

UDK 658.14/.17:005.915
10.7251/ FIN 12 03 033 S
Dijana Sređić*
Tajana Serdar**

PREGLEDNI RAD

Model savremenog korporativnog upravljanja sa aspekta finansijskog upravljanja

Rezime

Nastojanje da se obezbijedi kontrola menadžmenta i njegovo djelovanje u interesu svih stakeholdera kompanije u centru je debate o korporativnom upravljanju. Korporativno upravljanje u najužem smislu podrazumijeva sistem kojim se kompanija usmjerava i kontroliše. Imajući u vidu globalna kretanja u svjetskoj privredi, te trendove u oblasti finansijskog upravljanja, poslovnog prava i menadžmenta, izvjesno je da dosadašnji model traži ispitivanje, uz otklanjanje dosadašnjih nedostataka i aktivno unapređenje. Struktura vlasništva, disperzija investitora kompanije i visina finansijskog leveridža nedvosmisleno utiču na proces donošenja poslovnih odluka i uspjeh kompanije koji će rezultovati iz istih. Da bi sistem planiranja, odlučivanja i kontrole poslovnih rezultata u kompaniji bio uspješan, mora se pristupiti mjerenju uspjeha uprave iz svih perspektiva i ciljanom određivanju honorara za menadžere. Kako bi se odgovorilo na pomenute zahtjeve, u finansijskom upravljanju je ustanovljen set finansijskih tehnika kojima se na adekvatan način omogućava sprovođenje procesa korporativnog upravljanja u novim okolnostima. Nastavak rada i rezultati istraživanja dovode do zaključka da model savremenog korporativnog upravljanja obavezno zahtijeva analizu finansijskih pokazatelja kojima se utvrđuje rezultat menadžmenta i čija je prednost što su fokusirani na povećanje bogatstva svih stakeholdera.

Ključne riječi: korporativno upravljanje, finansijsko upravljanje, evaluacija uprave, stakeholderi.

UVOD

Korporativno upravljanje se bavi rješavanjem problema kolektivnog djelovanja investitora i pomirenjem konfliktnih interesa između različitih stakeholdera. Na bazičnom nivou, problem korporativnog upravljanja nastaje kada investitor van kompanije nastoji da ostvari kontrolu na način koji je različit od onog koji preferira menadžer zadužen za kompaniju. U savremenim uslovima poslovanja, korporativno upravljanje je od presudnog značaja za uspjeh kompanije. Proces integracije velikih svjetskih kompanija, sve veći značaj institucionalnih investitora te privatizacija koja se odigravala u mnogim regionima svijeta 80-tih i 90-tih godina prošlog vijeka učinili su ovo pitanje veoma aktuelnim. Takođe, globalizacija svjetskog finansijskog tržišta, svakodnevni finansijski skandali i globalna finansijska kriza ukazali su na slabosti dosašnjeg pristupa i potrebu za aktivnim unapređenjem korporativnog upravljanja, naročito u zemljama u razvoju.

Cilj našeg istraživanja jeste utvrđivanje mogućnosti upravljanja poslovnim uspjehom kompanije u okviru korporativnog upravljanja kroz ciljnu selekciju i evaluaciju menadžmenta i članova uprave korporacije. Damodaran i Džensen su vršili slična istraživanja i došli do

zaključka da postoji pozitivna korelacija između upravljačke strukture i slabih rezultata visokozaduženih preduzeća. Takođe, Frenks i Majer su utvrdili da zaduženja kompanija rastu uporedo sa lošim poslovnim rezultatima, što dovodi do izmjene menadžera. Kaplan i Norton su se bavili uticajem balanced scorecarda na donošenje strateških odluka menadžmenta. Nadalje, Dirks i Patel su analizirali finansijske pokazatelje kao mjerila performansi kompanije i iznijeli stav da navedena racija mogu da značajno doprinesu adekvatnijem vrednovanju uspjeha uprave i kontroli rezultata poslovanja. Pri tom treba imati u vidu međuzavisnost upravljanja korporacijom i strukture akcionara i ostalih stakeholdera kompanije. Kao konkretizaciju doprinosa finansijskog upravljanja korporativnom upravljanju prezentovaćemo analizu savremenih finansijskih metoda za procjenu poslovnog rezultata kompanije.

Dalje ćemo u tekstu razmotriti posljedice razdvajanja vlasništva i upravljanja, te obraditi integrisani model mjerenja, kontrole i upravljanja performansama preduzeća. Zatim ćemo se osvrnuti na problematiku finansijskog upravljanja u svrsi praćenja rezultata poslovanja te dati odgovarajuće stavove i zaključke.

* Investiciono-razvojno banka Republike Srpske a.d. Banja Luka, sređicd@gmail.com

** Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, tajana.serdar@efbl.com

1. PROBLEMATIKA RAZDVAJANJA VLASNIŠTVA I UPRAVLJANJA

Kada je riječ o korporativnom upravljanju, osnovni predmet istraživanja jeste razdvajanje vlasništva i upravljanja te pomirenje ciljeva menadžera i stejkholdera. Problemom koncentracije vlasništva su se bavili Berle i Mins i prema prirodi vlasničkih odnosa identifikovali su tri tipa kompanija¹:

- Većinska kontrola postoji u kompanijama koje imaju vlasnika sa preko 50% od ukupnih akcija s pravom glasa. Kod njih je prisutna djelimična razdvojenost vlasništva i upravljanja. Prisutni su i manjinski akcionari.
- Manjinska kontrola postoji u kompanijama koje imaju dominantnog akcionara (ili grupu akcionara koji zajednički djeluju); oni posjeduju manje od 50% akcija s pravom glasa, ali su bez obzira na to, u mogućnosti da imaju efektivnu glasačku kontrolu.
- Upravljačka kontrola postoji u kompanijama koje nemaju niti jednog akcionara koji posjeduje glasački paket akcija dovoljan za kontrolni uticaj. U ovim kompanijama je potpuno razdvojeno vlasništvo i upravljanje.

Teritorijalno posmatrano, koncentracija vlasništva je sljedeća. Istraživanje koncentracije vlasništva pokazuje da 11,7% kompanija u Sjedinjenim Američkim Državama ima većinsko vlasništvo, dok je u Velikoj Britaniji taj postotak 11,80.² Po kontinentalnim standardima ovi postoci su niski. U Italiji 84% kompanija ima jednog vlasnika većinskog udjela.³ U Belgiji 93% ima jednog vlasnika koji posjeduje blok od najmanje 25% glasačkog prava,⁴ dok je u Njemačkoj taj postotak 85.⁵

Globalizacijom tržišta, kompanije sa upravljačkom kontrolom su doživjele ekspanziju jer se razvodnilo vlasništvo od upravljanja. Razlozi za to su rast broj kompanija koje potenciraju ekonomiju obima, koja, s druge strane, zahtijeva enorman kapital koji prevazilazi mogućnosti pojedinaca.

Navedeni procesi su posredno doveli do tradicionalnog ponašanja akcionara da pokazuju apatiju prema aktivnom učešću u odlučivanju na skupštinama akcionara. Za prosječnog vlasnika, investiranje vremena i truda da bi se informisao i odlučivao na skupštinama je preskupo. Umjesto toga, koriste pravilo Wall Streeta: Lakše je isključiti se nego boriti se ("It is easier to switch than fight"). Do nivoa dok su zadovoljni, akcionari glasaju za menadžment. Inače prodaju svoje akcije.

Kada je riječ o institucionalnim investitorima, situacija je drugačija. Pristup korporativnom upravljanju od strane institucionalnih investitora se značajno razlikuje od pristupa individualnih investitora. Zbog posjedovanja većeg broja glasova, oni su podstaknuti da vrše detaljne analize investicija i rezultata istih te time raspolažu s više informacija. Stoga uzimaju aktivnu ulogu u korporativnom upravljanju, za razliku od disperzovanih investitora. Pristup institucionalnih investitora informacijama povezan sa koncentrisanom glasačkom moći, omogućava akcionarima aktivan nadzor performansi firmi i omogućava promjene u strukturi uprave kada su performanse loše.

Koncentrisano vlasništvo smanjuje neaktivnost skupštine akcionara i smanjuje agencijske troškove.

Međutim, promjene koje su unijeli institucionalni investitori nisu bile značajne. Čak i najaktivniji institucionalni investitori ulažu jako malo vremena u aktivnosti korporativnog upravljanja. Malo vremena se posvećuje nadzoru menadžmenta, oni se tipično odriču želje da odlučuju o pitanjima korporativne politike. Rijetko se biraju predstavnici koji će učestovati u upravi. Istraživanja pokazuju da nema jakog dokaza o korelaciji između performansi firme i procenta akcija u vlasništvu institucionalnih investitora. Hedž fondovi bolje identifikuju potcijenjene kompanije i lociraju potencijalne akvizicije, uklanjajući prepreke za preuzimanja.⁶ Ciljne kompanije institucionalnih investitora zarađuju visoke prinose samo zbog niza aktivnosti u kojima uspješno ubjeđuju ciljne kompanije da se spoje ili budu pripojene.

