup odozdo prema gore,  
- pristup odozgo prema dolje.

*Pristup odozdo prema gore:*

Operativna dobit nakon otpisa  
Dodati:  
+ Implicitne kamate na operativne lizinge  
+ Povećanje za LIFO rezerve  
+ Amortizacija goodwilla  
+ Povećanje rezervacija za loša potraživanja  
+ Porast u neto kapitaliziranim istraživanjima i razvoju  
Jednako:  
Prilagođena operativna dobit prije poreza  
Oduzeti:  
- Gotovinski operativni porezi  
Jednako:  
NOPAT

*Pristup odozgo prema dolje:*

Prodaja  
Dodati:  
+ Implicitne kamate na operativne lizinge  
+ Povećanje za LIFO rezerve  
+ Drugi prihodi  
Oduzeti:  
- Troškovi prodanih proizvoda  
- Troškovi prodaje, opći i administrativni troškovi  
- Otpisi  
Jednako:  
Prilagođena operativna dobit prije poreza  
Oduzeti:  
- Gotovinski operativni porezi  
Jednako:  
NOPAT

---

<sup>7</sup> Fabozzi J., Frank and Grant L., James: "Value-Based Metrics: Foundations and Practice",  
Frank J. Fabozzi Associates, 2000., str. 17-18.

### *Investirani kapital*

Investirani kapital predstavlja iznos koji je investiran u operacije tvrtke. Investirani kapital jednak je zbroju neto operativnog radnog kapitala, neto imovine, postrojenja i opreme, goodwilla i neto ostale imovine (neto od obveza na koje se ne plaćaju kamate). Investirani kapital, plus sve neoperativne investicije, mjere ukupan iznos koji su uložili investitori u tvrtku, što se može nazvati ukupno investiranim sredstvima. Ukupno investirana sredstva se također mogu izračunati i s pasivne strane bilance i to kao zbroj glavnice (uvećane za stavke koje su kvaziglavnica kao primjerice odloženi porezi) i duga na kojega se plaćaju kamate.

Opet postoje dvije mogućnosti računanja kapitala<sup>8</sup>. Prva polazi od operativne imovine:

Neto operativna imovina  
Dodati:  
+ LIFO rezerve  
+ Neto oprema i postrojenja  
+ Druga imovina  
+ Goodwill  
+ Akumulirani otpis goodwilla  
+ Sadašnja vrijednost operativnih lizinga  
+ Rezerve za loša potraživanja  
+ Kapitalizirana istraživanja i razvoj  
+ Kumulativni otpisi posebnih stavaka  
Jednako:  
Kapital

Drugi pristup određivanju kapitala pristup je preko izvora financiranja. On polazi od knjigovodstvene vrijednosti glavnice:

Knjigovodstvena vrijednost običnih dionica  
Dodati ekvivalente glavnice:  
+ Povlaštene dionice  
+ Manjinski interesi  
+ Rezerve za odloženo plaćanje poreza  
+ LIFO rezerve

---

<sup>8</sup> Fabozzi, Ibidem, str. 19.

- + Akumulirani otpis goodwilla
- Dodati dug i ekvivalente duga:
- + Kratkoročne obveze uz kamate
- + Dugoročne obveze
- + Kapitalizirane obveze za lizinge
- + Sadašnja vrijednost operativnih lizinga
- Jednako:
- Kapital

### ***Podršavanje u izračunu neto operativne dobiti i investiranog kapitala***

U izračunu NOPAT i investiranog kapitala vrše se razne vrste podršavanja koje uključuju tretman takvih stavaka kao: trenutak priznavanja troškova i prihoda, pasivne investicije u utržive vrijednosnice, izvanbilančno financiranje, vrednovanje zaliha, računovodstvene rezerve, priznavanje loših potraživanja, nemjerljiva imovina, porezi, troškovi marketinga, goodwill i troškovi preuzimanja i strateške investicije. Neka podršavanja su nužna kako bi se izbjeglo miješanje operativnih i financijskih odluka, a druga daju dugoročne perspektive. Određena podršavanja služe izbjegavanju miješanja stokova i tokova, a druga prevode stavke s razdoblja nastanka na gotovinsku osnovu.

