

Mr Milan Čupić*

OCENA ZNAČAJA ČETIRI VARIJANTE REZIDUALNOG DOBITKA ZA OSTVARENJE CILJA MAKSIMIZIRANJA VREDNOSTI ZA AKCIONARE

Rezime: U savremenoj finansijskoj teoriji se pojmom rezidualni dobitak označava grupa merila, shvaćenih kao razlika između prinosa na uloženi kapital i troška tog kapitala. Cilj ovog rada je da se analiziraju osobenosti nekoliko varijanti rezidualnog dobitka i razmotri njihov značaj za ostvarenje cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare. Predmet analize su ekonomski dobitak (EP), ekonomska dodata vrednost (EVA), dodata vrednost za akcionare (SVA) i dodata novčana vrednost (CVA).

Ključne reči: ekonomski dobitak, ekonomska dodata vrednost, dodata vrednost za akcionare, dodata novčana vrednost.

ASSESSING IMPORTANCE OF FOUR RESIDUAL INCOME VARIANTS FOR ACHIEVING THE GOAL TO MAXIMIZE SHAREHOLDER VALUE

Abstract: In the modern financial theory, the notion of residual income indicates the group of measures, understood as the difference between return on invested capital and capital charge. The aim of this paper is to analyze characteristics of several variants of residual income and investigate their importance for achieving the goal of maximizing shareholder value. Subject to analysis are economic profit (EP), economic value added (EVA), shareholder value added (SVA) and cash value added (CVA).

Key words: economic profit, economic value added, shareholder value added, cash value added

JEL Classification: M41, G30

* Ekonomski fakultet u Kragujevcu

Uvodna razmatranja

Alfred Maršal (Alfred Marshal), poznati britanski ekonomista, je 1890. godine na sledeći način definisao dobitak za vlasnika: „Ono što ostane od njegovog dobitka, nakon pokrića kamate na kapital koji je uložio, može se nazvati dobitkom od preduzetništva ili upravljanja (prema Grant, 2003, p. 3).“ Ovako definisan dobitak, danas poznat kao rezidualni, se suštinski razlikuje od svih verzija računovodstvenog dobitka i predstavlja izraz ideje klasičnih ekonomista da kompanija ne može biti stvarno profitabilna sve dok njeni prihodi ne pokriju uobičajene troškove proizvodnje i poslovanja i ne obezbede normalni povraćaj na kapital koji su uložili vlasnici. Suštinsku razliku čini druga stavka koju prihodi treba da pokriju, danas poznata kao oportunitetni trošak sopstvenog kapitala ili cena akcijskog kapitala. Računovodstvena metodologija u obzir uzima samo cenu pozajmljenog kapitala, neopravdano precenjujući rezultat preduzeća.

Iako je doprinos koji je Maršal dao razvoju rezidualnog dobitka nesumnjiv, opšte je prihvaćeno da se ovim pitanjem prvi detaljnije bavio Gabriel Prajnrh (Gabriel Preinreich). On je u svojim radovima iz 1936. i 1938. ukazao na mogućnost utvrđivanja rezidualnog dobitka kroz poređenje kapitalne (sadašnja vrednost očekivanih novčanih tokova) i računovodstvene vrednosti mašine, kao i na njegovu korisnost za analizu odnosa između računovodstvenih podataka i pokazatelja sa finansijskog tržišta. Kasnije su do sličnih zaključaka došli mnogi drugi teoretičari, među njima i Dejvid Solomons (David Solomons), koji je 1965. godine istakao da korišćenje merila zasnovanih na ovom konceptu omogućava optimalnu selekciju projekata, te da je neophodno praviti razliku između merenja ostvarenja menadžera i merenja ostvarenja (vrednosti) divizija za koje su oni zaduženi (više u Bromwich and Walker, 1998).

Ako je verovati tvrdnjama Alfreda Slouna (Alfreda Sloana), praksa je prethodila u razvoju ovog koncepta budući da su u kompaniji Dženeral Motors neke varijante rezidualnog dobitka korišćene još od 1920-ih godina. U kompaniji Dženeral Elektik su ovaj koncept koristili od 1955. godine, a Solomons je upravo ovoj kompaniji pripisao zasluge za osmišljavanje termina rezidualni dobitak (više u Bromwich and Walker, 1998). Rezidualnom dobitku, u teoriji i praksi, nije pridavana značajnija pažnja do 1982. godine, kada je tim koji su vodili Džozel Stern (Joel Stern) i Benet Stjuart (Bennett Stewart) razvio merilo ekonomske dodate vrednosti. Ovo merilo je naišlo na dobar prijem u finansijskoj teoriji i praksi zbog svog inovativnog pogleda na merenje stvarne rentabilnosti (vrednosti) kompanije. Kasnije je razvijeno nekoliko varijanti rezidualnog dobitka zasnovanih na analizi novčanih tokova, a najpoznatija su dodata vrednost za akcionare i dodata novčana vrednost.

1. Ekonomski dobitak

Ekonomski dobitak, skraćeno EP (Economic profit) je osnovna verzija rezidualnog dobitka, čiju upotrebu promovirše konsultantska kompanija McKinzi (McKinsey&Co.). Definiše se kao poslovni prihod koji na kraju svakog perioda preostane nakon pokrivanja svih poslovnih rashoda i troškova angažovanog kapitala. Uloženi kapital se najčešće utvrđuje kao zbir neto obrtnih sredstava i ukupne fiksne imovine. Pod neto obrtnim sredstvima se podrazumeva razlika između tekuće imovine i poslovnih obaveza. Uloženom kapitalu na pasivnoj strani bilansa odgovara zbir sopstvenog kapitala i dugova (obaveza na koje se plaća kamata). EP se može izračunati primenom sledeće dve formule:

$$EP = NOPAT - (\text{Uloženi kapital} \times WACC) \quad (1)$$

$$EP = (\text{ROIC} - WACC) \times \text{Uloženi kapital} \quad (2)$$

gde su NOPAT – neto poslovni dobitak posle poreza, WACC – ponderisana prosečna cena kapitala i ROIC – stopa prinosa na uloženi kapital. EP uvek izražava uspešnost kompanije ili neke manje poslovne jedinice u apsolutnom novčanom izrazu prinosa ostvarenog u određenom vremenskom periodu. Budući da stvorenu vrednost meri u apsolutnom novčanom izrazu, EP uvažava razlike u veličini uloženog kapitala i omogućava obračun vrednosti stvorene po jedinici proizvoda ili kapaciteta (npr. po metru kvadratnom prodajnog prostora).

Kompanije koje se u svom poslovanju oslanjaju na korišćenje EP šalju jasnu poruku menadžerima na svim nivoima da moraju posebnu pažnju obratiti na troškove koji nastaju u vezi sa kapitalom uloženim u poslovne jedinice, projekte, proizvodne linije i čitavu kompaniju. Na taj način one mogu ostvariti značajne uštede u kapitalu, putem smanjenja ulaganja u neprofitabilne upotrebe (npr. zalihe) ili povlačenja sredstava iz viškova kapaciteta. Neophodan uslov koji mora biti ispunjen kako bi EP mogao da ispuni ovu svoju motivišuću funkciju jeste puna nezavisnost menadžera u pogledu upotrebe kapitala koji im je dat na raspolaganje, jer oni neće videti smisao u efikasnoj upotrebi kapitala koji nije pod njihovom kontrolom.