Pored vlasnika (akcionara) kompanije, značajan je uticaj kreditora. Kreditore mogu imati veće podsticaje da nadziru i mijenjaju menadžment prilikom odobravanja novih kredita ili prilikom restrukturisanja postojećeg zaduženja. Očigledna je veza između promjene menadžmenta i loših performansi preduzeća praćenih visokim finansijskim leveridžom (zaduženjem).⁷ Navedeno potvrđuje i drugo istraživanje, gdje je na uzorku od 243 kompanije pokazano da zaduženje kompanija raste s lošim performansama preduzeća, što dalje vodi većoj stopi promjene menadžmenta.⁸ Kao razlog za reakcije institucionalnih investitora tek u vrijeme kada kompanije jako loše posluju, navodeno je izbjegavanje publiciteta i troškova organizovanja drugih stejkholdera. Aktiviranje investitora u tom pogledu počinje tek kada kompanija treba dodatan izvor finansiranja.

Dakle, u istraživanjima o pokazateljima loših kompanija, kao nezavisne varijable su posmatrani koncentracija vlasništva, blok trgovine, preuzimanja i akvizicije i kapitalna struktura. Dokazano je da postoji visok stepen preuzimanja u preduzećima koja su sa lošim performansama, ali do preuzimanja dolazi tek nakon određenog vremena od prvih loših znakova poslovanja. Takođe, u preduzećima sa lošim performansama dolazi i do češćih akvizicija. Međutim, postoji veoma mala korelacija između loših performansi menadžmenta i koncentracije vlasništva, blok trgovina i proporcije direktora koji nisu izvršni u odborima. To govori o slaboj funkciji navedenih stavki u disciplinovanju menadžera. I dalje stoji zaključak da kreditore imaju najveću ulogu u disciplinovanju menadžera.

2. INTEGRISANI MODEL MJERENJA, KONTROLE I UPRAVLJANJA PERFORMANSAMA PREDUZEĆA

U savremenom korporativnom upravljanju uočavaju se sljedeći nedostaci:

- nedovoljna strateška usmjerenost menadžmenta;
- manjak profesionalizma pri izboru, nagrađivanju, napredovanju i unapređenju članova uprave i top menadžmenta;

¹ Berle, A.; Means, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, 1932.

² Denis, D.; Denis, D. K. *Performance changes following top management turnover*. // Journal of Finance. 50 (1995), pp. 1029–1057.

³ Bianco, M.; Gola C.; Signorini, L. F. *Dealing with separation between ownership and control: State, family, coalitions and pyramidal groups in Italian corporate governance*. // Fondazione Eni Enrico Mattei Note di Lavoro. 05 (1996).

⁴ Renneboog, L. *Ownership, managerial control and the governance of poorly performing companies listed on the Brussels Stock Exchange*. // Journal of Banking and Finance. (2002), pp. 1959–1995.

⁵ Franks J.; Mayer, C. *The ownership and control of German corporations*. // Rev. Financial Study. 14 (2001), pp. 943–977.

⁶ Hipotezu je dokazao Greenwood na preko 1.000 studija slučaja aktivnosti hedge fondova.

⁷ Jensen, M. *Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers*. // American Econ. Review 76 (1989), pp. 323–339.

⁸ Franks, J.; Mayer, C.; Renneboog, L. *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies*. Corporate Governance and Corporate Finance. The European perspective, 2007.

- ograničena i neredovna kontrola učinaka uprave, zajedno s nedovoljnom strateškom kontrolom i riziko-menadžmentom uprave.

Da bi proces korporativnog upravljanja bio efikasan, neophodno je u kompaniju ugraditi strateške elemente: uzornu upravu, konstruktivnu i otvorenu korporativnu kulturu, efikasnu strukturu uprave i standarde uspješnosti menadžmenta koji su orijentisani ka stakeholderima. Nadalje, najvažniji instrumenti menadžmenta moraju biti usklađeni s ciljevima kompanije te treba da uključuju sve relevantne grupe stakeholdera pri razvoju, implementaciji i evaluaciji. Radi toga razvijen je integrisani model koji omogućava da procesi selekcije, praćenja preformansi i nagrađivanja, te razvoj menadžmenta obezbjeđuju dodatnu vrijednost za sve stakeholdere.

Osnovni elementi integrisanog procesa su⁹:

- selekcija;
- revizija i feedback;

- nagrađivanje;
- razvoj.

U literaturi je poznat i KISS princip pri upravljanju: Keep it Integrated, Strategic and Stimulating (Očuvati ga integrisanim, strateškim i podsticajnim). Navedeni princip se primjenjuje u svim fazama integrisanog procesa. Svaki od navedenih elemenata će biti obrađen u narednom dijelu, izuzev razvoja, koji je specifičan za pojedinačne kompanije.

2.1. Ciljna selekcija menadžmenta

Prilikom selekcije menadžmenta, prvi od kriterijuma su know-how, posvećenost i timski rad. Idealne osobine menadžera su prikazane u sljedećoj tabeli.

Tabela 1: Idealne menadžerske osobine

<i>Nema sukoba interesa</i>	<i>Ima široko, praktično znanje u različitim kompanijama</i>
<i>Nezavistan je, spoljni član</i>	<i>Posjeduje znanja o kompaniji</i>
<i>Ima dugoročne internacionalne poslovne uspjehe</i>	<i>Nije izvršni direktor u drugoj instituciji</i>
<i>Ima vremena da se posveti članstvu u odboru</i>	<i>Ima druga nezavisna članstva u odborima</i>
<i>Nije plaćen previsoko</i>	<i>Posvećuje dovoljno vremena za pripremu i posjećivanje sastanaka odbora i radionica, i primjenjuje implicitni know-how</i>
<i>Preuzima lični rizik kao član odbora</i>	<i>Ima neograničenu solidarnost prema performansama kompanije</i>

Izvor: Bainbridge, S. *The New Corporate Governance in Theory and Practice*. New York: Oxford University Press, 2008.

Često je teško pronaći odgovarajuće članove upravnog odbora. Razvijen je i implementiran pristup od deset koraka za profesionalnu selekciju uprave.¹⁰

I Zadaci odbora moraju biti određeni. Radi se o podjeli glavnih zadataka unutar upravnog odbora, između predsjednika, pododbora i cjelokupnog upravnog odbora.

Na osnovu glavnih zadataka mora se utvrditi potrebno vrijeme na osnovu kompleksnosti i obimnosti funkcija.

II Vremensko određenje potreba posvećenosti zadacima. Na osnovu podjele zadataka unutar uprave zajedno sa pododborima i novim predsjednikom određuju se glavni zadaci za predsjednika.

a) Direktno rukovođenje upravom i CEO (eng. "Coachin") zahtijeva:

- provođenje efikasnih sastanaka;
- određivanje termina sastanaka;
- pravo na pojedinačne odluke u upravnom odboru;
- pravo na učesće na sastancima rukovodstva;
- ulogu pri odlučivanju kod preduzeća ćerki.

b) Indirektno rukovođenje članova upravnog odbora i rukovodstva preko pododbora (eng. "Board Managment") odnosi se na:

- zagarantovanost profesionalnog biranja članova upravnog odbora, pododbora i rukovodstva;
- provođenje konstruktivnog i objektivnog ocjenjivanja učinka pojedinih članova;
- fer honorare za članove;
- unapređenje i podršku članovima;

- provođenje periodičnog indirektnog i direktnog evaluiranja uprave.

c) Strategijsko definisanje perspektiva (eng. "Direction") podrazumijeva:

- zagarantovanost da se normativni i stratejski ciljevi saradnika ostvare;
- provjeru procesa odlučivanja na određenim nivoima.

d) Stratejski pregled i risk-manadžment (eng. "Control") odnosi se na:

- odstupanje od ciljeva u važnim odlukama, koje utiču na preduzeće;
- garantovanje da svi dokumenti koji su relevantni za upravni odbor budu na vrijeme dostavljeni na uvid;
- zagarantovanost profesionalnosti i nadzornog risk-menadžmenta na nivou uprave.

e) Saradnja sa pojedinačim grupama označava:

- izgradnju i održavanje saradnje, punog povjerenja i konstruktivne kritike unutar upravnog odbora;
- održavanje profesionalnog odnosa sa akcionarima, saradnicima, partnerima, kupcima, investitorima, medijima i javnosti.

III Obuka: održavanje efikasnih sastanaka, nadgledanje formiranja planova sastanaka i rasporeda istih, pravo pristupa sastancima menadžmenta, uloga predsjedavajućeg u branši.

