

Vladimir Zakić\*

## DODATA EKONOMSKA VREDNOST KAO MERILO GENERISANJA VREDNOSTI ZA AKCIONARE

***Sažetak:** Veliki broj savremenih korporativnih preduzeća u svetu postavlja generisanje vrednosti za akcionare kao najvažniji cilj poslovanja, koji je determinisan rastom cena akcija i isplatom dividendi. Merenje generisane vrednosti, međutim, ne može biti zasnovano isključivo na ovom kriterijumu, koji kratkoročno često ne reflektuje stvarne performanse preduzeća. Takođe, tradicionalno finansijsko računovodstvo je pokazalo brojne slabosti kao kriterijum generisanja vrednosti. Praksa finansijskog izveštavanja savremenih korporativnih preduzeća poznaje veći broj vrednosnih merila performansi, među kojima se posebno izdvaja dodata ekonomska vrednost (Economic Value Added – EVA). EVA predstavlja procenu realne ekonomske dobiti preduzeća i zasniva se na korekcijama u računovodstvenim izveštajima, uključujući oduzimanje oportunitetnih troškova sopstvenog kapitala.*

***Cljučne reči:** generisanje vrednosti za akcionare, dodata ekonomska vrednost – EVA*

## ECONOMIC VALUE ADDED AS SHAREHOLDER VALUE CREATION CRITERIA

***Abstract:** Significant number of corporations world-wide set shareholder value as paramount goal, which is determined by stock price appreciation and paid dividends. However, measuring of shareholder value creation could not be based solely on such criteria, which is potentially bias in short term. Also, traditional financial accounting has shown many flaws as shareholder value criteria. Modern corporate financial reporting practice recognize many value performance metrics, among which is especially recognized EVA – Economic Value Added. EVA is an estimate of true economic profit after making corrective accounting adjustments, including deducting the opportunity cost of equity.*

***Key words:** shareholder value creation, economic value added – EVA*

### UVOD

Savremena korporativna preduzeća predstavljaju dominantni i najznačajniji oblik poslovnih organizacija u pogledu vrednosti sredstava, visine materijalnih i finansijskih ulaganja, te obima i širine poslovnih aktivnosti. U cilju privlačenja velikog broja investitora, ona

---

\* Dr Vladimir Zakić, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

uobičajeno posluju u pravnoj formi otvorenih akcionarskih preduzeća ili javnih korporacija, čijim se akcijama svakodnevno trguje na sekundarnim tržištima hartija od vrednosti.

Korporativno preduzeće je pravni subjekt koji egzistira odvojeno od svojih vlasnika, odnosno ima odvojenu pravnu ličnost. U slučaju da neki vlasnik proda svoje akcije ili udeo u njima, to ne utiče na kontinuitet preduzeća, već samo na strukturu vlasništva. Ovo je razlog svrstavanja korporativnih preduzeća u društva kapitala, odnosno u grupu preduzeća koja zavise od kapitala, a ne od personalnih svojstava vlasnika. Sa pravnog aspekta, akcionarska preduzeća su pravna lica koja imaju niz prava i obaveza kao stvarna, fizička lica.

Kao posledica široke disperzije vlasništva, koja podrazumeva prisustvo velikog broja akcionara, u velikim korporativnim preduzećima je izvršeno razdvajanje funkcija vlasništva i upravljanja. I pored toga što akcionari nemaju pravo neposrednog raspolaganja uložnim sredstvima, kao ni pravo njihovog povlačenja iz poslovanja, sem u slučaju likvidacije preduzeća, oni su formalno-pravno vlasnici preduzeća. U modernim korporativnim preduzećima, međutim, većina akcionara bi se suštinski mogla nazvati investitorima (u nekim slučajevima čak i kockarima), koji ulažu novac isključivo radi ostvarenja dobiti, ali ne i zbog ostvarivanja drugih vlasničkih prava, poput upravljanja. Velika većina malih akcionara ne koristi svoje pravo glasa na skupštini akcionara.

Akcionari preko svoje skupštine, u zavisnosti od zakonskih i statutarnih odredbi, najčešće imaju prava da biraju upravni odbor ili odbor direktora i daju saglasnost za važne odluke kao što su: spajanja i preuzimanja, izbor nezavisnih revizora, dugoročno zaduživanje itd. Najveći stepen „vlasti” u akcionarskim preduzećima često poseduju menadžeri koji, u manjoj ili većoj meri, upravljaju u skladu sa interesima akcionara, što zavisi od mogućnosti i stepena kontrole rada menadžera.