Vrednost kompanije je moguće utvrditi kao zbir ukupno uloženog kapitala i sadašnje vrednosti projektovanih godišnjih EP.

$$\text{Vrednost kompanije} = \text{Uloženi kapital} + \text{Sadašnja vrednost projektovanih EP} \quad (3)$$

Ukoliko bi kompanija iz perioda u period ostvarivala stopu prinosa jednaku ceni angažovanog kapitala, tada bi vrednost kompanije, budući da nikakva vrednost nije kreirana, bila jednaka vrednosti uloženog kapitala. Svako povećanje ili smanjenje vrednosti kompanije u odnosu na vrednost uloženog kapitala, u skladu sa ovim pristupom, ukazuje na to da je kompanija kreirala ili uništila vrednost za akcionare.

Problemi sa EP nastaju uglavnom zato što se ovo merilo oslanja na računovodstvene podatke o ostvarenom prinosu (dobitku) i uloženom kapitalu. Knjigovodstvena vrednost uloženog kapitala, iskazana u bilansu stanja, podložna je računovodstvenim manipulacijama i ne mora aproksimirati tekućoj, tržišnoj vrednosti. Vrednost imovine u koju je kapital uloženi, u bilansu se iskazuje u visini istorijskog troška, umanjena za troškove amortizacije i druge troškove i otpise. Ovako utvrđena vrednost, čak i kada bi se zanemario uticaj inflacije, veoma odstupa, i najčešće je mnogo manja, od stvarne tržišne vrednosti te imovine. Time knjigovodstveni obračun potcenjuje vrednost uloženog kapitala, odnosno precenjuje EP. Vrednost uloženog kapitala je dodatno potcunjena zato što računovodstvene konvencije često zahtevaju da ulaganja u nematerijalnu imovinu budu otpisana u periodu u kojem su nastala, na teret tekućih rashoda. Imajući u vidu navedene probleme Arnold (2005, pp. 832-835) je preporučio sledeća rešenja:

- kada EP treba da omogući procenu vrednosti stvorene za akcionare u proteklom obračunskom periodu, tada je relevantna knjigovodstvena vrednost uloženog kapitala (osim ukoliko kapital nije uloženi veoma davno);
- ukoliko EP treba da omogući ocenu tekućeg poslovanja, onda je poželjno osloniti se na sumu vrednosti prodaje ili vrednosti zamene pojedinačnih imovinskih delova;
- kada EP treba da posluži kao osnova za donošenje odluka o korišćenju postojeće imovine, tada je najbolje osloniti se na sumu vrednosti prodaje pojedinačnih imovinskih delova, budući da je realna alternativa korišćenju imovine, njena prodaja;
- ako je potrebno razmotriti isplativost odluke o pribavljanju nove imovine za realizaciju nekog projekta ili strategije, onda je relevantna njihova nabavna vrednost.

Još jedan problem sa EP, tiče se ograničenja svojstvenog svim periodičnim merilima vrednosti. Menadžeri, čiji bonusi i nagrade zavise od visine ostvarenog EP u toku jednog perioda, mogu biti motivisani da donose odluke koje maksimiziraju EP u ranijim godinama, uprkos tome što ugrožavaju dugoročnu sposobnost stvaranja vrednosti za akcionare, mereno veličinom diskontovanog neto novčanog toka. Za strateški važne investicione projekte, koji treba da obezbede dugoročni razvoj kompanije, kao i visoko tehnološke projekte je, naprotiv, karakteristično da u ranijim godinama donose jako male ili negativne prinose, te da tek u kasnijim godinama počinju da značajnije doprinose stvaranju vrednosti za akcionare. Zato EP ima smisla koristiti samo za analizu prošlih i tekućih ostvarenja kompanije, poslovnih jedinica i menadžera, kao i za internu kontrolu stepena ostvarenja planova i strategija.

2. Ekonomska dodata vrednost

Ekonomska dodata vrednost, skraćeno EVA (Economic value added) se, u pogledu definicije i osnovne formule za izračunavanje, ne razlikuje od EP. Konsultantska kompanija Stern Stjuart (Stern Stewart & Co.), koja se specijalizovala za unapređenje poslovne efikasnosti, je koncept ekonomskog dobitka preimenovala i uspela da ga 1982. godine registruje pod imenom EVA kao sopstveno trgovačko ime. Ono što EVA-u čini posebnom je upotreba korigovanih računovodstvenih podataka u cilju simulacije novčanih tokova iz poslovne aktivnosti. Benet Stjuart je uočio nekoliko propusta karakterističnih za računovodstveni obračun, koji obračunske veličine značajno udaljavaju od stvarnih novčanih tokova. Pomenuti propusti naročito dolaze do izražaja u sledećim situacijama:

- obračun vrednosti i troškova zaliha,
- obračun amortizacije,
- priznavanje prihoda,
- kapitalisanje i amortizacija ulaganja u istraživanje i razvoj, obuku, marketing, održavanje i sl. (prema Weissenrieder, 1997)

Stjuart je dalje istakao da je u vezi sa ovim propustima potrebno izvršiti i do 164 prilagodavanja računovodstvenih pozicija, te da će njihov broj varirati u zavisnosti od preduzeća i zemlje njegovog sedišta. Ove korekcije i prilagodavanja se odnose na oba računovodstvena podatka – NOPAT i investirani kapital, neophodna za obračun EVA. U tabeli 1 su prikazana najčešća prilagodavanja NOPAT i uloženog kapitala.

Tabela 1. Prilagodavanje NOPAT i uloženog kapitala

Prilagodavanje NOPAT	Prilagodavanje uloženog kapitala
Poslovni dobitak	Neto obrtna imovina
+ obračunata kamata na poslovni zakup	+ nekretnine, postrojenja i oprema
+ povećanje akumulirane amortizacije gudvila	+ nematerijalna imovina
+ precenjena rezervisanja ili tekuće povećanje rezervisanja	+ ostala imovina
+ neotpisana kapitalisana ulaganja u istraživanje i razvoj	+ akumulirana amortizacija gudvila
	+ precenjena rezervisanja ili saldo računa rezervisanja
	+ neotpisana kapitalisana ulaganja u istraživanje i razvoj
Prilagođeni poslovni dobitak	+ ukupni otpis ulaganja u restrukturiranje
– gotovinski porez na poslovni dobitak	+ sadašnja vrednost operativnih lizinga
	– ulaganja u hartije od vrednosti
Prilagođeni NOPAT	Prilagođeni kapital

U obračunu uloženog kapitala se polazi od neto obrtnih sredstava (razlika obrtnih sredstava i tekućih poslovnih obaveza), jer se tako žele eliminisati spontani izvori na koje se ne plaća kamata (npr. dobavljači). Uloženi kapital tako čine samo sopstveni kapital i pozajmljeni izvori za koje se plaća kamata. U daljem tekstu će detaljnije biti objašnjena prilagođavanja navedena u tabeli 1 (o prilagođavanjima pogledati više u Stewart, 1991; Grant, 2003, pp 169 – 189; Kayo, et al. 2005).