Indirektno rukovođenje garantuje profesionalan izbor i glasanje van kancelarije članova odbora, provođenje konstruktivnih i nedvosmislenih ocjena članova odbora, zatim obezbjeđenje fer

⁹ Hilb, M. *Integrierte Corporate Governance*. // Driete Auflage, Springer Verlag (2009).

¹⁰ Charkham, J. *Keeping good company: A study of corporate governance in five countries*. Oxford: Clarendon Press, 1994.

nagrađivanja članova odbora, razvoja članova odbora, periodične interne i eksterne ocjene performansi.

Strateško usmjerenje podrazumijeva obezbjeđenje da su strateški ciljevi podržani od strane odbora i nadgledanje procesa donošenja odluka.

IV Definisanje profila posla. Na osnovu podjele glavnih zadataka i definisanja uloga definiše se profil novog predsjednika upravnog odbora. Važne su četiri dimenzije kompetencije:

- ličnost: integritet, nezavisnost, tolerancija na stres;
- know-how: rezultati rada u datoj oblasti;
- socijalne vještine: konstruktivna otvorenost, sposobnost povezivanja, multifunkcionalna kompetentnost, uloga trenera;
- liderstvo: razmišljanje vizionara, rješavanje problema.

V Razvoj sistema regrutovanja: definisanje procesa kojim bi se nominovali kandidati za predsjedavajućeg.

VI Sistematično strukturisanje procesa selekcije, pri čemu se uspostavlja matrica između specifičnih zahtjeva za člana uprave i intervjuisanog. Pri tome, najmanje tri lica treba da vrše intervju. U praksi dominiraju još uvijek teorijska, sugestivna i da/ne pitanja. Na primjer, teorijsko pitanje:

„Koje su vaše prednosti?“

Tehnike ispitivanja su različite. Ako se ispituje „integritet“, pitanja mogu da glase:

„Koji je bio vaš najveći konflikt interesa, koji ste vi kao član uprave imali u zadnje dvije godine?“

„Kako ste postupili?“

„Šta je bila posljedica vašeg postupka?“

VII Sastanci odbora da bi se analizirale informacije o kandidatima. Da bi selekciono odlučivanje bilo uspješno, može se primijeniti sljedeći proces:

- svaki član uprave ocjenjuje kandidata skalom od 1 do 5;
- ispitivači razmijene u kratkom zasjedanju svoje rezultate i informacije u sprovedenim slučajevima;
- ispitivači pokušaju naći jednu zajedničku mjeru.

VIII Dostavljanje referenci. Preporučuje se u zemljama u kojima je to moguće, u saglasnosti sa kandidatom.

IX Prijedlog upravnog odbora glavnoj skupštini (skupštini akcionara). Najbolji kandidat se predstavi cjelokupnom upravnom od-

boru, gdje je moguće obostrano ispitivanje. Ako postoji saglasnost, kandidat će biti predložen za novog predsjednika upravnog odbora.

X Uvođenje novog predsjednika upravnog odbora. Jedna profesionalna selekcija završava se uspješnim uvođenjem novog predsjednika Upravnog odbora u preduzeće.

2.2. Evaluacija uspjeha uprave

Kod evaluacije uspjeha uprave srećemo: funkciju uprave (eng. "controlling"), te internu i eksternu evaluaciju uprave. Pitanja koja se javljaju kod kontrolne funkcije uprave su:¹¹

1. Dobija li nadzorni odbor redovno informacije o finansijskoj situaciji preduzeća?
2. Sadrže li finansijski izvještaji parametere (mišljenja) o finansijskim indikatorima (uspjeh, gotovinski tok, likvidnost...)?
3. Da li je obimnost izvještaja dovoljna (ni prevelika, ni premalena)?
4. Dobija li upravni odbor redovno informacije o nefinansijskim indikatorima (udio na tržištu, zadovoljstvo radnika, odnos prema konkurenciji)?
5. Postoji li strategijska kontrola, da li se veća odstupanja odmah prijavljuju?
6. Da li se uprava izjasnila o svojim očekivanjima o formi i periodima informisanja?
7. Postoji li mogućnost da uprava provjeri ispravnost informacija (interna revizija)?

Prilikom obavljanja funkcije kontrole, uprava koristi interne i eksterne podatke i informacije koje su uporedive. Kao eksterne informacije sve više se uzimaju podaci od rejting agencija. Pored privatnih agencija (tipa Standard & Poor's), vodstvo preuzimaju neutralni istraživački instituti/centri. Prvi koji je počeo sa rejting sistemom preduzeća na berzi je Institut univerziteta u Torontu „Kanada“. Oni su rangirali uprave 225 preduzeća na osnovu sljedećih šest kriterijuma:

1. nezavisnost članova uprave;
2. stručna kompetentnost članova uprave;
3. angažovanje članova uprave;
4. efikasnost strukture uprave;
5. djelotvornost procesa uprave;
6. output uprave (uspješne odluke uprave u zadnje tri godine).

Rejting tablica je sljedeća:

Tabela 2: Efektivnost i rejting uprave

Rejting uprave	Efikasnost uprave	%
AAA+	Savršen skor (eng. "Perfect score")	0
AAA	Izvršni (eng. "Outstanding")	7,1
AA	Iznad prosjeka (eng. "Above average")	2,2
A	Ispunjavaju očekivanja (eng. "Meets expectations")	7,5
BBB	Prosječni (eng. "Average")	6,7
BB	Potrebna poboljšanja u nekim oblastima (eng. "Improvement required in some areas")	8
B	Potrebna poboljšanja (eng. "Improvement required")	8
C	Značajna zabrinutost oko efikasnosti uprave (eng. "Substantial concern about Boards' effectiveness")	12,9
D	Uprava zahtijeva velike promjene (eng. "Board requires major reform")	47,6

Izvor: Institut univerziteta u Torontu „Kanada“

¹¹ Jolly, A.; Burmajster, A. *The Handbook Of International Corporate Governance*. London: Kogan Page, 2009, pp. 324.

Pored eksterne evaluacije, koja je od 2002. godine uvedena u neka preduzeća, preporučuje se primjena EVA metode i pojednostavljenog Balanced Scorecard (BSC).

2.2.1. Balanced Scorecard

Balanced Scorecard („izbalansirana lista rezultata“) pokušava da izbalansira sve kategorije koje su relevantne za uspjeh:¹²

- eksterne i interne perspektive uspjeha;
- kratkoročne i dugoročne ciljeve uspjeha;
- monetarne i nemonetarne pokazatelje uspjeha;
- input/autput faktore uspjeha.

Integriranim instrumentarijumom dijagnoze iz perspektive akcionara, partnera, radnika i javnosti, moguće je periodično, objektivno i sistematski provesti dijagnozu uspjeha. Pokazateljima se mjere očekivanja, zadovoljstvo i dobrovoljna lojalnost za sve grupe koje su relevantne za preduzeće. Prije svega, Balanced Scorecard definiše strategiju kompanije koja se sastoji od četiri procesa¹³:

1. provođenje vizije, definisanje vizije i ciljeva;
2. komunikacija i povezivanje podrazumijeva komunikaciju, edukaciju, povezivanje nagrada sa mjerama performansi;
3. poslovno planiranje: postavljanje ciljeva, usmjeravanje strateških inicijativa, alociranje resursa, pri čemu je važno odvojiti funkcije planiranja i alociranja sredstava;
4. povratna informacija i učenje: obezbjeđenje strateške povratne informacije i izvještavanja.

Balanced Scorecard podrazumijeva uspostavljanje uzročno-posljedičnih veza između¹⁴:

1. finansijske perspektive: ekonomska vrijednost se povećava kroz rast prihoda (nova tržišta, proizvodi, kupci, povećanje prihoda od prodaje uz pomoć cross-sellinga i ponude potpune usluge) i produktivnost (smanjenje direktnih i indirektnih troškova, efikasnije korišćenje aktive);
2. perspektive kupca: uključuje miks (proizvod, cijena, usluga, povezanost) i imidž koji kompanija nudi;
3. perspektiva internih procesa: izgradnja franšize kroz ulaske na nova tržišta i tržišne segmente, povećanje vrijednosti za kupca i produbljivanje veze s postojećim kupcima, postizanje operativne izvrsnosti, postajanje dobrog korporativnog građanina;
4. učenje i perspektiva rasta: definiše sposobnosti, vještine, tehnologiju i korporativnu klimu potrebnu da se podrži strategija.

Balanced Scorecard najbolje oslikava činjenicu da se mjerenje uspjeha uprave mora sagledati iz sve četiri perspektive i da se evaluiranje uprave, kako na osnovu internog ispitivanja, tako i na osnovu finansijskih podataka mora zasnivati na kreiranju vrijednosti za sve stekholdere.