### ***Istraživanje i razvoj***

Tretman istraživanja i razvoja predstavlja dobar primjer razlika između računovodstvenog i ekonomskog pristupa. Dioničari i menadžeri s pravom smatraju izdatke za istraživanje i razvoj investicijom u buduće proizvode i procese. Računovodstveni principi zahtijevaju, međutim, da odmah sve te izdatke oduzmu od prihoda, jer se radi o troškovima. Ovakav tretman istraživanja ima posebno loše posljedice za tvrtke u području visoke tehnologije s visokim izdacima za istraživanje i razvoj. Terećenje troškova izdacima za istraživanje i razvoj smanjuje njihovu knjigovodstvenu vrijednost, svodeći jednu od najvrjednijih imovina na nulu. To je osnovni razlog zašto se dionice tvrtki visoke tehnologije prodaju uz znatno veći multiplikator iznad njihove knjigovodstvene vrijednosti u odnosu na druge tvrtke. Ovo je znak da je njihova knjigovodstvena vrijednost snažno podcijenjena. Dodana ekonomska vrijednost kapitalizira investicije u istraživanje i razvoj (dodaje tekuće izdatke kao bilančnu imovinu) i amortizira ih (dio stavlja na troškove svake godine) u odgovarajućem razdoblju. Ako bi se menadžeri tvrtki ponašali po pravilima koje

signalizira računovodstveni tretman istraživanja i razvoja, trebali bi smanjiti ove izdatke, što može imati duboke negativne učinke na kasnije poslovanje tvrtke.

Otpis istraživanja i razvoja u kasnijim godinama menadžere čini odgovornima za postizanje rezultata kroz istraživanje i razvoj. Kada se istraživanje i razvoj tretira kao investicija, sustav automatski stvara poticaje za povećanje ulaganja u privlačne projekte, dok terećenje troškovima kapitala i odgovornost prema sustavu nagrađivanja za dodanu ekonomsku vrijednost, osigurava da istraživači pravilno vrednuju buduće projekte.

### *Goodwill*

Kada tvrtka preuzme neku drugu, a koristi metodu kupovine kod računovodstvenog bilježenja transakcije, sve što je plaćeno iznad fer vrijednosti imovine preuzete tvrtke ide u bilancu kao goodwill. Računski goodwill je jednostavno nabavna cijena umanjena za fer vrijednost. Goodwill može uključivati brojne stavke, kao što su patenti, tehnološka znanja, projekte istraživanja i razvoja, itd. Određeni dio goodwilla može biti upravo ono što naziv kaže, dobar glas koji je preuzeta tvrtka i njeni proizvodi uspostavili s kupcima i dobavljačima. Goodwill je nemjerljiva imovina i računovodstveno se u otpisuje u određenom razdoblju. Ovakav tretman goodwilla pravi nered u informacijskom sadržaju računovodstvenih podataka. Godišnji otpis smanjuje izvještajnu dobit, što također smanjuje uobičajen mjere profitabilnosti kakve su prinos na kapital i prinos na aktivu. Kasnije, međutim, akumulirani otpisi smanjuju glavnica i imovinu toliko da takav tretman goodwilla napuhava prinos na glavnica i aktivu. Zato se iz praktičnih razloga preporuča da se goodwill ostavi u bilanci i nikada ne otpisuje. Ovakav postupak prije svega usmjerava menadžere na tijek novca umjesto na računovodstvene podatke. Nadalje, većina goodwilla predstavlja imovinu neodređenog trajanja, kakve su trgovačke marke, ugled i tržišni položaj. Konačno, menadžeri ne bi trebali brinuti o tome kako će buduća preuzimanja utjecati na dobit u knjigama, već trebaju voditi računa o tome da će dioničari od njih očekivati da daju prinos na plaćenu cijenu preuzimanja koja je jednaka ili veća od troškova kapitala u budućnosti. Zato se dodana ekonomska vrijednost podešava tako da se otpis goodwilla u tekućem razdoblju vraća u NOPAT, a amortizacija goodwilla iz prošlosti se dodaje kapitalu.

### *Porezi*

S ekonomske točke gledanja jedini porez koji tvrtka treba oduzeti od tekućih prihoda je onaj koji se plaća u tekućem razdoblju, a ne porezi koji bi se morali ili

ne bi morali platiti u nekom budućem razdoblju. Za svrhu računanja NOPAT i dodane ekonomske vrijednosti na razini tvrtke, tvrtka treba oduzeti gotovinske poreze koje je platila u razdoblju kada se vrši mjerenje. Prema tome, odgođeno plaćanje poreza koje je oduzeto od dobiti u prošlosti treba biti uklonjeno iz obveza u bilanci i dodano sredstvima dioničara za svrhu računanja kapitala i troškova kapitala.