- **Poslovni zakup.** Poslovni zakup je oblik duga tako da je za rashode kamate, obračunate množenjem odgovarajuće cene duga posle oporezivanja i sadašnje vrednosti poslovnog zakupa, neophodno uvećati poslovni rezultat, u cilju eliminisanja uticaja odluka o finansiranju. Ova korekcija je neophodna zato što je kamata na zakup sadržana u troškovima zakupa, koji u bilansu uspeha umanjuju poslovni dobitak. Diskontovanu vrednost očekivanih isplata zakupnina, u preostalim godinama zakupa, potrebno je dodati na vrednost kapitala.
- **Gudvil.** Budući da gudvil predstavlja poziciju, koja u sebe uključuje različite elemente nematerijalne imovine (trgovačko ime, reputacija i sl.), sa pretpostavljenim neograničenim vekom trajanja, neophodno je za ukupnu otpisanu vrednost gudvila uvećati vrednost kapitala, a za otpis tekuće godine uvećati poslovni rezultat.
- **Rezervisanja.** Jang (Young) i Obirn (O'Byrne) ukazuju na stav mnogih analitičara da je formiranje pozicije rezervisanja izraz subjektivne procene, te podložno manipulacijama. Oni zato smatraju da rezervisanja treba u potpunosti eliminisati iz obračuna NOPAT i uloženog kapitala, uvećanjem poslovnog dobitka za iznos tekućeg povećanja rezervisanja i uvećanjem uloženog kapitala za celokupni saldo rezervisanja. Frezati (Frezatti), sa druge strane, smatra da je iz obračuna potrebno eliminisati samo onaj deo rezervisanja koji je pogrešno procenjen. To znači da je poslovni dobitak i uloženi kapital potrebno uvećati (smanjiti) samo za iznos razlike između procenjenih (potcenjenih) i tačno procenjenih rezervisanja (Kayo et al., 2005).
- **Ulaganja u istraživanje i razvoj (IR).** U skladu sa računovodstvenim obračunom, ulaganja u IR se najčešće otpisuju na teret rashoda perioda u kojem su nastala. Ekonomski posmatrano, ulaganja u IR donose koristi u dužem vremenskom periodu, te ih treba kapitalisati, a zatim postepeno otpisivati. Isto treba postupiti sa ulaganjima u marketinške aktivnosti.
- **Ulaganja u restrukturiranje.** Budući da ova ulaganja treba da omoguće dugotrajno uspešno poslovanje, poželjno je tretirati ih kao ulaganja u budućnost, a ne kao izdatak koji treba otpisivati u periodu u kojem je nastao. Zato ova ulaganja treba kapitalisati i postepeno otpisivati ili, ukoliko se pretpostave koristi u neograničenom vremenskom periodu, tretirati kao stavku koja se ne otpisuje. Za iznos ovih troškova potrebno je uvećati uloženi kapital, dok korekcija poslovnog dobitka nije potrebna pošto ovi troškovi umanjuju dobitak pre oporezivanja (budući da se radi o ulaganjima

investicionog, a ne poslovnog karaktera). Umesto dobitka potrebno je korigovati gotovinski porez za iznos ušteta koje kompanija ostvaruje zbog umanjnja poreske osnovice.

- **Odloženi poreski rashodi.** Ova pozicija obaveza nastaje usled vremenskog razmaka između objavljivanja dobitka za oporezivanje i objavljivanja računovodstvenog dobitak. Budući da u vezi sa ovim obavezama nije nastao nikakav novčani odliv, za svako povećanje ove pozicije neophodno je uvećati poslovni dobitak (ili smanjiti tekući poreski rashod).
- **Gotovinski porez na poslovni dobitak.** Obračun ove pozicije je prikazan u tabeli 2. Oduzimanjem ove pozicije od poslovnog dobitka za oporezivanje, umesto objavljenog poreza na dobitak, uzimaju se obzir samo novčani izdaci po osnovu poreza u vezi sa poslovanjem.

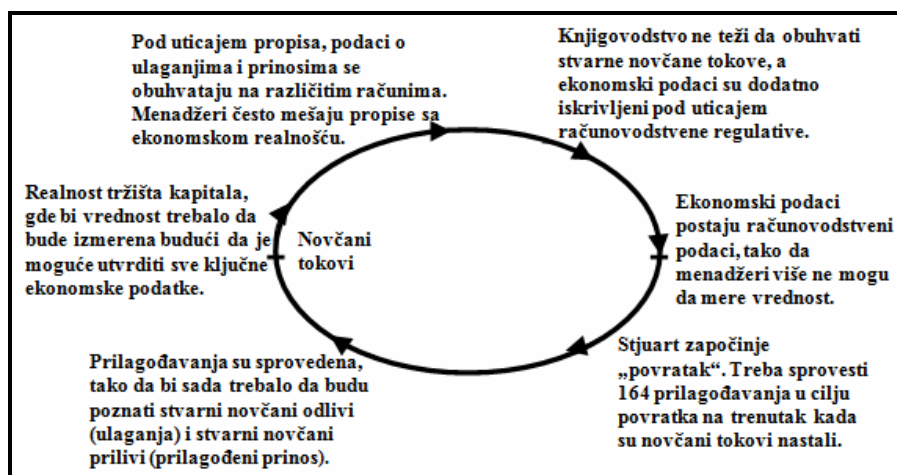
Tabela 2. Obračun gotovinskog poreza

Objavljeni porez na dobitak
- smanjenje odloženih poreskih sredstava
+ smanjenje odloženih poreskih obaveza
- porez na neposlovni prihod
+ poreske uštete po osnovu kamata na pozajmljeni kapital i zakup
+ poreske uštete po osnovu troškova restrukturiranja
Gotovinski porez na poslovni dobitak

- **Ulaganja u hartije od vrednosti.** Budući da ovo nisu ulaganja u poslovnu aktivnost, uloženi kapital treba umanjiti za njihov iznos. Korekcija poslovnog dobitak nije potrebna, jer se prihodi iz ovih aktivnosti oduzimaju nakon obračuna poslovnog dobitka. Potrebna je, međutim, korekcija poreskih obaveza kako je to prikazano u tabeli 2 (porez na neposlovni prihod).

Računovodstvene konvencije, pokazalo se u praksi, potcenjuju poslovni dobitak (zbog pravila u vezi sa rashodovanjem i otpisivanjem gudvila, ulaganja u istraživanje i razvoj i sl.) i uloženi kapital (princip istorijskog troška). One računovodstvene podatke udaljavaju od ekonomske realnosti i čine merila, na osnovu tih podataka utvrđena, značajno iskrivljenim. Prilagođavanja treba stvarne novčane tokove, nastale u toku poslovanja, potom zbog računovodstvenih konvencija „izgubljene“ u procesu izveštavanja, ponovo da „pronađe“ i rekonstruiše. Ovaj proces je prikazan na slici 1.

Slika 1. Preobražaj podataka



Izvor: Weissenrieder, 1997.