Prilikom internog evaluiranja uprave, postavljena su dva cilja:

1. periodična i objektivna sistematska dijagnoza pozitivnih osobina i područja koja se mogu dalje razvijati u politici korporativnog upravljanja i prakse preduzeća;
2. sprovođenje i nova evaluacija uspjeha akcionih planova i dalje razvijanje korporativne politike i prakse, a na osnovu podataka iz dijagnoze.

2.2.2. Interna evaluacija uprave

Za interno evaluiranje uprave koriste se dva instrumenta:

- standardizovani intervjui za upravu;
- periodični upitnik za sve članove uprave i rukovodstva.

Varijable za uspjeh uprave se prvo usklade s upravom i rukovodstvom. Zatim se vodi pojedinačni intervjui u trajanju od dva sata u prostoriji za intervjui ili kancelariji ispitivanog, pri čemu se rezultati intervjua strogo čuvaju. Standardna pomoćna sredstva uključuju dva špila numerisanih kartica i standardizovani formular kao pomoćno sredstvo. Špilovi i formulari služe da bi se procijenila važnost i zadovoljstvo članova uprave. Oba špila se razlikuju u bojama. Crveni špil služi za subjektivnu procjenu važnosti, zeleni za subjektivno zadovoljstvo (spokojnost). Intervjuisani član uprave bude zamoljen da uz pomoć crvenog špila karata poreda važnost pojedinačnih faktora na skali važnosti poreda u četiri kategorije: veoma važno, važno, nevažno, potpuno nevažno. Isti proces se ponavlja za zadovoljstvo. Ovim se direktno pokazuju pojedinačne deficitarne vrijednosti za određene faktore uspjeha korporativnog upravljanja. Razgovor se vodi tako da se diskutuje o faktorima po redoslijedu. Za svaki faktor se pita glavni uzrok odstupanja i traže se prijedlozi za poboljšanje. Na kraju razgovora se postave još tri pitanja:

1. Šta vam se sviđa kod ove uprave najviše?
2. Najmanje?
3. Šta bi se trebalo preduzeti da bi se otklonile slabosti?

Kada su svi razgovori obavljani, počinje se sa obradom podataka uz pomoć softvera. Za svaku grupu uradi se profil važnosti, profil zadovoljstva i profil deficita. Poslije ispitivanja svi se rezultati prezentuju predsjedniku, a potom cijelom upravnom odboru. Zatim se zajedno odlučuje koje će mjere biti preduzete. Pregledan sažetak najvažnijih odgovora na otvorena ključna pitanja predstavlja se na konstruktivan način. Pri tome se mora paziti da se ne mogu prepoznati izjave pojedinih članova. Predsjednik ima zadatak da zajedno sa ostalim članovima sastavi akcioni plan za uklanjanje najvećih deficitarnih vrijednosti.

Kada je moguće, treba da se ispitaju svi članovi uprave, rukovodstvo i veliki akcionari. Najjednostavnije je da se podijeli upitnik za vrijeme zasjedanja uprave i da se u zatvorenim kovertama bez imena dostavi na istraživački institut. Učešće u anketi je dobrovoljno i anonimno.

3. FINANSIJSKO UPRAVLJANJE U SVRSI KONTROLE REZULTATA POSLOVANJA

U ovom dijelu biće navedeno više pokazatelja kojima se utvrđuje rezultat menadžmenta na osnovu podataka iz finansijskih izvještaja, kao i na osnovu tržišnih performansi preduzeća. Važnost navedenih pokazatelja je posebno naglašena kod evaluacije uspjeha uprave, budući da utiču i na nagrađivanje i zarade menadžmenta.

ROI (Return On Investment) obezbjeđuje menadžmentu, vlasnicima i kreditorima jednostavan alat za ocjenu performansi. Veza između profita i investicija koje generišu profit je najčešće korišćen pokazatelj poslovanja. ROI dozvoljava menadžmentu da smanji procjene i zamijeni iste matematičkim kalkulacijama koje dalje omogućavaju komparaciju različitih mogućnosti ulaganja kapitala.

¹² Kaplan, R.; Norton, D. *Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System*. // Harvard Business Review. (1997), pp. 75–85.

¹³ Kaplan, R.; Norton, D. *Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System*. // Harvard Business Review. (1997), pp. 75–85.

¹⁴ Kaplan, R.; Norton, D. *Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management*. // Accounting Horizons. (2001), pp. 87–104.

Kreditori i vlasnici koriste ROI da:

1. Ocijene sposobnost kompanije da zaradi odgovarajuću stopu prinosa. Kreditori i vlasnici mogu da porede ROI kompanije sa drugim kompanijama i industrijskim benčmarksima ili normama. ROI obezbjeđuje informaciju o finansijskom zdravlju kompanije;
2. Obezbijede informaciju o efikasnosti menadžmenta;
3. Projektuju buduće zarade.

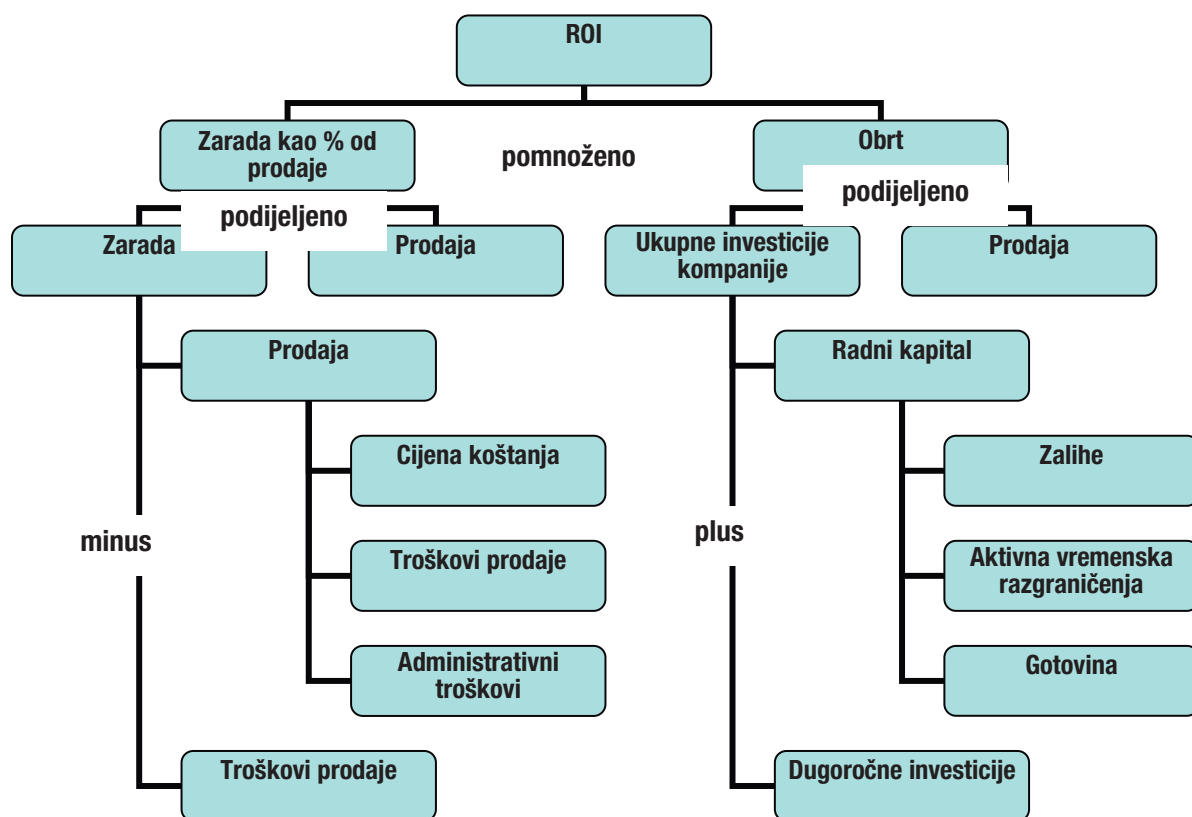
Menadžeri koriste ROI za:

1. Mjerenje performansi individualnih dijelova kompanije kao investicionih centara. Investicioni centar kontroliše i profit i investicionu bazu. ROI je osnovni alat koji se koristi da se procijeni i profitabilnost i performanse.

2. Procjene prijedloga za kapitalne troškove. Kapitalno budžetiranje je proces odlučivanja o tome koje će dugoročne investicije ili projekte preduzeće prihvatiti.¹⁵ Većina odluka o kapitalnom budžetiranju se zasniva na diskontovanom novčanom toku.
3. Pomaže u postavljanju ciljeva menadžmenta. Budžetiranje kvantifikuje menadžerske planove. Najefikasniji pristup postavljanju ciljeva je budžetiranje, u kojem će učestvovati svaki menadžer kao i u uspostavljanju operativnih budžeta koji su dovoljni za postizanje datih ciljeva i standarda. Većina procesa budžetiranja počinje i završava sa ciljnim ROI.