### *Ostala podešavanja*

Sva navedena podešavanja mogu imati značajan utjecaj na mjerenje kapitala, ili ekonomske vrijednosti. Kapitalizirana istraživanja i razvoj, otpis goodwilla kao i rezerve u porezima, dodaju se kapitalu. Postoje i druga podešavanja koja utječu na bilancu. Jedno je podešavanje kojega vrše brojne tvrtke koje koriste dodanu ekonomsku vrijednost da oduzimaju pasivne investicije (velike rezerve gotovine u utrživim vrijednosnicama<sup>9</sup>), jer one ne predstavljaju kapital koji se koristi za stvaranje operativne dobiti. Isto tako pasivne se investicije vrednuju na tržištu po troškovima kapitala tih investicija, a ne po troškovima kapitala tvrtke. Naravno da se prihod od tih investicija oduzima od NOPAT. Sljedeće podešavanje je oduzimanje slobodnog financiranja koje imaju sve tvrtke, a koje dolazi u obliku obveza prema dobavljačima ili drugih obveza na koje se ne plaćaju kamate. Ova podešavanja ograničavaju troškove kapitala na neto imovinu koja je korištena u operacijama. Konačno, tvrtke trebaju sve izvanbilančne stavke, kao nekapitalizirane lizinge na primjer, prebaciti na bilancu. To je važno da se izbjegne miješanje operativnih i financijskih odluka. Neki nekapitalizirani lizing će, primjerice, izgledati jeftiniji nego što stvarno jeste ako menadžment uzima u obzir samo implicitne iznose lizinga.

Podešavanja se vrše prema materijalnom značenju stavki. Drugi testovi potencijalnih podešavanja uzimaju u obzir<sup>10</sup>: - Postoje li potrebni podaci? - Je li promjena razumljiva operativnom menadžmentu? - Može li se promjena objasniti zaposlenicima, direktorima i dioničarima? - Je li promjena konačna? - Približava li promjena dodanu ekonomsku vrijednost tržišnoj vrijednosti tvrtke? - Uključuje li promjena stavke na koje mogu djelovati oni kojih se to tiče?

---

<sup>9</sup> Ovo podešavanje koristi McKinsey & Co.

<sup>10</sup> 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.

### *Troškovi kapitala*

Drugi element za izračunavanje dodane ekonomske vrijednosti tvrtke jest trošak kapitala. Trošak koji se pritom koristi ponderirani je prosjek duga i glavnice. To je postotak kapitala koji daju zajmodavci pomnožen s troškom duga, uvećan za postotak kapitala koji daju dioničari pomnožen s troškom vlasničkog kapitala. Kada se ova stopa pomnoži s ukupnim iznosom kapitala, dobije se dobit koja se mora zaraditi, kako bi se izvršilo plaćanje kamata na dug i još da ostane dovoljno dobiti, kako bi se za dioničare osigurao minimalno prihvatljiv prinos na njihovu investiciju.

Najjednostavniji je način da se razumije trošak kapitala da ga se podijeli u tri osnovna dijela. Prvi je bezrizična kamatna stopa, koja se obično određuje prema kamatnoj stopi na državne obveznice. Ova kamatna stopa odražava činjenicu da je kapital rijedak i da svako njegovo korištenje ima minimalni trošak, čak i kada je osoba koja daje kapital posve sigurna da će ga dobiti nazad. Drugi dio je premija iznad bezrizične stope kako bi se kompenzirao poslovni rizik. Poslovni rizik ovisi o razini neizvjesnosti djelatnosti u kojoj je tvrtka. Treći dio je smanjenje troškova kapitala, kako bi se izrazila ušteda koju većina tvrtki dobiva zato što kamate može oduzeti od dobiti prije oporezivanja. Ovaj dio se naziva i poreznom subvencijom na dug.