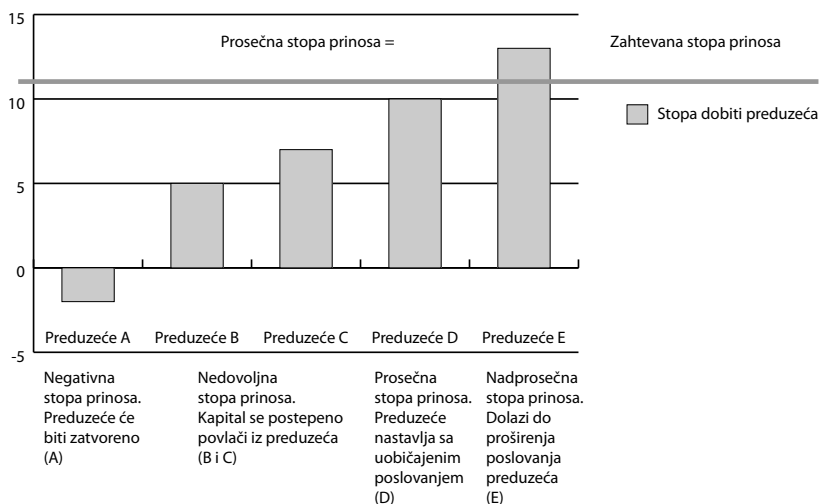
Mnogo značajniji i izraženiji sukobi interesa javljaju se između akcionara i menadžera u uslovima široke disperzije vlasništva. Menadžeri ili direktori akcionarskih preduzeća se postavljaju od strane upravnih odbora sa ciljem da služe kao agenti vlasnika. Upravni i nadzorni odbor bi trebalo da vrši kontrolu menadžera, ali je to u praksi često teško izvodljivo, usled asimetrične informisanosti. Nedovoljne informacije o poslovanju preduzeća koje poseduju akcionari i upravni odbori utiču na mogućnosti kontrole rada menadžera. Ukoliko se, na primer, menadžeri odluče na kupovinu drugih preduzeća, akcionari najčešće ne mogu da budu sigurni da li je to dobra dugoročna investicija, ili želja menadžera da stvaraju svoje poslovne imperije.<sup>2</sup>

Menadžeri mogu biti manje skloni riziku u odnosu na akcionare. Njihova sudbina nekad više zavisi od uspešnosti poslovanja preduzeća, u odnosu na akcionare koji ulaganjem u druga preduzeća smanjuju ukupni rizik. Iz tih razloga, menadžeri često preferiraju manji rizik poslovanja preduzeća, sa ciljem minimiziranja sopstvenog rizika.

<sup>2</sup> Videti više: Zakić (2005: 15–18).

Kao posledica agencijskih odnosa menadžera i vlasnika nastaju agencijski troškovi. Oni se definišu kao suma svih troškova koja nastaje kao posledica donošenja odluka menadžera u ime vlasnika. Agencijski troškovi uključuju troškove nadgledanja i kontrole, kao i smanjenje „bogatstva” vlasnika, ukoliko menadžeri ne donose odluke koje bi bile u njihovom najboljem interesu.

Ocena uspešnosti rada menadžerskog tima savremenog korporativnog preduzeća se u najvećoj meri zasniva na generisanju vrednosti za akcionare, koja podrazumeva dugoročan rast tržišne vrednosti preduzeća kroz rast cena njegovih akcija. Tradicionalni računovodstveni pokazatelji, poput neto dobiti ili dobiti po akciji, nisu u dovoljnoj meri pouzdan pokazatelj ocene generisanja vrednosti, pre svega iz dva razloga: 1) primena različitih mogućnosti bilansiranja pozicija i obračuna troškova, kako u legalnim okvirima tako i u radnjama koje su suprotne zakonskim propisima i standardima računovodstva (računovodstvena i revizorska praksa u svetu u proteklom periodu uzdrmana je skandalima); 2) prilikom izračunavanja neto dobiti, ne uzimaju se u obzir troškovi sopstvenog kapitala iz razloga da oni, računovodstveno posmatrano, ne izazivaju odliv sredstava. Uspešnost poslovanja i generisanje vrednosti, međutim, podrazumeva ostvarenu stopu prinosa na ukupna investirana sredstva (sopstvena i pozajmljena) koja premašuje prosečnu cenu kapitala. Drugim rečima, preduzeća generišu vrednost za akcionare kada investiraju u projekte, proizvode, istraživanje, razvoj i druge oblasti za koje se očekuje da će ostvariti pozitivne neto diskontovane novčane tokove, odnosno čija će stopa prinosa biti viša od troškova kapitala (Slika 1).