Naredni grafikon prikazuje model za izračunavanje ROI.

Grafikon 1: Model za izračunavanje ROI



Izvor: Friedlob, G.; Schleifer L.; Plewa F. *Essentials of Corporate Performance Measurement*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

Kako se vidi na prethodnom grafikonu, DuPont sistem finansijske kontrole baziran je na ROI, pri čemu se ROI razdvaja na dvije komponente: marginu i obrt, a zatim se svaka od ovih komponenti dalje raščlanjuje.

ROE (Return on Equity) ili povrat na kapital pokazuje kolika je dobit po jedinici uloženog kapitala. ROE je i dobar pokazatelj brzine rasta preduzeća jer se smatra da ukupni prihodi ne mogu rasti po stopi većoj od trenutnog iznosa ROE, osim zaduživanjem kod banaka. Obično se smatra da je ROE od 15 % prosjek za dobro preduzeće.

$$ROE = \frac{\text{prodaja}}{\text{investicije}} * \frac{\text{dobit}}{\text{prodaja}} * \frac{\text{investicije}}{\text{kapital}}$$

3.1. Efekti duga na solventnost

Racio duga i kapitala definiše se kao solventost ili racio leveridža. Razlikujemo više racija: dug/ akcijski kapital, dug/ ukupan kapital, kao i inverzije datih racija. Racio dug/ kapital određuju relativnu veličinu prava vlasništva kreditora i vlasnika. Previše duga ograničava menadžere i povećava rizik vlasnika budući da dug povećava fiksne izdatke (kamate). Sa rastom racija, kreditori su spremni sve manje da pozajmljuju sredstva. Eventualno, krediti su dostupni jedino uz veoma visoke kamatne stope. Određena količina duga je dobra za vlasnike jer menadžeri koriste dug da povećaju ROE.

¹⁵ Mikerević, D. *Napredni strateški finansijski menadžment*. Banja Luka: Ekonomski fakultet i Finrar, 2010.

Iz prethodnog grafikona se vidi na koji način se računa ROI. Ukoliko na ROI dodamo ratio solventnosti, proširuju se informacije i dobija se mogućnost za analizu ROE. Ratio solventnosti je odnos investicija i akcionarskog kapitala. Time sa ROI lako prelazimo na analizu ROA.

EVA (Economic Value Added) predstavlja pokretač MVA (Market Value Added) i interno je mjerilo performansi kompanije. Poenta ovog koncepta je da svaki kapital ima cijenu i da samo zarada iznad cijene kapitala stvara vrijednost za akcionare.¹⁶ EVA je razlika između neto operativnog profita nakon oporezivanja i cijene kapitala.

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC^{17}$$

gdje su:

ROIC - povrat na investirani kapital (odnos neto operativnog profita nakon oporezivanja i kapitala),

WACC - ponderisana prosječna cijena kapitala (minimalna stopa povrata zahtijevana da kompenzuje rizik kreditora i vlasnika),

IC - investirani kapital (na početku godine).

Druga formula za izračunavanje je:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)^{18}$$

gdje je:

NOPAT - neto operativni profit nakon oporezivanja, tj. operativni profit poslije poreza, ali prije finansijskih troškova i vanbilansnih pozicija.

Veza između MVA i EVA ogleda se u tome što je MVA sadašnja vrijednost svih budućih EVA.

MVA (Market Value Added) predstavlja razliku između tržišne vrijednosti kompanije i investiranog kapitala. To je najbolja aproksimacija vrijednosti kompanije u smislu da predstavlja konačnu vrijednost svih prošlih i budućih projekata kompanije. Ukoliko je MVA pozitivna, kompanija povećava bogatstvo svojih vlasnika i pokazuje. Računa se tako da se prvo utvrdi sav kapital, dugovi, krediti i zadržane zarade. Zatim se rade određene korekcije, kao što su korekcije troškova istraživanja i razvoja, kao investicije u buduće zarade.

$MVA = [(broj emitovanih akcija \times cijena akcije) + tržišna vrijednost preferencijalnih akcija + tržišna vrijednost duga] - ukupan kapital$

Da bi se izračunale EVA i MVA, Stern Stewart je identifikovao oko 164 prilagođavanja. Primjer su troškovi istraživanja i razvoja. Ti troškovi se identifikuju kao troškovi perioda, iako oni generišu buduće prihode. Time je kapital preduzeća potcijenjen, kao i profit tekućeg perioda. Da bi se to prevazišlo, navedene troškove je potrebno uključiti u kapital, a samo dio troškova koji više nema buduću vrijednost, treba tretirati kao trošak perioda. Drugi primjer je LIFO metod, kada kompanije u periodu rasta cijena vrše uštede poreza. Rezerve se formiraju na bazi razlike između zaliha utvrđenih po LIFO i FIFO metodi, što znači da su LIFO zalihe potcijenjene. LIFO rezerve su razlika između LIFO i FIFO troškova prodane robe. Na kapital se dodaje iznos LIFO rezervi. NOPAT-u se dodaje iznos porasta LIFO rezervi, a oduzima se iznos pada LIFO rezervi. Cilj navedene korekcije je da se napravi FIFO bilans stanja i uspjeha, ali da se zadrže LIFO poreske uštede. Idući, često spominjan, primjer su odloženi porezi. Razlika potiče iz poreskih bilansa i godišnjih izvještaja preduzeća. Vršiti se prilagođavanje NOPAT-a u

smislu da se u NOPAT uključuju samo porezi koji su zaista plaćeni, a ne računovodstveni porezi. Na kapital se dodaje iznos odloženih poreskih rezervi. NOPAT-u se dodaje rast odloženih poreskih rezervi i oduzima se njihov pad.

Dvije su metode za računanje EVA: finansijska i operativna. Prema finansijskoj metodi, NOPAT je suma povrata svih izvora sredstava kompanije. Ono što je jedino bitno jeste produktivnost kapitala, bez obzira na finansijsku formu. Operativni pristup počinje od oduzimanja operativnih troškova, uključujući obezvređivanje, od prihoda od prodaje, pri čemu se vanbilansne kategorije ignorišu. Ignorišu se troškovi kamata jer su finansijski rashodi. U zadnjem koraku se oduzimaju plaćeni porezi i dobija se NOPAT.¹⁹

Iz formula se može zaključiti da postoje tri načina da se poveća MVA:

1. da se ulaže u projekte sa pozitivnim spredom (ROIC-WACC), tj. pozitivnom EVA;
2. širenjem postojećih projekata sa pozitivnom EVA-om,
3. eliminisanjem projekata sa negativnom EVA-om.

Rast EVA-e se može obezbijediti:

1. rastom profita bez dodatnih investicija, pri čemu se obično pribjegava rezanju troškova;
2. korištenjem manje kapitala;
3. investiranjem kapitala u projekte sa visokom stopom povrata.

Od nedostataka EVA koncepta, najviše se uočava neprikazivanje potencijala rasta kompanija, posebno kompanija koje se bave tehnologijama u ekspanziji, npr. bioinženjeringom. Pri tome se obavezno preporučuje primjena MVA koncepta.

Ono što čini komparativnu prednost EVA i MVA koncepta u odnosu na druga mjerila uspjeha menadžmenta je to što su fokusirani na stvaranje vrijednosti za sve shareholdere. Ukoliko menadžer obezbijedi pozitivne EVA i MVA, on je prešao prvi prag uspjeha. Naknade menadžerima stoga treba vezati za date pokazatelje. Pored toga, EVA i MVA smanjuju posljedice upotrebe istorijskih računovodstvenih podataka, jer se vrše naprijed navedena prilagođavanja. Postiže se fokusiranje na povećanja bogatstva shareholdera, a ne na poboljšanje obračunskih kategorija.

Pored navedenih pokazatelja, kod evaluiranja uspjeha, koriste se i CFROI (Cash Flow Return on Investment) i pokazatelj leveridža.

CFROI (Cash Flow Return on Investment) je odnos gotovinskog priliva od investicije korigovanog za inflaciju i gotovinskog odliva od investicije korigovanog za inflaciju. Ovaj pokazatelj je pandan internoj stopi prinosa.

Stepen operativnog leveridža (Degree of Operating Leverage - DOL) je odnos kontribucije (prihodi umanjeni za varijabilne troškove) i operativnog profita (prihodi umanjeni za varijabilne i fiksne troškove). Jednak je jedinici ako su fiksni troškovi nula ili je veći od jedinice. Ukoliko je npr. DOL jednak 2,1, to znači da promjena prihoda za 10% vodi promjeni operativnog profita za 21%.

Stepen finansijskog leveridža (Degree of Financial Leverage - DFL) odnosi se na uticaj kamata na dug, na profit poslije kamata, za date fluktuacije u prihodima. Predstavlja odnos operativnog profita i profita poslije kamata. Ukoliko nema kamata, iznosi 1, a npr. ukoliko je 2,1, to znači da promjena operativnog profita za 10%, mijenja profit nakon oporezivanja za 21%.

