

Časopis za poslovnu teoriju i praksu
Rad primljen: 05.05.2025.
Rad odobren: 11.06.2025.

UDK 347.725.04:334.726
DOI 10.7251/POS2534043D
COBISS.RS-ID 142874881
Originalan naučni rad

Duvnjak Valentina, Univerzitet za poslovne studije Banja Luka, Bosna i Hercegovina,
valentinaduvnjak@univerzitetps.com

ANALIZA I OCJENA POKAZATELJA VRIJEDNOSTI KOMPANIJA ZA AKCIONARE I TRŽIŠTE

Rezime: Na osnovu teorijskih istraživanja nastojeće se proširiti postojeće fundamentalne i teorijske postavke o tome koliko određeni pokazatelji vrijednosti kompanija mogu biti pouzdana mjerila za svoje akcionare i tržište, iz čega proizilazi i cilj ovog rada.

Pokazatelji vrijednosti koji će biti analizirani su: tržišni pokazatelji, računovodstveni pokazatelji, hibridni pokazatelji (Return on Equity- ROE, Tobinov q racio, Market-to-Book ratio), novi pokazatelji (Shareholder/Sustainable Value Added, Economic Value Added- EVA, Cash Flow Return on Investment, Environmental, Social, and Governance - CFROI) i pokazatelji u okviru interesnih grupa (Lista uravnoteženih pokazatelja).

Naučni doprinos ovog istraživanja ogleda se u analizi i potvrdi superiornosti savremenih pokazatelja vrijednosti kao što su Rappaport-ova dodata vrijednost za akcionare (SVA), ekonomska dodata vrijednost (EVA) i Lista uravnoteženih ostvarenja u odnosu na tradicionalne tržišne, računovodstvene i hibridne metrike u identifikaciji i povećanju vrijednosti. Međutim, njihova praktična primjena često je otežana složenošću implementacije.

Ključne riječi: kompanija, vrijednost, pokazatelji, akcionari, tržište

Jel klasifikacija: G10, G30

UVOD

Ovaj rad ima za cilj da razjasni razliku između analize finansijskog rezultata i analize finansijskog položaja preduzeća. Nakon toga, biće izvršena detaljna analiza i ocjena pokazatelja koji mjere vrijednost kompanija za njihove akcionare i tržište. Svaki pojedinačni pokazatelj biće analiziran, sa naglaskom na njegove prednosti i nedostatke.

Analiza će obuhvatiti:

- Tržišne pokazatelje: metrike koje procjenjuju tržišnu poziciju kompanije i percepciju investitora;
- Računovodstvene pokazatelje: tradicionalni finansijski pokazatelji izvedeni iz finansijskih izveštaja;
- Hibridne pokazatelje: kombinovane metrike koje integrišu računovodstvene i tržišne podatke;
- Nove pokazatelje: savremene metrike kao što su ekonomska dodata vrijednost (EVA), povrat na kapital uložen u gotovinu (CFROI) i faktori zaštite životne sredine, društvene odgovornosti i korporativnog upravljanja (ESG);
- Pokazatelje modela interesnih grupa: Mjere koje uzimaju u obzir interese i uticaje na različite zainteresovane strane.

Ovaj sveobuhvatan pristup omogućit će detaljno razumijevanje kako različiti pokazatelji odražavaju vrijednost kompanije iz više perspektiva.

1. FINANSIJSKI REZULTAT U ISKAZIVANJU AKTIVNOSTI PREDUZEĆA

Finansijski rezultat preduzeća ima važnu ulogu u iskazivanju aktivnosti preduzeća. Postoje dvije vrste finansijske analize. Najčešće su korišćene analize su: analiza finansijskog rezultata i analiza finansijskog položaja preduzeća. Da bi se sa sigurnošću utvrdile tendencije poslovanja i opstanka preduzeća potrebno je vremensko upoređivanje bilansa. Odnosno, prati se bilans stanja i uspjeha za nekoliko uzastopnih godina. Iz toga proizilazi analiza poslovnog rezultata gdje se jasno vidi ako postoje negativne tendencije i njihovi uzroci. Finansijske informacije su od ključnog značaja. Od posebnog su značaja periodični bilanci i novčani tok. U jednom od istraživanja, bilans uspjeha se kod 86% ispitanih preduzeća smatrao osnovnim izvorom informacija (Collis i Jarvis 2002, 105).