**Slika 1.** Grafički prikaz merenja uspešnosti preduzeća poredjenjem sa prosečnom stopom prinosa<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Njegić (2006: 91).

## 1. KONCEPT GENERISANJA VREDNOSTI ZA AKCIONARE

Tradicionalno posmatrano, glavni kriterijum uspešnosti poslovanja nekog preduzeća za akcionare je predstavljao *rast cena akcija i isplate dividendi*. Merenje generisane vrednosti, međutim, ne može biti zasnovano isključivo na ovom kriterijumu, koji kratkoročno često ne reflektuje stvarne performanse preduzeća. Tržišna cena akcija se uobičajeno formira na osnovu tržišnih očekivanja o budućim performansama preduzeća, odnosno na proceni budućih diskontovanih neto novčanih tokova. Investicije, za koje se očekuje da će ostvarivati pozitivne novčane tokove, utiču na povećanje tržišnih očekivanja i dovode do rasta cena akcija. Posmatrano kratkoročno, razlika između stvarnih performansi i tržišnih očekivanja, kao i promene u tim očekivanjima, imaju ključni uticaj na tržišnu cenu akcija. U tom smislu, preduzeća koja duži period uspešno ispunjavaju tržišna očekivanja sve teže ostvaruju značajan rast cena akcija. Drugim rečima, svako poboljšanje performansi preduzeća stvara sve viša tržišna očekivanja. Uspešna preduzeća, čiji je očekivani budući rast već „uračunat” u tržišnu cenu akcija, mogu putem isplata dividendi da povećaju ukupan prinos akcionara. Ukoliko ne postoje mogućnosti za donošenje optimalnih investicionih odluka, posmatrano sa aspekta koncepta generisanja vrednosti za vlasnike, preduzeća treba da isplate deo slobodnih novčanih sredstava akcionarima, putem dividendi ili alternativnih načina distribucije.

„Revolucija akcionarstva” nastala je kao posledica značajnih promena koje su nastale tokom poslednje dve decenije 20. veka, među kojima se mogu izdvojiti:

1. globalizacija i deregulacija tržišta kapitala;
2. razvoj informacionih tehnologija;
3. razvoj i veća likvidnost tržišta hartija od vrednosti;
4. ekspanzija institucionalnih i individualnih investitora.

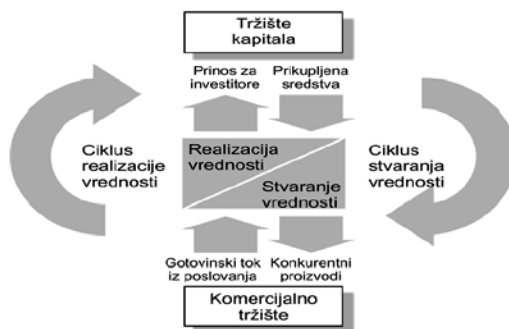
Promene koje su zahvatile SAD tokom osamdesetih godina 20. veka, proširile su se na Evropu i Aziju početkom devedesetih, uz slične početne otpore menadžera prema performansama koje zahtevaju tržišta kapitala. Do osamdesetih godina prošlog veka, većina razvijenih evropskih zemalja je nametala različite barijere u cilju zaštite svojih privreda od američke i japanske konkurencije. Značajno drugačije uslove poslovanja stvorile su evropske integracije i trendovi globalne liberalizacije trgovine. Ukidanje većine barijera iz oblasti prometa kapitala, razvoj tržišta kapitala i informacionih tehnologija, kao i rast značaja institucionalnih investitora, doveli su do stvaranja izuzetne konkurencije među preduzećima za ograničenim izvorima finansiranja. Razlike evropskog modela generisanja vrednosti za vlasnike, u odnosu na angloamerički model, proizilaze, pre svega, iz različite strukture akcionara. Za razliku od SAD, gde veliki deo stanovništva ulaže u akcije i druge hartije od vrednosti, Nemačku i Francusku karakteriše prisustvo dominantnih krupnih akcionara, koji su blisko povezani sa menadžerima. Kod evropskog modela, generisanje vrednosti za akcionare je samo jedan od normativnih