¹⁶ Dierks, P.A.; Patel, A. *What is EVA, and How Can It Help Your Company?* // Management Accounting. (1997), pp. 52–58.

¹⁷ *Ibid.*

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ *Ibid.*

Kombinovani ili ukupni leveridž je proizvod operativnog i finansijskog leveridža, ili odnos prihoda i profita poslije kamata. Iznos od 2,1 govori da promjena od 10% u prodaji mijenja profit nakon oporezivanja za 21%.

3.2. Ciljani honorari za članove upravnog odbora i SEO

Imajući u vidu prethodna izlaganja o načinima za evaluaciju rada uprave, kao završnica je prikazano na koji način se određuje lukrativni dio i da li je visina naknade motivacija za SEO. U potrošačkom društvu u Sjedinjenim Američkim Državama je odavno uobičajeno da najbolje plaćeni SEO budu proslavljeni na naslovnim stranicama ekonomskih časopisa. I pored globalne finansijske krize, najbolji honorari su ostali na istom novou: Stephen Schwarzmann, Blackstone Group 702,4 miliona USD; Lawrence Ellison, Oracle 556,9 miliona USD; Ray Irani, Occidental Petroleum 222,6 miliona USD.

Na pitanje da li iznosi imaju veze s povećanjem vrijednosti preduzeća i da li na motivaciju CEO utiču visoki honorari, odgovara prof. Edward P. Lazear, Stanford Business School:

„Plate toliko ne motivišu CEO. Visoki honorari služe da motivišu potpredsjednike kompanija koji se nadmeću međusobno da postanu CEO.“

Navedeno je tipično za kompanije u Sjedinjenim Američkim Državama u kojima je razlika između najbolje i najlošije plaćenih menadžera drastična. Globalizacijom i internacionalizacijom kompanija, došlo je do fuzija američkih, evropskih i azijskih kompanija, što je dalje vodilo ka promjenama i u plaćanjima menadžera u Evropi.

Naknade menadžmentu se sastoje od fiksnog i varijabilnog dijela. Visina svakog od njih je utvrđena na osnovu više kriterijuma. Fiksni dio se određuje na osnovu zadataka koje ima član uprave, pri čemu se gleda na sljedeće elemente:

- pozicija u upravnom odboru (predsjednik, član);
- složenost posla;
- oportunitetni troškovi: ispunjavanje dužnosti, vijernosti i odustajanje od poslova koji su konkurentski;

- mjera uticaja člana na uspjeh preduzeća.
- Pored toga, gleda se i na honorare koje plaćaju konkurenti svojim članovima. Nasuprot tome, varijabilni dio je u direktnoj proporciji sa uspjehom preduzeća i povezuje se sa:
- ličnim zalaganjem člana i ostvarenjem individualnih ciljeva;
 - zalaganjem tima (ostvarivanje ciljeva tima);
 - uspjehom preduzeća, u idealnom slučaju mjereno u pokazateljima koji se mogu uporediti, i to iz ugla različitih stakeholdera: akcionara, radnika i javnosti.

Procentualna podjela između fiksnog i varijabilnog dijela treba se odrediti u odnosu na potrebe kompanije, specifično situaciji. Veći dio treba da leži u varijabilnom dijelu (npr. 60-70%) u slučajevima kada član uprave ima direktan uticaj na uspjeh preduzeća.

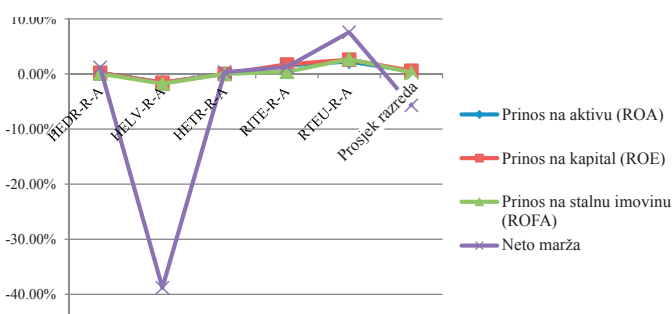
Primjer. U narednom primjeru rađen je komparativni benčmarking pet preduzeća koja kotiraju na Banjalučkoj berzi iz grane: proizvodnja i distribucija električne energije, razred: proizvodnja električne energije. Razred čine tri hidroelektrane: Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad (simbol: HEDR-R-A), Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad (simbol: HELV-R-A) i Hidroelektrane na Trebišnjici a.d. Trebinje (simbol: HETR-R-A), i dvije termoelektrane: RiTE Gacko a.d. Gacko (simbol: RITE-R-A) i RiTE Ugljevik a.d. Ugljevik (simbol: RTEU-R-A). Benčmarking analiza je neophodna za prilagođivanje ciljeva i izradu i implementaciju planova, a naročito za bolju komunikaciju s menadžerskom strukturom, što i jeste predmet našeg istraživanja. Izvori podataka su finansijski izvještaji i kretanja cijena akcija za 2011. godinu, kao i raspoloživi podaci o kretanjima na Banjalučkoj berzi za akcije datih preduzeća, kao i za indeks u čiji izračun ulaze i date akcije.

Evaluaciju uspjeha menadžmenta, kao i visinu naknada za upravu vezaćemo za benčmarking, gdje ćemo uraditi sljedeće analize: analizu racija prihoda i profita, analizu kratkoročne aktive i investicija, troška, odnosno cijene kapitala, analizu racija dugova, analizu tržišnih racija, kretanje tržišnih cijena i analizu prinosa za akcionare. Na osnovu dobijenih rezultata, izvršićemo evaluaciju i rangiranje uprave u analiziranim kompanijama.

Tabela 3: Racija prihoda i povrata

Racio	HEDR-R-A	HELV-R-A	HETR-R-A	RITE-R-A	RTEU-R-A	Prosjeak razreda
Prinos na aktivu (ROA)	0,21%	-1,54%	0,02%	1,55%	2,25%	0,50%
Prinos na kapital (ROE)	0,22%	-1,58%	0,02%	1,74%	2,61%	0,60%
Prinos na stalnu imovinu (ROFA)	0,05%	-1,77%	0,02%	0,39%	2,70%	0,28%
Neto marža	1,19%	-38,79%	0,34%	1,29%	7,58%	-5,68%
Novčani tok iz poslovanja/ Prihodi od prodaje	66,37%	73,22%	14,27%	16,55%	11,45%	36,37%
Novčani tok iz poslovanja/ Kapital	3,16%	3,03%	0,68%	5,08%	3,90%	3,17%
Novčani tok iz poslovanja/ Ukupne obaveze	215,19%	143,05%	47,76%	52,64%	30,91%	97,91%
EBITDA marža	57,74%	23,09%	37,94%	29,77%	28,80%	35,47%

Grafikon 2: Racija povrata



Ako izuzmemo Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad, čiji je prinos na aktivu, kao i prinos na kapital, negativan, ostala preduzeća iz razreda su pozitivno poslovala u 2011. godini. Prosjek razreda (ROA,

ROE) je nizak upravo zahvaljujući ovom preduzeću; ukoliko bi se ono isključilo iz analize, prosjek razreda bio bi duplo viši: 1,008%. Pokazatelj prinosa za RITE Ugljevik a.d. Ugljevik su najviši.

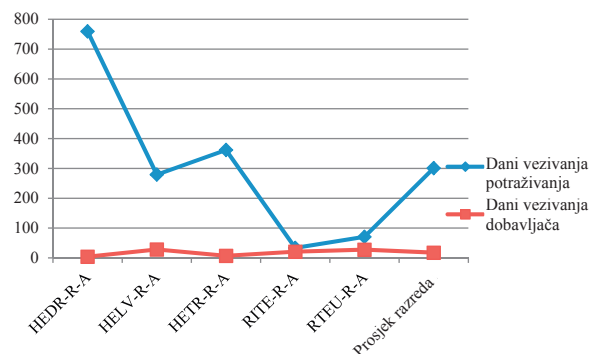
Tabela 4: Analiza kratkoročne aktive i investicija

Racio	HEDR-R-A	HELV-R-A	HETR-R-A	RITE-R-A	RTEU-R-A	Prosjeak razreda
Prosječna potraživanja od kupaca	43.616.014	7.310.035	44.292.853	10.535.074	27.839.925	26.718.780
Koeficijent obrta kupaca	0,48	1,31	1,01	10,94	5,17	3,78
Dani vezivanja potraživanja	759,43	279,23	361,80	33,37	70,62	300,89
Prosječne obaveze prema dobavljačima	264.455	1.065.403	947.891	7.004.327	9.819.857	3.820.386
Koeficijent obrta dobavljača	90,76	12,92	52,08	17,62	13,32	37,34
Dani vezivanja dobavljača	4,02	28,26	7,01	20,72	27,41	17,48
Koeficijent obrta zaliha	52,47	9,16	13,05	5,80	6,19	17,33
Racio tekuće likvidnosti	42,48	14,74	10,15	2,57	4,23	14,83
Rigorozni racio likvidnosti	42,30	14,19	9,72	1,25	3,22	14,14

Racija likvidnosti: racio tekuće likvidnosti i rigorozni racio likvidnosti su najviši za Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad i ovako visok racio zamagljuje prosječni racio likvidnosti za razred. Ukoliko se isključi racio Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad, prosječan racio tekuće likvidnosti za razred iznosi 7,92, dok prosječan ri-

gorozan racio likvidnosti iznosi 7,10. Iza Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad, prema uspješnosti, cijenjene na osnovu racija likvidnosti, slijede Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad i Hidroelektrane na Trebišnjici a.d. Trebinje.