O različitim troškovima duga i glavnice može se reći da u najvećem dijelu oni nemaju bitan utjecaj. Nastranu utjecaj porezne subvencije, ukupni trošak kapitala u poslovanju je čista funkcija poduzetog poslovnog rizika i unutar razumnih granica zaduženja, na njega ne utječe kombinacija duga i glavnice. Trošak duga je znatno jeftiniji od troška glavnice, iz jednostavnog razloga što se dug mora prvi platiti. Zato se čini da je zamjena jeftinijeg duga za skuplju glavicu put kojim se može smanjiti prosječan trošak kapitala. Međutim, viša zaduženost povećava financijski rizik. Dioničari također očekuju da budu plaćeni za taj tip rizika. Potrebna stopa prinosa na glavicu raste kada se više fiksne plaćene kamate oduzima od neizvjesne operativne dobiti, što konačnu dobit koja je na raspolaganju dioničarima čini rizičnijom ili promjenjivijom tijekom poslovnog ciklusa. Zato bi se moglo dogoditi da, pored porezne subvencije na dug, troškovi većeg financijskog rizika ponište uštede supstitucije duga za glavicu. O tome su pisali Miller i Modigliani<sup>11</sup> prije više od četrdeset godina. U praksi tvrtke posebno računaju trošak duga i trošak glavičnog kapitala. Dug je jednostavan. To je trošak pozajmljivanja nakon opore-

---

<sup>11</sup> Modigliani, Franco and Miller, H. Merton: "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," American Economic Review, June 1958.

zivanja uz tekuću kamatnu stopu. Ovdje se koriste tekuće kamatne stope, a ne kamatne stope na postojeći dug, jer je to trošak koji bi tvrtka platila na novi dug ili bi uštedila ako bi otkupila dug. Trošak glavnice je međutim znatno složeniji i postoje različite metode njegove procjene. Tehnike procjene su manje značajne za postizanje koristi iz primjene dodane ekonomske vrijednosti, u odnosu na činjenice da menadžeri eksplicitno prepoznaju da kapital ima neki trošak i da njihove zarade mogu ovisiti o pokriću toga troška. Nije dakle toliko važno koliki je pravi trošak kapitala (15% ili 14% primjerice), od toga da svatko razumije da je kapital skup i da se u skladu s tim treba ponašati.

### **Izračun dodane ekonomske vrijednosti**

Punih osam godina časopis "Fortune" objavljuje rang listu najvećih američkih kompanija prema stvorenom bogatstvu za investitore. Rang lista se sastavlja prema veličini dodane tržišne vrijednosti, a u njoj se navodi i stvorena dodana ekonomska vrijednost. Ova lista predstavlja superioran vodič prema kompanijama koje upravo sada stvaraju vrijednost. Investitori od kompanija očekuju da od njih uzmu kapital, te učine sve da kapital vrijedi više. Kada menadžeri to čine, oni stvaraju vrijednost. Nevolja je što oni nekada uzimaju kapital i čine ga manje vrijednim, odnosno uništavaju vrijednost. Ono što čudi je činjenica da mnogi investitori, odnosno vlasnici, ne znaju jesu li menadžeri kompanija kojima su povjerali poslovanje stvorili ili uništili vrijednost. Dodana tržišna vrijednost kaže koliko je vrijednosti kompanija stvorila ili uništila, a dodana ekonomska vrijednost kaže koliko efikasno je kompanija poslovala u određenom razdoblju.

Rang lista časopisa "Fortune" nastaje temeljem izračuna i metodologije konzultantske tvrtke Stern Stewart. Prema zadnjem izvještaju<sup>12</sup> za 2000. godinu na prvom mjestu prema stvorenoj dodanoj tržišnoj vrijednosti od 502 milijarde USD je tvrtka General Electric, dok je na drugom mjestu Microsoft sa stvorenom dodanom tržišnom vrijednošću od 388 milijardi USD. Godinu dana ranije Microsoft je bio prvi, no sudski spor vezan za optužbu za monopolsko ponašanje srušio je cijenu dionica i doveo tvrtku na drugo mjesto. Međutim, Microsoft je stvorio veću dodanu ekonomsku vrijednost za prethodnu godinu koja je iznosila 5,8 milijardi USD, dok je General Electric istovremeno stvorio 3,5 milijardi USD dodane ekonomske vrijednosti. Najveću dodanu ekonomsku vrijednost od 6,4 milijarde USD ostvario

---

<sup>12</sup> Colvin, Geoffrey: "America's Best & Worst Wealth Creators", Fortune, 12/18/2000, Vol. 142, Issue 14, str. 207-213.