Struktura finansijskog rezultata i uspješnost bilansa pokazuje iz kog izvora rezultat potiče. Ako je preduzeće finansijski stabilno, pozitivan je finansijski rezultat iz redovnog poslovanja. S druge strane, finansijski rezultat iz neposlovnih i vanrednih prihoda je negativan. Zatim, preduzeća koja imaju finansijske poteškoće imaju visoke neposlovne i vanredne rashode. Ti visoki rashodi su posljedica otpisa potraživanja, otpisa zaliha i rashodovanja osnovnih sredstava. Najlošije za preduzeće jeste ako je rezultat redovne aktivnosti (zbir poslovnog i finansijskog rezultata) negativan jer ti gubici su teško nadoknadivi.

Finansijski položaj preduzeća može se posmatrati kroz statičke i dinamičke metode. Statička metoda iskazuje sastav kapitala sa aspekta vlasništva i ročnosti pasive, i načina finansiranja imovine (aktive). Dinamička metoda iskazuje visinu novčanih tokova i formulisanje racionalne funkcije preduzeća.

Broj periodičnih bilansa zavisi od brojnosti transakcija u preduzeću. Novčani tok se koristi u analizi finansijskog položaja preduzeća sa aspekta provjere likvidnosti, dok u analizi prinostnog položaja preduzeća koristi se u svojstvu dopune dobitka i za analizu investicionih projekata, a jednak je zbiru amortizacije, troškova rezervisanja i neto dobiti. Novčani tok je u suštini višak prihoda koji se, po plaćanju poreza na dobitak može koristiti za isplatu dividendi, učešća u dobitku, investiranja u osnovna sredstva ili za plaćanje dugoročnih zajmova i velikih potraživanja. Tokom postojanja preduzeća očekuje se da će profit i vrijednost neto sredstava biti jednaki neto novčanom toku. U finansijskoj analizi novčani tokovi su instrument mjerenja finansijskog potencijala preduzeća za interno finansiranje. Kod preduzeća koja imaju poteškoće, smanjuje se operativni novčani tok i povećavaju se prilivi novca od finansiranja i investiranja. Novčani tok je korisna informacija za procjenjivanje solventnosti preduzeća, posebno u uslovima velike neizvjesnosti. Izvještaj o novčanim tokovima ima prednost u odnosu na bilanse stanja i uspjeha u oblasti procjene likvidnosti i solventnosti (Duvnjak 2009, 248).

2. TRŽIŠNI POKAZATELJI VRIJEDNOSTI KOMPANIJA

Tržišni pokazatelji vrijednosti kompanije za akcionare i tržište su: cijena akcija, dodate tržišne vrijednosti, prinos za akcionare, natprosječni i kumulativni natprosječni prinos. Prema tržišnim pokazateljima kretanje cijena akcija na tržištu je pokazatelj efikasnosti i efektivnosti kompanije. Prostorno i vremensko upoređivanje je ograničeno preko tržišne cijene akcije. U smislu prostornog upoređivanja ograničenost se može objasniti tako što preduzeće koje ima dva puta veću cijenu akcije od drugog preduzeća u grani ili na tržištu ne znači ništa. U vezi sa vremenskim upoređivanjem, rast cijena akcija ili njen pad manji od tržišnog indeksa, ukazuje na povoljne promjene u blagostanju akcionara. Tržišna vrijednost vlastitog kapitala je proizvod tržišne cijene akcija i broja akcija u posjedu investitora, a sastoji se iz inicijalno uloženog kapitala od strane akcionara i dodate vrijednosti koju je stvorio menadžment. Dodata vrijednost, koju je stvorio menadžment, predstavlja iznos stvorenog blagostanja za akcionara, a označava

se kao dodata tržišna vrijednost (Li et al. 2016, 514). Tržišna cijena akcije reprezentuje očekivanja o budućim efektima kompanije, kao što su informacije o učincima, ali i o potencijalnim promjenama. Menadžment može uticati na visinu tržišne cijene akcije na osnovu iznošenja novih informacija koje tržište ne posjeduje.

3. RAČUNOVODSTVENI POKAZATELJI VRIJEDNOSTI KOMPANIJA

Računovodstveni pokazatelj vrijednosti kompanije je profitabilnost, koja se vezuje za visinu ostvarenog računovodstvenog dobitka. U novije vrijeme, profitabilnost se ne posmatra samo iz pozicije bilansa stanja i bilansa uspjeha, nego iz izvještaja o novčanim tokovima.

Računovodstveni pokazatelji vrijednosti su sljedeći:

1. Neto dobitak po akciji;
2. Stopa prinosa na investiciona sredstva;
3. Stopa prinosa na vlastiti kapital;
4. Stopa neto dobitka;
5. Stopa poslovnog dobitka (Duvnjak 2011, 175).