ciljeva preduzeća, uz ciljeve kao što su: očuvanje životne sredine, zadovoljavanje interesa zaposlenih, društvene zajednice itd. Tako, na primer, prema holandskom zakonu, upravni odbori imaju eksplicitnu zakonsku obavezu da obezbede kontinuitet poslovanja preduzeća, a ne da isključivo reprezentuju akcionare u cilju generisanja vrednosti. Uslovi globalizacije poslovanja, kao što su npr. merdžeri i stvaranje velikih multinacionalnih korporacija, utiču na kompromisno približavanje angloameričkih i evropskih shvatanja. Dugoročno generisanje vrednosti za vlasnike nije moguće ostvariti bez kvalitetnih proizvoda i usluga, ekološke odgovornosti, razvoja ljudskih resursa itd.

## 2. EVA KONCEPT I PROCES GENERISANJA VREDNOSTI ZA AKCIONARE

Kao posledica izmenjenih uslova poslovanja došlo je do širokog prihvatanja koncepta *menadžmenta orijentisanog na generisanje vrednosti* (Value Based Management – VBM). Koncept je nastao u SAD i vrlo brzo je stekao popularnost i u Velikoj Britaniji, kao drugoj akcionarski orijentisanoj ekonomiji sveta. Tokom devedesetih prenet je i u kontinentalnu Evropu i Japan.

Prema konceptu VBM, menadžment preduzeća okrenut je stvaranju i realizovanju vrednosti preduzeća. Vrednost se stvara na komercijalnom, a realizuje (potvrđuje) na finansijskom tržištu. Upravljanje stvaranjem i realizovanjem vrednosti prikazano je Slikom 2. Ilustracija pokazuje da se preduzeće pojavljuje na tržištu kapitala, najpre kao tražilac sredstava koja će uložiti u inpute, koje će opet transformisati u autpute i iste ponuditi na komercijalnom tržištu. Vrednost se stvara na komercijalnom tržištu, a realizuje na finansijskom. Ostvarena konkurentna prednost na komercijalnom tržištu, potvrđuje se na finansijskom. Realizacijom vrednosti uvećava se bogatstvo vlasnika preduzeća (Slika 2).



**Slika 2.** Upravljanje stvaranjem i realizovanjem vrednosti<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Kaličanin (2005: 176–177).

Tržišna merila performansi, poput ukupnog prinosa akcionara (zbir rasta cena akcija i isplaćenih dividendi), predstavljaju direktno merilo generisanja vrednosti za akcionare. Kao što je već napomenuto, merenje performansi ne može da se zasniva isključivo na jednostavnom podatku o promeni cena akcija. Kao jedan od izuzetno značajnih pokazatelja uspešnosti preduzeća u procesu generisanja vrednosti za akcionare, u praksi razvijenih zemalja se posebno ističe koncept *ekonomske dobiti ili dodate ekonomske vrednosti* (Economic Value Added – EVA).<sup>5</sup>

Osnove koncepta ekonomske dobiti su dugo prisutne u ekonomskoj teoriji. Ekonomista Alfred Marshall (Maršal) je krajem 19. veka razvio koncept rezidualne dobiti, kao razlike neto dobiti i troškova sopstvenog kapitala. U prvim decenijama 20. veka, pojedina velika američka preduzeća, poput „General Motors”, primenjivala su koncept rezidualne dobiti kao merilo performansi. Globalne ekonomske promene, nastale tokom osamdesetih, značajno su uticale na dalji razvoj ovog koncepta. Takođe, finansijska teorija je razvila pouzdane modele procene troškova kapitala, koji predstavljaju jednu od kritičnih tački uspeha merenja ekonomske dobiti. Potreba usaglašavanja interesa akcionara i menadžera, u bitno izmenjenim uslovima poslovanja, dovela je do adaptacije rezidualne dobiti i razvoja savremenih merila performansi, poput koncepta dodate ekonomske vrednosti.

Najvažnija karakteristika EVA koncepta jeste da uzima u obzir oportunitetne troškove sopstvenog kapitala, koji se računovodstveno ne obuhvataju iz razloga da eksplicitno ne izazivaju odliv novca. Ekonomska dobit uzima u obzir oportunitetne troškove sopstvenog kapitala, koji se računovodstveno ne obuhvataju iz razloga da ne izazivaju odliv novca.