Neka istraživanja pokazuju da prosečno preduzeće koje koristi EVA-u sprovede 19, te da najveći broj preduzeća sprovede od 7 – 34 prilagođavanja (prema Fernandez, 2003). Ovi rezultati se uklapaju u preporuke tvoraca EVA-e koji smatraju da preduzeća ne treba da preduzimaju više od 15 ključnih prilagođavanja (Young and O'Byrne, 2001, p. 267). Skeptici, pak, smatraju da veliki broj preduzeća sprovede manje od pet, ili samo jedno prilagođavanje, tako da se EVA, u ovim preduzećima, utvrđuje na osnovu čistih računovodstvenih podataka (Weissenrieder, 1997). Broj poželjnih prilagođavanja koja pojedinačno preduzeće treba da sprovede uostalom ograničavaju uslovi koje je Stjuart definisao kao neophodne da bi neko prilagođavanje bilo sprovedeno. On je istakao da treba sprovesti samo ona prilagođavanja za koja je moguće dati pozitivan odgovor na sledeća četiri pitanja (Weissenrieder, 1997):

- Da li će prilagođavanje imati materijalan uticaj na EVA-u?
- Mogu li menadžeri uticati na ishod prilagođavanja?
- Da li analitičari (operativci) razumeju prilagođavanje koje treba da izvrše?
- Da li je lako doći do informacije neophodne za prilagođavanje?

Sasvim je sigurno da mali broj prilagođavanja može ispuniti ove uslove. Zato je pitanje u kojoj meri je EVA naprednije merilo od EP i može li se smatrati adekvatnim merilom vrednosti.

EVA nesumnjivo ima izvesnih dobrih strana. Ona solidno povezuje strategiju razvoja kompanije i njenog dugoročnog investiranja sa očekivanjima vlasnika i omogućava merenje vrednosti stvorene za akcionare ne samo na nivou preduzeća, već i na nivoima poslovnih jedinica, investicija ili timova. Ona se može

razumeti i kao merilo koje u sebe uključuje pojedinačna merila povezana sa faktorima vrednosti, poput stope poslovnog dobitka, tržišnog učešća, efikasnosti poslovnih jedinica i sl. EVA meri vrednost stvorenu za akcionare u apsolutnom iznosu, a ne u procentu, što je svojstveno i EP. Stern ističe da EVA predstavlja jedinstveno merilo koje usmerava sve upravljačke aktivnosti ka jednom cilju - maksimiziranju vrednosti za akcionare. Ona omogućava uspostavljanje sistema nagrađivanja koji će prožimati celu organizaciju i naterati zaposlene da budu efikasniji (Berk and DeMarzo, 2007, p. 157).

U pogledu nedostataka, EVA se neznatno razlikuje od EP, što proizlazi iz istovetnosti formula za njihovo izračunavanje. EVA, samo u meri u kojoj su za njen obračun upotrebljeni prilagođeni računovodstveni podaci, može predstavljati korak bliže savremenim merilima vrednosti zasnovanim na novčanim tokovima. Ona je zato znatno analitički zahtevnije merilo, za čiju je primenu neophodno izdvojiti više vremena i sredstava. Uz konzistentno sprovedena prilagođavanja (koja mogu biti jednako arbitrarna kao knjigovodstvene procene), ona može biti pouzdano merilo vrednosti, ali može se dovesti u pitanje smisao ovih prilagođavanja, kada je moguće osloniti se na sistem merenja koji se od početka bazira na ekonomskim podacima i iz njega izvedena merila vrednosti (Weissenrieder, 1997).

3. Dodata vrednost za akcionare

Pristup vrednosti za akcionare (*Shareholder value approach*) je, polazeći od modela neto sadašnje vrednosti (suštinski neto sadašnja vrednost je varijanta rezidualnog dobitka) i uz pretpostavku da je uspeh preduzeća određen iznosom vrednosti koju ono stvara za akcionare, 1986. razvio Rapaport (Rappaport 1998, pp. 49-51). U skladu sa ovim pristupom, vrednost za akcionare, skraćeno SV (*Shareholder value*) je moguće utvrditi primenom sledeće formule:

$$SV = \text{Vrednost kompanije} - \text{Vrednost duga} \quad (4)$$

Vrednost kompanije predstavlja sadašnju vrednost očekivanog novčanog toka u planskom periodu uvećanu za rezidualnu vrednost i vrednost utrživih hartija od vrednosti. Kao diskontna stopa se koristi WACC. Tržišna vrednost duga uključuje tržišnu vrednost duga (dugovnih hartija od vrednosti bez obzira na ročnost) i tržišnu vrednost pozicija sličnih dugu (npr. preferencijalne akcije). U praktičnoj primeni se kao vrednost duga, ipak, najčešće koristi njegova knjigovodstvena vrednost, kao prihvatljiva aproksimacija tržišne vrednosti (Arnold 2005, p. 821). Iako se u formuli 4 koristi termin vrednost kompanije, SV se može koristiti za procenu udela akcionara u kompaniji, kao i za formulisanje i procenu stratejskih odluka.

Na osnovu SV je dalje moguće utvrditi dodatu vrednost za akcionare, skraćeno SVA (*Shareholder value added*), shvaćenu kao vrednost koju je

kompanija ili organizaciona jedinica dodala akcionarima u toku jedne godine planskog perioda. Za godinu planskog perioda za koji se utvrđuje SVA, neophodno je izračunati zbir:

- kumulativne sadašnje vrednosti slobodnog novčanog toka od početka planskog perioda do dana merenja SVA i
- promene sadašnje vrednosti rezidualne vrednosti na kraju tekuće u odnosu na prethodnu godinu planskog perioda.

Svaka promena u ovom zbiru (za obračun SVA se ne uzima u obzir vrednost utrživih hartija od vrednosti) na kraju u odnosu na početak godine predstavlja SVA, odnosno:

$$SVA = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{OCF_t}{r \times (1+r)^t} - \frac{OCF_{t-1}}{r \times (1+r)^{t-1}} \quad (5)$$

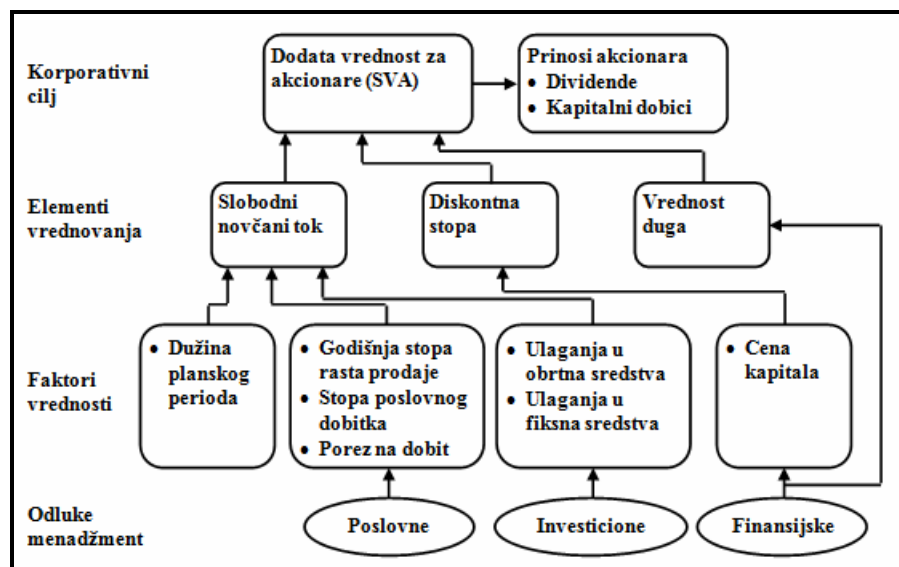
gde su FCF – slobodni novčani tok, OCF – poslovni novčani tok, r – diskontna stopa. Poslovni novčani tok se najčešće utvrđuje kao zbir NOPAT i tekuće amortizacije, dok slobodni novčani tok predstavlja razliku između poslovnog novčanog toka i sadašnje vrednosti dodatni ulaganja u fiksna i obrtna sredstva. Alternativno je SVA moguće utvrditi koristeći podatak o promeni NOPAT u toku godine i primenom sledeće formule:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{r \times (1+r)^{t-1}} - \frac{\Delta CI}{(1+r)^t} \quad (6)$$

gde su $\Delta NOPAT$ – promena NOPAT na kraju u odnosu na početak perioda i ΔCI – dodatna ulaganja u fiksna i obrtna sredstva.