je Philip Morris, koji se prema dodanoj tržišnoj vrijednosti nalazio na 44. mjestu. Na tisućitom mjestu je kompanija AT&T koja je ostvarila tijekom godine negativnu dodanu ekonomsku vrijednost od 6,4 milijarde USD, a promjene cijena njenih dionica pokazale su i negativnu dodanu tržišnu vrijednost od 34 milijarde USD. Samo godinu dana prije toga ista kompanija je na rang listi bila dvadeset peta s dodanom tržišnom vrijednošću od 66 milijardi USD, ali je i tada ostvarila negativnu dodanu ekonomsku vrijednost od 1,3 milijarde USD. Ova rang lista je danas jedan od bitnih elemenata procjene položaja pojedinih kompanija te njihovih perspektiva u budućem poslovanju. Ona utječe i na brojne kompanije da u mjerenju svoje uspješnosti koriste mjeru dodane tržišne i dodane ekonomske vrijednosti.

Tvrtke u Hrvatskoj koncept mjerenja i iskazivanja dodane ekonomske vrijednosti ne koriste iz jednostavnog razloga što je većini on nepoznat. No nužnost njegove primjene gotovo da ne treba dokazivati. Kompanije koje ovaj koncept primjenjuju, a koje su potencijalni investitori ili kupci hrvatskih kompanija, ovaj će koncept mjerenja rezultata, ali i nagrađivanja prema dodanoj ekonomskoj vrijednosti sasvim sigurno ugraditi u poslovanje svojih akvizicija u Hrvatskoj. Time će i komparacije između različitih društava biti potrebno prilagoditi na koncept dodane ekonomske, a u perspektivi i dodane tržišne vrijednosti. Koliko je to nužno i potrebno može pokazati primjer izračuna dodane ekonomske vrijednosti, odnosno ekonomske dobiti za dioničko društvo "A" koje je u prehrambenoj industriji Republike Hrvatske, a čije se poslovanje prema kriterijima učinkovitosti izračunatim temeljem računovodstvenih podataka može smatrati uspješnim.

Ako se pogledaju revidirani račun dobiti i gubitka te bilanca (vidjeti Priloge 1. i 2.) uočava se da je tvrtka u razdoblju od 1996. do 2000. godine poslovala s dobiti, a prihodi iz poslovanja su rasli sve do 2000. godine. No društvo je svih promatranih godina, osim 1999. godine, iskazalo gubitak prije odbitka kamata i poreza, odnosno iz operativnog poslovanja. Međutim, neoperativni prihodi pokrili su ove gubitke. Tvrtka ima i visoku financijsku stabilnost, odnosno malu razinu kratkoročnih i dugoročnih obveza. Posebno je povoljan odnos između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza, što pokazuje visoku razinu likvidnosti društva. Društvo ujedno velik dio svoje prodaje ostvaruje na vanjskom tržištu. Prema kriterijima koji se koriste u Hrvatskoj, poslovanje je stabilno, a na temelju računovodstvenih iskaza doima se i uspješnim.

Ako se na temelju revidiranih računovodstvenih podataka izvrši izračun ekonomske dobiti, pokazuje se da je ekonomska uspješnost društva prividna. Izračun je za promatrano razdoblje obavljen korištenjem metodologije konzultantske tvrtka McKinsey & Company nalazi se u Tablici 1. koja pokazuje izračun investiranog kapitala i Tablici 2. koja pokazuje izračun ekonomske dobiti, odnosno dodane ekonomske vrijednosti.



Tablica 1.

INVESTIRANI KAPITAL

	G O D I N A			
	1997.	1998.	1999.	2000.
Operativni radni kapital	59.218	46.092	52.794	50.163
Neto postrojenje, oprema i zgrade	38.927	33.090	21.498	16.178
Ostala imovina umanjena za ostale obv.	-23.609	-6.511	-3.271	-82
Vrijednost operativnih lizinga	0	0	0	0
Operativni invest. kapital(osim good.)	74.536	72.671	71.021	66.259
Goodwill i nematerijalna im.	0	0	1277	1.277
Kumulativni otpisano i amortizirano	0	0	0	0
Operativni inv. kapital(s goodwillom)	74.536	72.671	72.298	67.536
Višak utrživih vrijednosnica	515	12.519	13.709	14.979
Investicije	24	1.267	0	0
Neoperativna imovina	0	0	0	0
<b>Ukupna sredstva investitora</b>	<b>75.075</b>	<b>86.457</b>	<b>86.007</b>	<b>82.515</b>

Tablica 2.