Izračunava se kao ***razlika neto poslovne dobiti nakon oporezivanja i ukupnih troškova kapitala, koji obuhvataju troškove sopstvenog i pozajmljenog kapitala:***

$$EVA = \text{poslovna dobit nakon oporezivanja} - \text{investirani kapital} \times \text{troškovi kapitala}$$

Globalne ekonomske promene, nastale tokom osamdesetih godina prošlog veka, značajno su uticale na dalji razvoj ovog koncepta. Takođe, finansijska teorija je razvila pouzdane modele procena troškova kapitala, koji predstavljaju kritičnu tačku uspešnosti merenja ekonomske dobiti. Potreba usaglašavanja interesa akcionara i menadžera u bitno izmenjenim uslovima poslovanja, dovele su do adaptacije rezidualne dobiti i razvoja savremenih merila performansi, poput EVA koncepta.

<sup>5</sup> EVA je zaštićen znak, formiran od strane konsultantske kompanije „Stern Stewart” tokom devedesetih godina 20. veka. Oznaka EVA je opšte prihvaćena u poslovnoj praksi. Sa druge strane, neki od najpoznatijih autora u oblasti generisanja vrednosti isključivo koriste termin ekonomska dobit (*economic profit*) („McKinsey & Company Inc”, Copeland, Koller, Murrin, 2000). U ovom radu termini EVA i ekonomska dobit biće posmatrani kao sinonimi.

Finansijska analiza generisanja vrednosti u EVA konceptu podrazumeva analizu mogućnosti povećanja ekonomske dobiti putem: 1) povećanja stope prinosa na investirani kapital (količnik neto dobiti i investiranog kapitala); 2) profitabilnog rasta – ostvaruje se investicijama koji imaju višu očekivanu stopu prinosa od troškova kapitala; 3) divestiranja investicija – podrazumeva prodaju ili „napuštanje” neprofitabilnih investicija, delova preduzeća itd., čime se smanjuje investirani kapital i povećava razlika između ukupne stope prinosa i sopstvenog kapitala; 4) smanjenja troškova kapitala – podrazumeva izbor strukture kapitala koja će minimizirati ukupne troškove kapitala; 5) produženja perioda očekivanih pozitivnih novčanih tokova investicija.

Finansijsko-računovodstveno izveštavanje je regulisano okvirima zakonskih propisa i računovodstvene prakse, kao što su pravila Međunarodnih računovodstvenih standarda, američkih Opšteprihvaćenih računovodstvenih principa (General Accepted Accounting Principles – GAAP) itd., koja proizilaze iz tradicionalnih računovodstvenih načela kao što su: opreznost, realizacija, imparitet itd. Vrednovanje generisanja vrednosti za akcionare putem ekonomske dobiti, podrazumeva određene modifikacije računovodstvenih pravila. U praksi je primenjivano preko *150 mogućih modifikacija*, ali one treba da se zasnivaju na *cost-benefit* analizi, odnosno na tome da li modifikacije: 1) imaju značajan uticaj na merenje ekonomske dobiti; 2) suštinski poboljšavaju objektivnost evidentiranja pojedinih poslovnih promena u preduzeću, sa aspekta generisanje vrednosti; 3) imaju značajan uticaj na ponašanje menadžera, odnosno donošenje investicionih odluka u funkciji generisanja vrednosti. Kompleksnost računovodstvenih modifikacija može biti jedna od ključnih slabosti EVA koncepta. Iz tog razloga preporučuje se korišćenje *maksimalno pet do petnaest ključnih modifikacija*. Kao primeri najznačajnijih modifikacija mogu se navesti:

- modifikacije rezervisanja za rizike i troškove koji predstavljaju procenjene buduće obaveze – značaj ove modifikacije može biti veliki, ukoliko se uzme u obzir činjenica da su manipulacije sa rezervisanjima jedne od najčešće prisutnih u praksi, zajedno sa priznavanjem prihoda;
- primena progresivnog metoda u obračunu amortizacije (čije korišćenje uobičajeno nije dozvoljeno u računovodstvenom obračunu troškova);
- modifikacije u obračunu zaliha, poput eliminisanje uticaja primene LIFO (last in, first out) metoda obračuna trošenja zaliha; primena LIFO metoda, pre svega u uslovima inflacije, može dovesti do toga da zalihe budu obračunate po nižim istorijskim vrednostima, što potcenjuje vrednost investiranog kapitala; u slučaju trošenja „starih” zaliha, dolazi do nerealnog povećanja i neto dobiti i ekonomske dobiti, iz razloga da se prihodima, koji su obračunati po višim tržišnim vrednostima, suprotstavljaju rashodi obračunati po istorijskim vrednostima (nabavnoj vrednosti ili ceni koštanja).