Jedna od pretpostavki od kojih je Rapaport pošao u razvoju ovog pristupa je da se elementi novčanih tokova iz godine u godinu menjaju inkrementalno (na osnovu pretpostavke o konstantnoj stopi rasta prihoda, koja se direktno transponuje na promene novčanih tokova), što mu je omogućilo da razvije jednostavan metod procene vrednosti za akcionare. S tim u vezi, važan segment njegovog pristupa je tzv. mreža vrednosti za akcionare, koja objašnjava veze između faktora vrednosti i cilja kreiranja vrednosti za akcionare, odnosno način na koji faktori vrednosti utiču na elemente vrednosti. Rapaport je uočio 7 faktora vrednosti, a putevi njihovog uticaja na vrednost i način da se oni iskoriste su prikazani na slici 2.

Slika 2. Mreža vrednosti za akcionare



Izvor: Rappaport 1998, p. 56.

Na slici 2 se može videti da faktore vrednosti svojim odlukama kontrolišu i koriste menadžeri u cilju maksimiziranja SVA, odnosno akcionarskih prinosa. Oni donose tri osnovne grupe odluka, i to:

- poslovne odluke – proizvodni miks, cenovna politika, promocija, reklama, distribucija, dodatne usluge i sl.
- investicione odluke – nivo zaliha, proizvodni kapaciteti i sl.
- finansijske odluke – izbor finansijske strukture, izbor finansijskih instrumenata i sl. (Rappaport 1998, pp. 49-51)

Ne treba samo zaboraviti da atraktivnost grane i karakteristike opšteg ekonomskog okruženja bitno određuju prinose koje kompanije mogu stvoriti za svoje akcionare. Međutim, ekonomski uslovi utiču podjednako na poslovanje svih kompanija, pa ipak neke kompanije uspevaju da uspostave bolju konkurentsku poziciju i da stvore veće prinose za akcionare. To znači da je na menadžmentu da, imajući u vidu faktore vrednosti i izabranu konkurentsku strategiju (vodstvo u troškovima, diferenciranje proizvoda), uspostavi što bolju konkurentsku poziciju u grani u kojoj posluje. Pristup vrednosti za akcionare je zato koristan instrument budući da menadžerima pomaže da lakše i uspešnije identifikuju aktivnosti i faktore koji pretežno određuju prinose akcionara. Budući da menadžeri na nižim organizacionim nivoima teško mogu koristiti 7 opštih (makro) faktora vrednosti,

oni moraju u sferi svog uticaja pronaći konkretnije (mikro) faktore vrednosti, putem kojih će uticati na makro faktore, odnosno performanse kompanije.

Pristup vrednosti za akcionare uzima u obzir očekivane novčane tokove i rizik, može se utvrditi na različitim organizacionim nivoima i koristiti za različite svrhe, omogućava identifikovanje i analizu osnovnih faktora vrednosti, može se koristiti za formulisanje i procenu efekata strategijskih odluka. Ovaj pristup se suočava i sa izvesnim problemima, budući da je bitno uslovljen kvalitetom sprovedenih procena, da može biti predmet manipulacija i da je ograničena njegova upotrebljivost za definisanje menadžerskih naknada. Osim toga, postoji malo praktičnih dokaza da pristup vrednosti za akcionare zaista predstavlja funkcionalno rešenje i pomoć menadžerima u nastojanjima da stvore vrednost za akcionare.

4. Dodata novčana vrednost

Dodata novčana vrednost (CVA) je savremena varijanta rezidualnog dobitka i predstavlja merilo vrednosti koje poslovne performanse ostvarene u jednom periodu (obično godinu dana) meri u apsolutnom iznosu, uzimanjem u obzir novčanih tokova i cene kapitala. Najjednostavnija formula za izračunavanje CVA je (Young and O'Byrne, 2001; Knight, 1998):

$$CVA = OCF - (WACC \times GI) \quad (7)$$

gde su OCF – poslovni novčani tok, a GI – bruto ulaganje. Ulaganje doprinosi stvaranju vrednosti za akcionare ukoliko je CVA veća od nule. Formula 4 je očigledno slična formuli za izračunavanje EP, odnosno EVA, s tim što je za izračunavanje CVA potrebno uzeti u obzir knjigovodstvenu amortizaciju. Naime, OCF odgovara zbiru NOPAT i godišnjeg iznosa amortizacije, a GI odgovara zbiru neto investiranog kapitala i otpisane vrednosti imovine u bilansu stanja. CVA je u tom smislu naprednije merilo, budući da u razmatranje uzima samo novčane tokove i nije pod uticajem razlika u politikama otpisa ili starosti imovine, što omogućava pouzdanije poređenje vrednosti i performansi poslovnih jedinica.

Svoj model CVA razvila je i kao svoje trgovačko ime registrovala Anelda AB, konsultantska kompanija iz Švedske. Konsultanti ove kompanije insistiraju na jasnom odvajanju strategijskih od nestrategijskih ulaganja. Strategijska ulaganja, poput razvoja novog proizvoda i razvoja tržišta, se uvek odnose na budućnost i preduzimaju se u cilju stvaranja nove vrednosti za akcionare. Nestrategijska ulaganja nastaju u vezi sa prošlim odlukama i treba da spreče smanjenje očekivanih novčanih tokova i vrednosti strategijskih ulaganja ispod predviđenog (planiranog) nivoa. Budući da akcionare interesuje samo kako će odluke menadžera uticati na stvaranje vrednosti u budućnosti, nestrategijska ulaganja treba tretirati kao trošak perioda, a ne kao element ulaganja. Kao ulaganja treba tretirati još samo marginalna strategijska ulaganja, koja se preduzimaju u cilju produženja

ekonomskog veka inicijalnog strategijskog ulaganja ili proširenja poslovnih kapaciteta (Ottosson and Weissenrieder, 1996).