EKONOMSKA DOBIT

	G O D I N A				
	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.
<b>Prije goodwilla</b>					
Prinos na investirani kapital	0,00%	-1,60%	-8,70%	8,20%	-0,9%
Prosječni trošak kapitala	0,00%	15,00%	15,00%	14,00%	14,0%
Spread	0,00%	-16,60%	-23,70%	-5,80%	-14,9%
Investirani kapital (početkom godine)	0	61.480	74.536	72.671	71.021
<b>Ekonomska dobit (prije goodwilla)</b>	<b>0</b>	<b>(10.177)</b>	<b>(17.697)</b>	<b>(4.250)</b>	<b>(10.549)</b>
<b>NOPAT</b>	<b>0</b>	<b>(955)</b>	<b>(6.516)</b>	<b>5.924</b>	<b>(606)</b>
Troškovi kapitala	0	(9.222)	(11.180)	(10.174)	(9.943)
<b>Ekonomska dobit (prije goodwilla)</b>	<b>0</b>	<b>(10.177)</b>	<b>(17.697)</b>	<b>(4.250)</b>	<b>(10.549)</b>

Iz Tablice 1. možemo vidjeti da se operativni investirani kapital i ukupna investirana sredstva razlikuju od glavnice, ali i od ukupnih obveza i glavnice. Investirani operativni kapital početkom godine predstavlja osnovu za izračun troškova kapitala. Kako je neto operativna dobit umanjena za podešene poreze (NOPAT) manja od tih troškova ili negativna, svake godine se generira negativna ekonomska dobit koja za četiri godine (1997. do 2000.) iznosi ukupno 42,6 milijuna kuna. No, taj izračun je nastao uz pretpostavku da su prosječni troškovi kapitala 15% 1997. i 1998. godine, a 14% zadnje dvije godine. Obzirom na uvjete u kojima posluje tvrtka i rizike kojima je izložena, ovo se može smatrati niskom očekivanom stopom prinosa na investirani kapital. Svako povećanje stope prinosa bi dodatno pogoršalo iskaz ekonomske dobiti. Istovremeno je uočljivo da je prinos na investirani kapital 1997., 1998. i 2000. godine negativan, dok je 1999. godine pozitivan, ali niži od prosječnih troškova kapitala. Prema tome društvo je u poslovanju nije povećalo vrijednost za svoje vlasnike, ono je uništilo 42,6 milijuna kuna vrijednosti. Ako bi društvo nastavilo poslovati na isti način<sup>13</sup>, ono bi i dalje generiralo računovodstvenu dobit, ali bi svake godine uništavalo vrijednost svojim vlasnicima, jer bi stopa prinosa na investirani kapital i dalje bila niža od troškova kapitala koji su i dalje držani na niskoj pretpostavljenoj razini od 14%.

### **Menadžment dodane ekonomske vrijednosti**

Očigledno da ostvarivanje računovodstvene dobiti nije dovoljno. Nagrađivanje menadžmenta i zaposlenih prema ovoj dobiti, također nije dobro. Budući da se u poslovanju dobije ono što se plaća, a plaća se ono što se mjeri, proizlazi da se dobije ono što se mjeri. Prema tome potrebno je imati pravu mjeru uspješnosti poslovanja. Ako to nije mjera na temelju računovodstvenih podataka, zbog navedenih nedostataka računovodstvenih iskaza, onda to može biti dodana ekonomska vrijednost. No njeno mjerenje i razumijevanje je samo prvi dobar korak, ali ne i dovoljan. Nužan je program menadžmenta vrijednosti. Ovaj program zahtijeva uvid u konkurentske i operativne izazove stvaranju vrijednosti za neko trgovačko društvo, te izradu programa koji je usmjeren na stvaranje vrijednosti u određenom okruženju. Ne postoje recepti za programe stvaranja vrijednosti. Uspješan pro-

---

<sup>13</sup> Ovaj izračun je izvršen za razdoblje do 2016. godine, s tim da je u razdoblju detaljne prognoze do 2005. godine pretpostavljen nastavak poslovanja kakav je bio u 2000. godini koja je od promatranih godina bila najuspješnija prema ostvarenoj dobiti. Stope promjena pojedinih stavki, te struktura imovine u tom razdoblju su zadržani na razini iz zadnje godine analize. U prognozi nakon 2005. godine korištena je prognoza tzv. osnovnih činitelja vrijednosti, ali je prepolovljena prognozirana stopa rasta prodaje. U prognozi je korišten model diskontiranja novčanog tijeka tvrtke McKinsey & Company, Inc.

gram zahtijeva ne samo potpuno razumijevanje dinamike stvaranja vrijednosti, već i sudjelovanje najvažnijih menadžera društva. Četiri operativne metode za povećanje vrijednosti društva su: - unaprijeđenje operativne efikasnosti, - racionalizacija postojećih operacija i napuštanje neekonomičnih djelatnosti, - rast profitabilnosti, - snižavanje troškova kapitala.