Grafikon 3: Prosječan period naplativosti potraživanja i obaveza



Period naplativosti potraživanja i obaveza najniži su za RiTE Gacko a.d. Gacko i RiTE Ugljevik a.d. Ugljevik, pri čemu su pokazatelji bolji za RiTE Gacko a.d. Gacko, jer je razlika u broju dana naplativosti potraživanja i plaćanja obaveza prema dobavljačima manja

(16 dana naspram 57 dana u slučaju Ugljevika). Dani vezivanja potraživanja su najviši za Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad i drastično odskaku od prosjeka razreda.

Tabela 5: Cijena kapitala

Racio	HEDR-R-A	HELV-R-A	HETR-R-A	RITE-R-A	RTEU-R-A	Prosjeak razreda
Tekuća aktiva	147.846.990	49.194.488	99.704.586	34.199.800	94.220.881	85.033.349
Kratkoročne obaveze	2.203.728	1.904.224	7.282.204	18.578.193	21.497.662	10.293.202
Kratkoročna finansijska ravnoteža	67,09	25,83	13,69	1,84	4,38	22,57
Dugoročna aktiva	467.266.560	212.207.125	892.680.929	435.218.235	422.336.369	485.941.844
Dugoročni finansijski izvori	558.124.598	237.264.335	955.738.159	439.846.914	468.207.060	531.836.213
Dugoročna finansijska ravnoteža	0,84	0,89	0,93	0,99	0,90	0,91
Neto obrtni kapital	91.253.688	26.093.179	66.118.282	28.766.252	66.803.170	55.806.914
Racio dug/ kapital	0,01	0,02	0,01	0,10	0,13	0,05

Prihvatljiv racio kratkoročne finansijske ravnoteže je 1,00. Sva preduzeća imaju koeficijent znatno viši od 1. Iz tabele 4. vidljivo je da su obaveze prema dobavljačima kod Hidroelektrane na

Drini a.d. Višegrad i Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad najniže, te stoga ne čudi ovako visok racio kratkoročne finansijske ravnoteže. Racio dugoročne finansijske ravnoteže je u svih pet

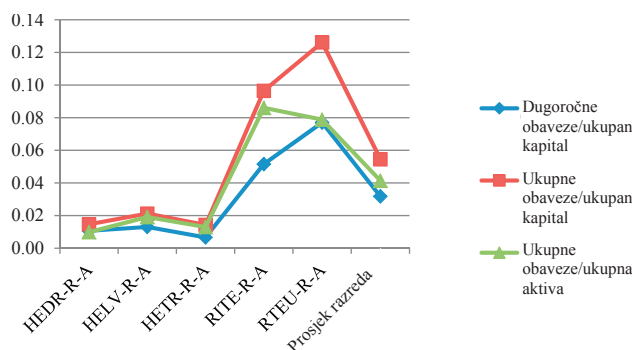
kompanija ujednačen i manji je od 1, što korespondira sa zlatnim bilansnim pravilom, jer su tada dugoročno vezana sredstva finansirana iz dugoročnih izvora i stvorena je sigurnost održanja

likvidnosti, budući da su dugoročno vezana sredstva manja od trajnog i dugoročnog kapitala, a razlika se koristi za finansiranje kratkoročno vezanih sredstava.

Tabela 6: Racija dugova

Racio	HEDR-R-A	HELV-R-A	HETR-R-A	RITE-R-A	RTEU-R-A	Prosjeak razreda
Dugoročne obaveze/ukupan kapital	0,01	0,01	0,01	0,05	0,08	0,03
Ukupne obaveze/ukupan kapital	0,01	0,02	0,01	0,10	0,13	0,05
Ukupne obaveze/ukupna aktiva	0,01	0,02	0,01	0,09	0,08	0,04

Grafikon 4: Racija dugova



Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad, Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad i Hidroelektrane na Trebišnjici a.d. Trebinje imaju nizak nivo zaduženja i racija duga su im približno ujednačena.

Viša racija duga imaju RiTE Gacko a.d. Gacko i RiTE Ugljevik a.d. Ugljevik. Dakle, u slučaju hidrocentrala, zaduženja su niža, u poređenju sa termoelektranama.

Tabela 7: Tržišna racija

Racio	HEDR-R-A	HELV-R-A	HETR-R-A	RITE-R-A	RTEU-R-A	Prosjeak razreda
Tržišna kapitalizacija	199.763.801	57.113.804	5.528.565	5.132.407	19.542.080	57.416.131
Neto dobitak po akciji (EPS)	0,0027	-0,0366	0,0004	0,0187	0,0424	0,00552
Odnos tržišne cijene akcije i neto dobitka po akciji (P/E)	167,817	-15,2532	1.148,76	11,0388	6,0439	263,6817
Knjigovodstvena vrijednost po akciji	1,2398	2,2763	2,4501	1,075	1,6419	1,73662
Odnos tržišne i knjigovodstvene cijene	0,3646	0,2451	0,1882	0,1916	0,1559	0,22908
P/S racio	9,5294	5,9772	3,9737	0,6792	0,4555	4,123
Ukupne obaveze/ ukupna aktiva	0,01	0,02	0,01	0,09	0,08	0,04

Iz prethodne tabele je očigledno da sva preduzeća imaju veoma visoku knjigovodstvenu vrijednost po akciji u poređenju s tržišnom vrijednošću akcije. Jedan od razloga za nisko vrednovanje akcija od strane tržišnih aktera je nizak nivo profita. Hidroelektrane na

Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad su jedino preduzeće koje ima negativan neto dobitak po akciji (EPS), kao i odnos tržišne cijene akcije i neto dobitka po akciji (P/E racio).

Tabela 8: Tržišna cijena

Period 01.01–31.12.2011. godine	HEDR-R-A	HELV-R-A	HETR-R-A	RITE-R-A	RTEU-R-A
Minimalna tržišna cijena	0,445	0,500	0,430	0,170	0,209
Maksimalna tržišna cijena	0,730	0,820	0,800	0,508	0,598
Prosječna tržišna cijena	0,624	0,633	0,603	0,305	0,33
Standardna devijacija	3,02%	7,41%	3,52%	8,59%	8,59%

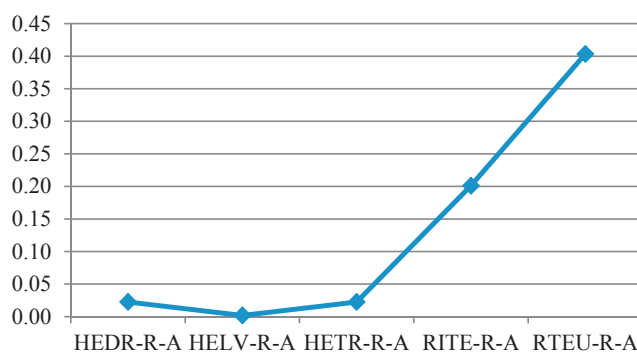
Ako se rizik mjeri standardnom devijacijom, očigledno je da termoelektrane imaju najrizičnije akcije, dok je kod hidroelek-

trana najviši rizik kod Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad.