U skladu sa ovim modelom, CVA se izračunava primenom sledeće formule:

$$CVA = OCF - OCFD \quad (8)$$

gde je OCFD – očekivani (zahtevani) poslovni novčani tok. OCF se izračunava kao poslovni dobitak korigovan za nenovčane izdatke (npr. amortizaciju), umanjen za strategijska i ulaganja u obrtna sredstva. OCFD predstavlja novčani tok koji kompanija mora generisati realizacijom strategijskih ulaganja kako bi zadovoljila zahteve investitora. Pretpostavlja se da OCFD izražen u novčanim jedinicama iste kupovne snage ostaje nepromenjen u svim godinama ekonomskog veka strategijskog ulaganja, bez obzira na kasnije stvarne novčane tokove. Pretpostavka je da se novčani tokovi menjaju samo nominalno pod uticajem prošle (ukoliko se procenjuju prošla strategijska ulaganja) ili očekivane (ukoliko se ocenjuju očekivana strategijska ulaganja) inflacije. Za potrebe izračunavanja CVA u vezi sa nameravanim ulaganjima, OCFD za godinu inicijalnog ulaganja se izračunava primenom sledeće formule:

$$OCFD_1 = \frac{I}{\frac{(1+p)^n}{k-p} - \frac{1}{(1+k)^n}} \quad (9)$$

gde su I – inicijalno ulaganje, k – željena stopa prinosa (cena kapitala), p – očekivana stopa inflacije. OCFD kompanije ili poslovne jedinice je jednak ukupnom OCFD za sva strategijska ulaganja, u svim periodima, u prošlosti, sadašnjosti i budućnosti.

U Anelda AB ističu da CVA pruža solidnu procenu kreiranog novčanog toka u vezi sa strategijskim ulaganjima u odnosu na očekivanja investitora, u jednom periodu, na svim organizacionim nivoima. CVA strategijskog ulaganja se izračunava kao sadašnja vrednost svih očekivanih periodičnih CVA, koji treba da nastanu u ekonomskom veku ulaganja. CVA kompanije, shvaćene kao kompleks strategijskih ulaganja, tada predstavlja agregatnu CVA svih strategijskih ulaganja u kompaniji. Anelda AB uvodi u analizu i CVA indeks, merilo analogno indeksu rentabilnosti, koji se izračunava primenom sledeće formule:

$$CVA \text{ indeks} = \frac{OCF}{OCFD} \quad (10)$$

CVA indeks veći od jedinice ukazuje na to da je u analiziranom periodu stvorena vrednost za akcionare. Isplativost strategijskog ulaganja se procenjuje izračunavanjem CVA indeksa, primenom sledeće formule:

$$\text{CVA indeks} = \frac{\text{PV}(\text{OCF}_t)}{\text{PV}(\text{OCFD}_t)} \quad (11)$$

gde su $\text{PV}(\text{OCF}_t)$ – sadašnja vrednost očekivanih OCF u pojedinim periodima ekonomskog veka strategijskog ulaganja, a $\text{PV}(\text{OCFD}_t)$ – sadašnja vrednost očekivanih OCFD u pojedinim periodima ekonomskog veka strategijskog ulaganja. Ovaj pokazatelj, za razliku od CVA, nije pod uticajem veličine ulaganja, tako da omogućava poređenje kompanija različite veličine, odnosno investicione osnove.

Upotrebu CVA promoviše i kompanija BCG (Boston Consulting Group), koja preporučuje korišćenje sledeće formule (Stelter, 2000; Fernandez, 2003):

$$\text{CVA} = (\text{CFROI} - \text{WACC}) \times \text{GI} \quad (12)$$

gde je CFROI – gotovinski prinos na ulaganja. CFROI se izračunava korišćenjem sledeće jednostavne formule:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{OCF} - \text{ED}}{\text{GI}} \quad (13)$$

gde je ED – ekonomska depresijacija. Ekonomska depresijacija se definiše kao iznos koji treba svake godine u veku korišćenja sredstva ulagati u poseban amortizacioni fond i ukamaćivati po stopi jednakoj ceni kapitala. Na taj način će se, po isteku ekonomskog veka trajanja sredstva, u fondu naći dovoljno sredstava za njegovu zamenu. Izračunava se primenom sledeće formule:

$$\text{ED} = \frac{\text{Otpisiva imovina} \times \text{WACC}}{(1 + \text{WACC})^n - 1} \quad (14)$$

Otpisiva imovina, u formuli 11, je jednaka razlici između bruto imovine i rezidualne vrednosti. Razloge za izračunavanje ekonomske depresijacije treba tražiti u činjenici da se knjigovodstvena amortizacija utvrđuje na osnovu imovine iskazane po nabavnoj vrednosti. Budući da se nabavna vrednost imovine može značajno razlikovati od njene tekuće tržišne vrednosti (nabavna vrednost je po pravilu niža), knjigovodstveno iskazani rezultati mogu biti neopravdano precenjeni, odnosno zamena postojeće imovine može biti ugrožena.

Formula 9 je u skladu sa shvatanjem kompanije BCG da suštinska vrednost raste sa povećanjem CFROI i stope rasta bruto investicija sa pozitivnim rasponom prinosa. Iz odgovarajućih kombinacija CFROI i rasta je dalje moguće identifikovati tri faktora vrednosti, na koje je moguće neposredno delovati u cilju maksimiziranja vrednosti za akcionare:

1. gotovinski prirast (CFM) koji se izračunava primenom formule:

$$\text{CFM} = \frac{\text{OCF} - \text{ED}}{\text{NPP}} \quad (15)$$

gde je NPP – neto prihodi od prodaje.

2. produktivnost imovine (AP) koji se izračunava primenom formule:

$$AP = \frac{NPP}{GI} \quad (16)$$

3. rast bruto investicija (ΔGI) koji se izračunava primenom formule:

$$\Delta GI = \frac{GI_1 - GI_0}{GI_0} \quad (17)$$

Navedeni faktori su usmereni isključivo na procenu efikasnosti korišćenja kapitala, što CVA metodologiju (uostalom i ostale varijante rezidualnog dobitak) čini veoma uskom i ograničenom. Tako zasnovana metodologija je primerena kapitalno intenzivnim preduzećima, ali teško može pomoći menadžerima da identifikuju relevantne mogućnosti za kreiranje vrednosti za akcionare u kompanijama koje pretežno zavise od ljudskih resursa, potrošača, dobavljača i sl. Kompanija BCG je zato razvila koncept integrisanog upravljanja vrednošću RAVE (*Real Asset Value Enhancer* – Koncept povećanja vrednosti realne imovine), koji omogućava istovremeno upravljanje ljudskim resursima, potrošačima i dobavljačima, na način koji doprinosi stvaranju vrednosti za akcionare. Ovaj koncept tako supstituiše klasični, na kapitalu zasnovani, pristup stvaranju vrednosti za akcionare, pristupom koji, sa ove tri vrednosne perspektive, dovodi u vezu koncept stvaranja vrednosti za akcionare i koncept izbalansirane liste ciljeva (BSC – *Balanced scorecard*) (Strack and Willis, 2002).

U osnovi RAVE se nalazi ideja da menadžeri treba u procesu kreiranja vrednosti za akcionare da usmere pažnju na dominantni resurs preduzeća, odnosno onaj resurs u vezi sa kojim nastaju najveći iznosi vrednosti i/ili najveći troškovi. Tako, softverska kompanija najviše ulaže u kvalitetne ljudske resurse. Ukoliko bi se takva kompanija usmerila na maksimiziranje kapitalom uslovljene CVA, moglo bi se desiti da, u nastojanju da profitabilno investira, ne primeti pad produktivnosti zaposlenih. Trgovinska preduzeća treba naročito pažljivo da formiraju asortiman proizvoda, upravljaju dobavljačima i kontrolišu troškove materijala. Za kompanije koje se bave uslugama je važno pažljivo upravljanje ljudskim resursima i potrošačima. Budući da su diversifikovane kompanije sastavljene od velikog broja različitih poslovnih jedinica, verovatno je da će se one značajno razlikovati u pogledu dominantnog resursa. RAVE tada omogućava finansijsku kontrolu i ocenu poslovnih jedinica na osnovu CVA utvrđene uzimanjem u obzir dominantnog resursa za tu jedinicu.