Prihvatanje načina mišljenja koje je orijentirano prema stvaranju vrijednosti i definiranje činitelja vrijednosti je samo pola posla. Menadžment također mora uspostaviti postupak kojim se ovakav način razmišljanja uvodi u svakodnevno postupanje i donošenje odluka u tvrtki. Postoje četiri ključna procesa menadžmenta<sup>14</sup> koji zajedno vode i upravljaju prihvatanje menadžmenta vrijednosti u nekoj organizaciji: (1) Razvoj strategije, (2) postavljanje ciljeva, (3) planovi za akcije/proračuni, (4) mjerenje rezultata poslovanja/sustav nagrađivanja.

Ovi procesi ne moraju biti nužno sekvencijalni, ali su svi potrebni. Prvo je potrebno da tvrtka ili poslovna jedinica razvije svoju strategiju kako bi se maksimizirala vrijednost tvrtke. Drugo, tvrtka prevodi strategiju u kratkoročne i dugoročne ciljeve poslovanja koji moraju biti određeni prema ključnim činiteljima vrijednosti. Treće, razvijaju se planovi aktivnosti ili proračuni kako bi se definirali koraci koji će se poduzeti tijekom slijedećih 12 ili više mjeseci kako bi se ostvarili ciljevi. Četvrto, uspostavlja se mjerenje poslovanja i sustav nagrađivanja kako bi se kontroliralo poslovanje u odnosu na postavljene ciljeve te poticalo zaposlenike da ostvare postavljene ciljeve.

Ali da bi neka tvrtka odista bila uspješna u novom svijetu rastuće globalizacije i velikih i brzih promjena, ona mora stvarati vrijednost ne samo za dioničare već i za svoje ostale sudionike, a to znači i za zaposlenike i kupce vlastitih proizvoda i usluga. Nije moguće stvarati vrijednost za investitore na nezadovoljstvu kupaca i zaposlenika. Samo ako se stvara vrijednost i za njih, može se maksimizirati bogatstvo dioničara.

---

<sup>14</sup> Copeland Tom; Koller, Tim and Murrin, Jack: "Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies", Second edition, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1994.

*Prilog 1.*

**RAČUN DOBITI I GUBITKA "A" D.D. IZ PREHRAMBENE  
INDUSTRIJE U TISUĆAMA KUNA**

<b>G O D I N A</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Prihodi od prodaje	96.198	114.448	117.669	124.468	104.317
Ostali operativni prihodi	–	–	–	–	–
Troškovi prodanih proizvoda	(83.221)	(96.396)	(105.636)	(106.510)	(97.485)
Opći troš. prodaje i admin. troškovi	(11.647)	(11.001)	(11.797)	0	0
Amortizacija	(5.701)	(9.889)	(11.739)	(12.345)	(8.021)
Ostali operativni troškovi	–	–	–	–	–
<b>Iskazani EBITA</b>	<b>(4.371)</b>	<b>(2.838)</b>	<b>(11.503)</b>	<b>5.613</b>	<b>(1.189)</b>
Amortizacija goodwilla	–	–	–	–	–
Amortizacija nematerijalne imovine	–	–	–	–	–
Neoperativni prihodi	4.966	4.250	14.151	0	0
Prihodi od kamata	1.393	2.561	3.021	4.037	3.272
Troškovi kamata	(666)	(813)	(2.299)	(2.428)	(1.607)
Troškovi restrukturiranja	–	–	–	–	–
Posebne stavke	–	–	–	–	–
<b>Dobit prije oporezivanja</b>	<b>1.322</b>	<b>3.160</b>	<b>3.370</b>	<b>7.222</b>	<b>476</b>
Porez na dobit	(198)	(216)	(219)	(252)	0
Manjinski udjeli	–	–	–	–	–
<b>Neto dobit</b>	<b>1.124</b>	<b>2.944</b>	<b>3.151</b>	<b>6.970</b>	<b>476</b>