Tabela 9: Prinos za akcionare

	HEDR-R-A	HELV-R-A	HETR-R-A	RITE-R-A	RTEU-R-A
1. Isplaćena dividenda (KM)	0	0	0	0	8.883.657
2. Prosečan broj akcija	441.955.312	102.354.487	385.164.196	379.959.879	256.013.165
3. Dividende po akciji (1:2)	0	0	0	0	0,0347
4. Tržišna cijena akcije na kraju perioda	0,500	0,551	0,500	0,239	0,260
5. Tržišna cijena akcije na početku perioda	0,489	0,550	0,489	0,199	0,210
6. Kapitalni dobitak (4-5)	0,011	0,001	0,011	0,040	0,050
7. Ukupan prinos akcionara (3+6)/5	2,249%	0,182%	2,249%	20,101%	40,333%

Grafikon 5: Ukupan prinos akcionara



Jedino preduzeće koje je isplaćivalo dividendu je RiTE Ugljivik a.d. Ugljivik, tako da se prinos akcionara sastoji od prinosa od dividende i kapitalnog dobitka, dok se kod ostale četiri kompanije sastoji samo od kapitalnih dobitaka. Kapitalni dobitak računat je kao postotak promjene cijene na kraju i početku perioda. Stoga, za relevantan period uzeli smo kalendarsku godinu od 01. januara do 31. decembra. RiTE Ugljivik a.d. Ugljivik je očekivano imalo najviši ukupan prinos za akcionare, čak 40,33%, što je duplo više u odnosu na RiTE Gacko a.d. Gacko, koja takođe ima visok ukupan prinos akcionara od 20,10%. Uočava se da je ukupan prinos akcionara bio neuporedivo viši u termoelektranama nego u hidroelektranama.

Iz prethodne analize (isključujući prinos za akcionara), zaključujemo da Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad u prosjeku pokazuju najbolje rezultate u poređenju sa ostalim preduzećima, naročito u poređenju sa ostalim hidroelektranama. Takođe, rezultate iznad prosjeka grane ostvaruje RiTE Ugljivik a.d. Ugljivik, što je više nego očigledno kad je u pitanju ukupan prinos akcionara. Imajući u vidu razlike u poslovanju i nivou zaduženosti između hidroelektrana i termoelektrana, nećemo vršiti poređenje između dvije navedene kompanije, međutim, zaključujemo da menadžeri Hidroelektrane na Drini a.d. i RiTE Ugljivik a.d. treba da dobiju više naknade, te da budu više rangirani odnosu na menadžere drugih kompanija u grani.

ZAKLJUČAK

S pojavom prvih korporacija i razdvajanjem funkcija upravljanja i vlasništva, javlja se i problem usaglašavanja sukobljenih interesa, odnosno obezbjeđenja menadžerskog djelovanja u interesu vlasnika i ostalih stakeholdera. Pristup korporativnom upravljanju od strane institucionalnih investitora se značajno razlikuje od pristupa individualnih investitora, budući da su oni podstaknuti da vrše detaljne analize investicija, te time raspoložu s više informacija. Međutim, istraživanja pokazuju da nema jakog dokaza o korelaciji

između performansi firme i procenta akcija u vlasništvu institucionalnih investitora. Nasuprot tome, očigledna je veza između promjene menadžmenta i loših performansi preduzeća praćenih visokim finansijskim leveridžom (zaduženjem). Dakle, pored vlasnika kompanije, zaključujemo da kreditori imaju najveću ulogu u disciplinovanju menadžera.

Da bi proces korporativnog upravljanja bio efikasan, neophodno je u kompaniju ugraditi strateške elemente: uzornu upravu, konstruktivnu i otvorenu korporativnu kulturu, efikasnu strukturu uprave i standarde uspješnosti menadžmenta koji su orijentisani ka stakeholderima. Radi toga, razvijen je integrisani model koji omogućava da procesi selekcije, praćenja performansi i nagrađivanja menadžmenta obezbjeđuju dodatnu vrijednost za sve stakeholdere. Osnovni elementi navedenog integrisanog procesa su selekcija, revizija i feedback, nagrađivanje i razvoj. U okviru utvrđivanja ciljne funkcije menadžmenta najviše se ističe Balanced Scorecard (BSC). BSC dokazuje da mjerenje uspjeha uprave mora da se sagleda iz svih perspektiva, te da se evaluiranje uprave, kako na osnovu internog ispitivanja, tako i na osnovu finansijskih podataka, mora zasnivati na kreiranju vrijednosti za sve stakeholdere.

Finansijsko upravljanje podrazumijeva analizu finansijskih pokazatelja kojima se utvrđuje rezultat menadžmenta, a na osnovu podataka iz finansijskih izvještaja i tržišnih performansi preduzeća. ROI (Return on investment) kao najčešće korišćen pokazatelj poslovanja dozvoljava menadžmentu da smanji procjene i zamijeni iste matematičkim kalkulacijama koje dalje omogućavaju komparaciju različitih mogućnosti ulaganja kapitala. ROE (Return on Equity) se, s druge strane, smatra dobrim pokazateljom brzine rasta preduzeća, budući da ukupni prihodi ne mogu rasti po stopi većoj od trenutnog iznosa ROE, osim zaduživanjem kod banaka.

Dokazano je da naknade menadžerima stoga treba vezati za sljedeće pokazatelje: EVA (Economic Value Added) i MVA (Market Value Added). EVA je razlika između neto operativnog profita nakon oporezivanja i cijene kapitala. Poenta ove metode je da svaki kapital

ima cijenu i da samo zarada iznad cijene kapitala stvara vrijednost za stakeholdere. MVA predstavlja razliku između tržišne vrijednosti kompanije i investiranog kapitala. To je najbolja aproksimacija vrijednosti kompanije jer predstavlja konačnu vrijednost svih prošlih i budućih projekata kompanije. Ukoliko je MVA pozitivna, kompanija povećava bogatstvo svojih vlasnika. Veza između MVA i EVA ogleda se u tome što je MVA sadašnja vrijednost svih budućih EVA. Ono što čini komparativnu prednost EVA i MVA koncepta u odnosu na druga mjerila uspješnosti menadžementa je to što su fokusirani na stvaranje vrijednosti odnosno povećanje bogatstva svih stakeholdera.

LITERATURA

- Bainbridge, S. *The New Corporate Governance in Theory and Practice*. New York: Oxford University Press, 2008.
- Berle, A.; Means, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, 1932.
- Bianco, M.; Gola C.; Signorini, L. F. *Dealing with separation between ownership and control: State, family, coalitions and pyramidal groups in Italian corporate governance*. // Fondazione Eni Enrico Mattei Note di Lavoro. 05 (1996).
- Damodaran, A. *Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons Inc., 2001.
- De Wet, J. H.; Hull, J. H.. *The relationship between EVA, MVA and leverage*. // Meditari Accountancy Research. Vol. 12 (2004), pp. 39–59.
- Denis, D.; Denis, D. K. *Performance changes following top management turnover*. // Journal of Finance. 50 (1995), pp. 1029–1057.
- Dierks, P. A.; Patel, A. *What is EVA, and How Can It Help Your Company?* // Management Accounting. (1997), pp. 52–58.
- Jensen. M. *Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers*. // American Econ. Rev. 76 (1989), pp. 323–339.
- Jolly, A.; Burmajster, A. *The Handbook Of International Corporate Governance*. London: Kogan Page, 2009
- Kaplan, R.; Norton, D. *Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management*. // Accounting Horizons. (2001), pp. 87-104.
- Kaplan, R.; Norton, D. *Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System*. // Harvard Business Review. (1997), pp. 75–85.
- Mikerević, D. *Finansijski menadžment*. Banja Luka: Ekonomski fakultet i Finrar, 2011.
- Mikerević, D. *Napredni strateški finansijski menadžment*. Banja Luka: Ekonomski fakultet i Finrar, 2010.
- Renneboog, L. *Ownership, managerial control and the governance of poorly performing companies listed on the Brussels Stock Exchange*. // Journal of Banking and Finance. (2002), pp. 1959–1995.
- Franks J.; Mayer, C. *The ownership and control of German corporations*. // Rev. Financial Study. 14 (2001), pp. 943–977.
- Franks, J.; Mayer, C.; Renneboog, L. *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies. Corporate Governance and Corporate Finance*. The European perspective, 2007.
- Friedlob, G.; Schleifer L.; Plewa F. *Essentials of Corporate Performance Measurement*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.
- Hilb, M. *Integrierte Corporate Governance*. // Driete Auflage, Springer Verlag (2009).
- Charkham, J. *Keeping good company: A study of corporate governance in five countries*. Oxford: Clarendon Press, 1994.

Abstract

The effort to provide the management control and its action in the interest of all company stakeholders is in the centre of corporate governance debate. In a basic sense, corporate governance is a system by which a company is directed and controlled. Having in mind global trends in world's economy, financial management and in business law it is certain the current model needs testing, the present shortcomings elimination and active promotion. The ownership structure, company's investors dispersion and financial leverage level clearly affect decision making process and company's achievement that will result from it. For the system of planning, decision making and business performance monitoring to be successful, it is necessary to achieve measuring management performance from all perspectives and target setting of managerial fees. In order to answer to the mentioned demands, financial management has established a set of financial techniques that adequately enables the corporate governance process implementation in the new circumstances. Follow-up of the research and the results lead to conclusion that the model of contemporary corporate governance requires a mandatory analysis of financial indicators that verify management results and have an advantage of being focused on increasing the wealth of all stakeholders.

Key words: Corporate Governance, Financial Management, Management Evaluation, Stakeholders.