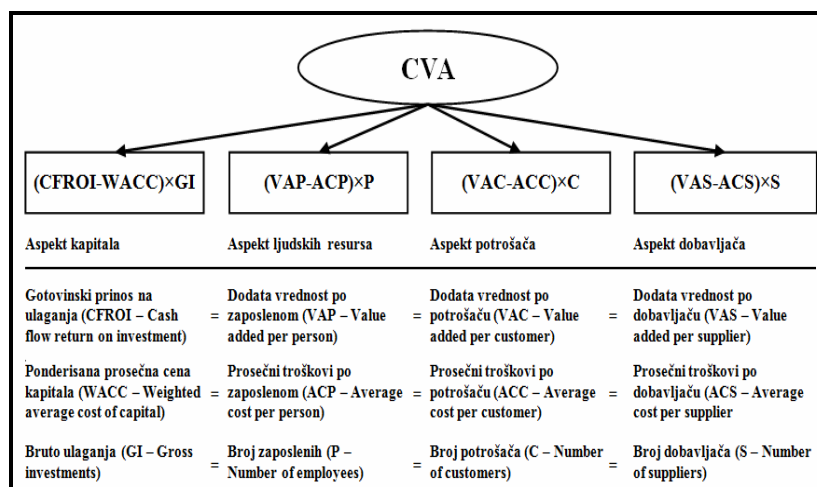
U zavisnosti od dominantnog resursa kompanije ili poslovne jedinice možemo govoriti o posebnim aspektima RAVE orijentisanim na upravljanje kapitalom, ljudskim resursima (Workonomics), potrošačima (Custonomics) i

dobavljačima (Supplynomics). Ovi aspekti su predstavljena na slici 3 (slika je pripremljena na osnovu Strack and Villis, 2002).

Polazeći od formula predstavljenih na slici 3, moguće je, slično kao kod ranije predstavljenog kapitalnog pristupa, identifikovati specifične faktore vrednosti za svaki aspekt RAVE:

- Preduzeća ili poslovne jedinice za koja su zaposleni ključni resurs se, u cilju maksimiziranja vrednosti za akcionare, mogu usmeriti na povećanje VAP (putem obuke, povećanja cena proizvoda, unapređenja poslovnih procesa, smanjenja troškova materijala), profitabilni rast broja zaposlenih (regrutovanjem zaposlenih sa VAP većim od ACP, premeštanjem poslovanja u geografske regione sa nižim platama) i/ili povećanje produktivnosti zaposlenih (fokusiranjem na zaposlene sa najvećom VAP, smanjenjem broja zaposlenih na neproduktivnim radnim mestima).

Slika 3. Specifični aspekti stvaranja vrednosti za akcionare



- Preduzeća ili poslovne jedinice za koje su potrošači najvažniji resurs se mogu usmeriti na povećanje VAC (odgovarajućom politikom cena, pažljivim izborom kanala distribucije i promocije, smanjenjem troškova prodaje i marketinga), profitabilni rast broja potrošača (privlačenjem potrošača sa VAC većom od ACC) i/ili povećanje produktivnosti potrošača (smanjenjem broja neprofitabilnih potrošača, smanjenjem fluktuacija broja potrošača, povećanjem vrednosti po kupovini).
- Preduzeća ili poslovne jedinice koje dominantno zavise od kvaliteta nabavljenih sirovina i/ili karaktera odnosa sa dobavljačima se mogu usmeriti na povećanje VAS (povećanjem interne efikasnosti) profitabilni rast broja dobavljača (privlačenjem dobavljača sa VAS većom od ACS,

smanjenjem prosečnih troškova po dobavljaču ili nabavci) i/ili povećanje produktivnosti dobavljača (izbegavanjem nepouzdanih dobavljača, povećanjem prihoda u odnosu na vrednost nabavki).

CVA, dakle, omogućava analizu performansi i razvoj specifičnog pristupa upravljanju i kontroli poslovnih jedinica, u zavisnosti od njihovih ključnih resursa i faktora vrednosti. Poslovne jedinice ne treba tretirati jedinstveno u pogledu upravljanja i ravnopravno kada je u pitanju raspodela raspoloživih resursa i merenje ostvarenih rezultata. Poslovne jedinice koje doprinose stvaranju vrednosti za akcionare treba nagraditi sa najviše resursa, a one koje ne doprinose stvaranju vrednosti za akcionare restrukturirati ili dezinvestirati. Ovo treba da bude kontinuiran proces u cilju jačanja snaga kompanije u konkurentskoj borbi sa drugim kompanijama i maksimiziranja vrednosti za akcionare.

CVA je merilo vrednosti zasnovano na novčanim tokovima, ono uvažava cenu kapitala, omogućava identifikovanje relevantnih faktora vrednosti, omogućava merenje performansi na različitim organizacionim nivoima u prošlosti, sadašnjosti i budućnosti, predstavlja solidnu osnovu za procenu isplativosti nameravanih projekata i procenu vrednosti poslovnih jedinica ili kompanije. Prema svim ovim karakteristikama, CVA ispunjava veliki broj kriterijuma koje treba da ispuni jedno merilo vrednosti da bi bilo označeno kao merilo koje doprinosi stvaranju i maksimiziranju vrednosti (performansi) kompanije ili njenih delova. Međutim, Fernandez je u nekoliko studija ukazao na to da, iako sadašnja vrednost očekivanih CVA značajno korespondira sa tržišnom cenom akcija, CVA nije pouzdano merilo stvorene vrednosti u svakom periodu (Fernandez, 2001).

Zaključna razmatranja

Solomons (1961) je još pre pola veka kritikovao upotrebu računovodstvenog dobitka kao osnove za oporezivanje, osporio njegovu važnost u determinisanju korporativne dividendne politike i ulogu kao vodiča u investicionoj politici. Solomon (1965) je nešto kasnije, takođe istakao da računovodstvena merila, poput računovodstvenih stopa prinosa, ne pružaju adekvatne smernice menadžerima za ocenu finansijske isplativosti nameravanih investicionih strategija. Da računovodstvena merila mogu biti ne samo loša informaciona osnova za odlučivanje, već i predmet manipulacija, pokazali su brojni finansijski skandali koji su obeležili početak 21. veka.

Uprkos navedenim teorijskim stavovima i praktičnim razlozima, investitori i menadžeri svoje odluke i dalje značajno baziraju na praćenju nivoa i promena tržišnih (EPS, MBR, P/E racio) i računovodstvenih (ROE, ROA) pokazatelja. Tako je 78% menadžera, ispitanih za potrebe studije Univerziteta u Vašingtonu, priznalo da je korigovalo podatke o računovodstvenom dobitku i delovalo na uštrb akcionara, u cilju ispunjenja očekivanja Wall Street. Za potrebe iste studije, 55%

menadžera je izjavilo da bi odustalo od realizacije projekta sa veoma visokom neto sadašnjom vrednošću, ukoliko bi time umanjili rezultate u kvartalnom finansijskom izveštaju (prema The Chartered Institute of Management Accountants, 2004).