*Prilog 2.*

**BILANCA "A" D.D. IZ PREHRAMBENE INDUSTRIJE  
 U TISUĆAMA KUNA**

	<b>GODINA</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Operativna gotovina	15.337	12.474	7.668	4.654	10.764
Višak utrživih vrijednosnica	515	515	12.519	13.709	14.979
Potraživanja od kupaca	9.062	11.348	11.187	25.964	22.973
Zalihe	37.295	47.242	35.227	28.537	27.229
Ostala kratkotrajna imovina	4.264	1.700	1.264	4.446	1.132
<b>Ukupna kratkotrajna imovina</b>	<b>66.473</b>	<b>73.279</b>	<b>67.865</b>	<b>77.310</b>	<b>77.077</b>
Neto postrojenja, oprema i građevine	37.046	38.927	33.090	21.498	16.178
Goodwill					
Ostala nematerijalna imovina					
Ostala operativna imovina				1.277	1277
Investicije i avansi	13	24	1.267	0	0
Odloženi porezi					
Druga neoperativna imovina					
<b>Ukupna aktiva</b>	<b>103.532</b>	<b>112.230</b>	<b>102.222</b>	<b>100.085</b>	<b>94.532</b>
Kratkoročni zajmovi				1.828	1.723
Obveze prema dobavljačima	4.219	9.531	5.771	6.617	9.466
Obveze za poreze	6	416	3	0	0
Obveze za dividende					
Ostale kratkoročne obveze	7.397	3.599	3.480	4.190	2.469
<b>Ukupne kratkoročne obveze</b>	<b>11.622</b>	<b>13.546</b>	<b>9.254</b>	<b>12.635</b>	<b>13.658</b>
Bilancirajući dug					
Dugoročni zajmovi	0	8.907	14.856	5.595	1.722
Odloženo plaćanje poreza					
Druge operativne obveze	29.902	23.609	6.511	3.271	82
Rezervacije za restrukturiranje					
Tekuće rezervacije					
Rezervacije vezane za mirovine					
Manjinski udjeli					
Povlaštene dionice					
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>29.902</b>	<b>32.516</b>	<b>21.367</b>	<b>8.866</b>	<b>1.804</b>
<b>Ukupno glavnica</b>	<b>62.008</b>	<b>66.168</b>	<b>71.601</b>	<b>78.584</b>	<b>79.070</b>
<b>Ukupne obveze i glavnica</b>	<b>103.532</b>	<b>112.230</b>	<b>102.222</b>	<b>100.085</b>	<b>94.532</b>

## 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, str. 207-213.
4. *Copeland, Tom; Koller, Tim and Murrin, Jack*: "Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies", Second edition, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1994.
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 1999., 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. *Grant, L. James*: "Foundations of Economic Value Added", Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
11. *Jensen, C. Michael*: "Takeovers: folklore and science" u: s *Hothouse Management: Acquisitions, Takeovers and LBOs*, *A Harvard Business Review*, Paperback, 1991, str. 3-14.
12. *Jensen C. Michael*: "Eclipse of the Public Corporation", u: "Hothouse Management: Acquisitions, Takeovers and LBOs", *A Harvard Business Review*, Paperback, 1991, str. 17-30.
13. *Marshall Alfred*: "Principles of Economics", Vol.1., New York, MacMillan & Co., 1890.
14. *Modigliani, Franco and Miller, H. Merton*: "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, June 1958.

15. *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.
16. *Shiely, John*: "Is value management the answer?", Chief Executive, December 96, Issue 119, str. 54-58.

## ECONOMIC VALUE ADDED MEASUREMENT AND MANAGEMENT IN COMPANIES

### Summary

Changes in corporate governance bring value creation for shareholders to focus of modern companies. This process expanded from USA to Europe and it is certain that it will have influence on Croatian companies. Economic value added and market value added concept evolved on critics of accounting measures of company performances. To get economic value added that represent real increase of value for owners, numerous adjustments of accounting data are necessary. These adjustments give us net operating profit after taxes and invested capital. Multiplying capital with average cost of capital equals cost of capital expressed in money units. If net operating profit after taxes is greater than cost of capital, economic value is created for the owners. Calculations of economic value added were made for Croatian company that can be considered successful according to accounting performance criteria. According to economic value added criterion this company destroys value for its owners. Economic value added measurement is only first step in changing corporate governance for value creation. Now the companies need value added management that is condition for value creation for owners, customers and employees.