Investirani kapital, u EVA konceptu se uobičajeno izračunava kao razlika ukupne pasive i tekućih obaveza, pojedinih vremenskih razgraničenja i primljenih avansnih plaćanja. Alternativno, investirani kapital se može izračunati na osnovu tržišne vrednosti preduzeća, a ne na osnovu knjigovodstvene vrednosti.

Veliki broj savremenih korporativnih preduzeća koristi EVA koncept za donošenje odluka o investiranju i merenje performansi. Većina preduzeća sa liste „Fortune 500” objavljuje finansijske izveštaje dopunjene podacima o ekonomskoj dobiti. I pored određenih kritika, koje ukazuju da EVA ne predstavlja potpuno siguran pokazatelj generisanja vrednosti, neosporna je činjenica da se njenom primenom značajno unapređuje kvalitet finansijskog izveštavanja, strategija razvoja preduzeća i sistem kompenzacija menadžera i drugih zaposlenih u preduzeću.

## UMESTO ZAKLJUČKA

Primena koncepta generisanja vrednosti, za akcionare u Srbiji može dovesti do značajnog unapređenja i razvoja tržišta hartija od vrednosti, koje, uz privatizaciju, predstavlja ključan faktor uspešnosti i brzine okončanja procesa tranzicije. Kao početne mere, neophodno je obezbediti bolju informisanost akcionara i drugih ključnih stejkholdera u vezi sa poslovanjem preduzeća, odnosno transparentnost informacija. U skladu sa tim, pored tradicionalnih finansijskih izveštaja, uspešna akcionarska preduzeća bi trebala, u doglednoj budućnosti, da počnu objavljivati i dopunske izveštaje koji se baziraju na savremenim modelima merenja performansi, poput EVA koncepta. Stvaranjem poverenja i privlačenjem novih investitora, preduzeća mogu, bez zaduživanja, prikupiti dodatni kapital koji im je neophodan dalji rast. U Srbiji se kao preduslov postavlja i efikasna primena zakona koji regulišu tržište kapitala i prava manjinskih akcionara. U uslovima ograničenih novčanih sredstava koja su potrebna za investicije, većina akcionarskih preduzeća u Srbiji ne plaća dividende ili ih plaća u skromnim iznosima. Isplata stabilnih dividendi u dužem vremenskom periodu, uz postepeno, dugoročno održivo, povećanje nivoa isplata, u našim uslovima bi mogla predstavljati signal o uspešnom poslovanju preduzeća, čime bi se privukli novi akcionari i dodatni kapital, odnosno stvorili uslovi za rast preduzeća i generisanje vrednosti za akcionare.

## LITERATURA

- [1] Desai, M., Ferri, F., (2006) *Understanding Economic Value Added*, “Harvard Business School Note”, No. 9–206–016, Boston, Harvard Business School
- [2] Johnson, R., (2001) *Shareholder Value: A Business Experience*, Boston, Butterworth-Heinemann Publications



- [3] Kaličanin, Đ., (2005) *Menadžment zasnovan na stvaranju vrednosti: teorijska osnova, akcionarski zahtev i koncept*, "Ekonomski anali", br. 165, str. 165–184, Beograd, Ekonomski fakultet
- [4] Koller, T., (1994) *What is value-based management?*, The McKinsey Quarterly, No. 3.
- [5] Laurence, B., (1998) *What Drives Shareholder Value?*, Presented at the Federated Press "Creating Shareholder Value" conference, October 28, 1998, Toronto, Rotman School of Management, University of Toronto
- [6] Mäkeläinen, E., (1998) *Economic Value Added as a Management Tool*, Helsinki School of Economics and Business Administration, Department of Accounting and Finance, <http://www.evanomics.com/evastudy.shtml>.
- [7] McIntyre, E., (1999) *Accounting Choices and EVA*, "Business Horizons", January-February 1999, pp. 66–71, Bloomington, Indiana University, Kelley School of Business.
- [8] "McKinsey & Company Inc", Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc.
- [9] Njegić, J., (2006) *Economic Value Added metod u proceni vrednosti preduzeća*, "Škola biznisa", broj 2, str. 90–102, Novi Sad, Viša poslovna škola.
- [10] Zakić, V., (2005) *Raspodela dobiti i politika dividendi (monografija)*, Novi Sad, Viša poslovna škola.