EP i EVA su znatno naprednija merila, koja su vremenom našla svoje mesto u korporativnoj praksi, ali ne treba zaboraviti da su njihov značaj i pouzdanost određeni kvalitetom računovodstvenih i tržišnih informacija i kvalitetom sprovedenih obračuna i prilagođavanja. Na meti detaljnih preispitivanja je naročito EVA, budući da je u poslednjih nekoliko decenija privukla veliku pažnju korporativne prakse i finansijske teorije. Tako su brojna istraživanja pokazala da računovodstvena merila, poput NOPAT, omogućavaju preciznije i pouzdanije identifikovanje aktivnosti sa potencijalom za stvaranje vrednosti za akcionare, nego EVA ili neka savremenija merila vrednosti (Myers, 1997). Neki zato tvrde da EVA, u svojoj potpunoj formi, neće imati široku primenu u budućnosti (Merchant, 2005). Neka istraživanja su čak pokazala da, iako postoji opšte uverenje da je EVA jedno od najčešće korišćenih merila vrednosti, relativno mali broj kompanija u SAD i Nemačkoj koristi EVA (Hopper, Horthcott and Scapens, 2007, pp. 233-266).

Računovodstveni podaci i merila, zbog svoje pretežne istorijske orijentacije, ne mogu da pruže pouzdanu procenu suštinske vrednosti kompanije, koju određuju iznos, dinamika i rizičnost očekivanih novčanih tokova. To znači da merila vrednosti koja treba da pruže preciznu procenu suštinske vrednosti, odnosno perspektiva kompanije, treba da budu zasnovana na analizi očekivanih novčanih tokova. U tom smislu su posebno značajna merila, poput SVA i CVA. Ova merila omogućavaju procenu dugoročne sposobnosti kompanije da stvara vrednost za akcionare, uvažavaju rizik i cenu akcijskog kapitala (putem WACC), nisu pod uticajem promena u računovodstvenim politikama, mogu se obračunati na različitim organizacionim nivoima i omogućavaju identifikovanje faktora vrednosti i analizu njihovog uticaja na suštinsku vrednost kompanije. Međutim, za uspešnu primenu ovih merila neophodne su dugoročne, detaljne i veoma precizne projekcije slobodnog novčanog toka, očekivane stope rasta i diskontne stope. Osim toga, postoji malo empirijskih dokaza da ova merila zaista predstavljaju funkcionalno rešenje i pomoć menadžerima u nastojanjima da izmere performanse, odnosno bolje rešenje od tradicionalnih merila.

U finansijskoj teoriji se često analizira ciljna usklađenost (*goal congruence*), odnosno stepen u kojem različita merila vrednosti korespondiraju sa ciljem maksimiziranja vrednosti za različite interesne grupe, a pre svega akcionare. S obzirom na to da koncept neto sadašnje vrednosti (NSV) daje najbolju procenu vrednosti stvorene za akcionare, odnosno da vrednost maksimiziraju projekti sa pozitivnom, tj. nenegativnom NSV, analiza ciljne usklađenosti se svodi na analizu stepena u kojem različita merila vrednosti, u okviru odgovarajućeg sistema menadžerskih naknada, navode menadžere da preduzimaju projekte koji maksimiziraju NSV. Analizirajući stepen ciljne usklađenosti nekoliko varijanti

rezidualnog dobitka, Cvinar (Cwynar, 2008) je zaključio da je EP slabo ciljno usklađen, te da su EVA i CVA koju su razvile BCG i Anelda samo delimično ciljno usklađeni. On ističe i da CVA predstavljena formulom 7 uopšte nije ciljno usklađena. To znači da različite varijante rezidualnog dobitka slabo ili umereno jako utiču na menadžere da izaberu rentabilne investicione alternative, odnosno mogu navesti menadžere da izaberu alternativu sa negativnom ili suboptimalnom NSV.

Literatura:

1. **Arnold, G.**, *Corporate financial management*, 2005, Financial Times Prentice Hall.
2. **Berk, J., DeMarzo, P.**, *Corporate finance*, 2007, Pearson Education, Inc.
3. **Bromwich, M., Walker, M.**, "Residual income past and future," *Management Accounting Research*, September (9)1998: 391-419.
4. **Cwynar, A.**, "Goal-congruence of various versions of residual income," *Ekonomski horizonti*, Vol. 10, No. 1-2: 23-32.
5. **Fernandez, P.**, "Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation", *Social Science Research Network Working Paper Series (January, 2002)*.
6. **Fernandez, P.**, "EVA, Economic profit and Cash value added do NOT measure shareholder value creation," IESE Research Paper D/453 (January 2002, IESE Business School
7. **Grant, J.L.**, *Foundations of Economic Value Added*, 2003, John Wiley & Sons, Inc.
8. **Hopper, T., Horthcott, D., Scapens, R.**, *Issues in Management Accounting*, 2007, Pearson Education Ltd.
9. **Kayo, E., Basso, L.C., de Oliveira, S.F.**, "The major accounting adjustments to calculate EVA. An application to brazilian firms," *Social Science Research Network Working Paper Series (March, 2005)*.
10. **Knight, J.A.**, *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, 1998, McGraw-Hill.
11. **Merchant, K.**, "Forget Value-based management and the balanced scorecard!", *Measuring Business Excellence*, Vol. 9, No. 2, Emerald Group Publishing: 30-32.
12. **Myers, R., Welch, B.**, "Measure for Measure", *CFO*, vol. 13, Issue 11: 45-52.
13. **Ottosson, E., Weissenrieder, F.**, "Cash Value Added – a new method for measuring financial performance," *Social Science Research Network Working Paper Series (March, 1996)*.
14. **Rappaport, A.**, *Creating Shareholder value – A Guide for Managers and Investors*, 1998, The Free Press.

15. **Solomon, E.**, "Research on Return on Investment: The Relation of Book-yield to True Yield", *Research in Accounting Measurements*, 1965, American Accounting Association.
16. **Solomons, D.**, "Economic and accounting concepts of income," *Accounting Review*, vol. 36, Issue 3: 374-383.
17. **Stančić, P.**, "Cena kapital pojedinačnih izvora finansiranja preduzeća," *Računovodstvo*, Vol. 51, br. 3-4: 35-47.
18. **Stelter, D., Joiner, M., Olsen, E., Hansell, G., Frazis, G.**, "New perspectives on value creation: a study of the world's top performers," The 2008 BCG Value Creators Report. Preuzeto sa www.bcg.com, dana 01.06.2010.
19. **Stewart, B.G.**, *The Quest for Value*, 1991, Harper Collins.
20. **Strack, R., Villis, U.**, "RAVE: Integrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital," *European Management Journal*, Vol. 20, No.2: 147-158.
21. **The Chartered Institute of Management Accountants**, "Maximizing Shareholder Value: Achieving Clarity in Decision-Making", The 2004 Technical Report. Preuzeto sa www.cimaglobal.com, dana 09.07.2010.
22. **Weissenrieder, F.**, "Value based management: Economic Value Added or Cash Value Added?" *Social Science Research Network Working Paper Series (December, 1997)*.
23. **Young, D.S., O'Byrne, S.F.**, *EVA and Value – Based Management: A Practical Guide to Implementation*, 2001, McGraw-Hill.