Dobra strana računovodstvenih pokazatelja vrijednosti jeste njihovo lako dobijanje i dobra razumljivost, ali i oni imaju nedostatke koji se sastoje u uticaju primijenjenih računovodstvenih politika, obračuna na visinu dobitka i visinu računovodstvenog iskaza sredstava uključujući politiku obračuna potrošnje zaliha, politiku amortizacije sredstava, tretman nematerijalnih sredstava. Investicije u nematerijalna sredstva se ne kapitalizuju, nego tretiraju kao rashod perioda, što može umanjiti rezultat u budućnosti. Različite računovodstvene politike mogu dovesti do velikih razlika u obračunatim računovodstvenim ocjenama vrijednosti i izobličiti proces ocjene istih. Računovodstveni pokazatelji vrijednosti neodgovarajuće tretiraju investicije u trajna obrtna sredstva i fiksna sredstva, kao i dugoročne troškove u istraživanje i razvoj, što su bitni faktori koji predodređuju rast, razvoj i opstanak preduzeća. Kao i prethodni pokazatelj ne uvažavaju rizik, ni koncept vremenske vrijednosti novca i podložni su mogućim manipulacijama u izvještajima. U akcionarskom modelu preduzeća računovodstveni pokazatelji vrijednosti su beskorisni, jer nemaju korelaciju sa tržišnim pokazateljima vrijednosti, kao ni pretpostavku da će tržišna vrijednost preduzeća rasti ukoliko ono produkuje neto dobitak po akciji, stopu prinosa na investicioni kapital i stopu prinosa na vlastiti kapital, koje se vezuje za model kompanije interesnih grupa. Prema istraživanjima (Alsoboa 2017) rast ovih pokazatelja nedovoljno objašnjava promjenu povećanja tržišne vrijednosti preduzeća.

Treba naglasiti da više od 50% menadžera u kompanijama smatraju da je neto dobitak po akciji važnija determinanta cijene akcije, nego novčani tok (Toumei i Yahya i Amran 2023, 1371).

4. HIBRIDNI POKAZATELJI VRIJEDNOSTI KOMPANIJA

Hibridni pokazatelji vrijednosti kompanije za akcionare i tržište predstavljaju integrisani pristup mjerenju poslovnih performansi koji kombinuje tradicionalne kvantitativne metrike sa savremenim kvalitativnim i tehnološkim indikatorima. Ovaj pristup omogućava organizacijama da bolje prate i optimizuju svoje operacije u dinamičnom poslovnom okruženju. Tradicionalni pokazatelji efikasnosti obuhvataju: produktivnost, ekonomičnost, rentabilnost. Ovi pokazatelji često ne odražavaju sve aspekte poslovanja, posebno u savremenim uslovima. Savremeni pristupi integrišu dodatne dimenzije, kao što su: zadovoljstvo zaposlenih, kvalitet interne komunikacije, uštede troškova i usklađenost sa strategijom. Savremene tehnologije, poput vještačke inteligencije, igraju ključnu ulogu u hibridnom modelu unapređenja efikasnosti kroz: automatizaciju procesa, analitiku podataka i poboljšanje korisničkog iskustva. Tako kombinacija generativne vještačke inteligencije i ljudskog inputa u marketinškom istraživanju pokazuje superiorne rezultate u efikasnosti i efektivnosti.

Hibridni pokazatelji vrijednosti za akcionare i tržišta su: odnos tržišne cijene akcije i neto dobitka po akciji (R/E), Tobinov q ratio, odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti vlastitog

kapitala (M/V). Nabrojani pokazatelji povezuju tržišne i računovodstvene pokazatelje. R/E – Return on Equity (ROE) mjeri koliko profitabilno kompanija koristi kapital investitora. Visoki ROE sugeriraju efikasnu upotrebu kapitala za profit. Ako je kompanija jako zadužena visok D/E ($Debt-to-Equity$ - omjer ukupnog duga i vlasničkog kapitala kompanije), onda ROE može biti umjetno visok, jer manji kapital daje veći omjer. Zato treba gledati i zaduženost. Tobin-ov Q mjeri koliko tržište procjenjuje vrijednost kompanije u odnosu na trošak zamjene njene imovine (Xiaoji i drugi 2018). Trošak zamjene imovine podrazumijeva koliko bi danas koštalo zamijeniti istu ili sličnu imovinu istog kapaciteta, stanja i korišćenja bez amortizacije. Najbolji primjer je djelatnost nekretnina gdje se radi procjena koliko je tržišna vrijednost opravdana u odnosu na trošak izgradnje da se danas gradi. Vrijednost veća od 1 znači da je kompanija precijenjena, dok manja od 1 da je podcijenjena. M/V ($Market-to-Book$ ratio) (ili P/B) radni je odnos između tržišne kapitalizacije i knjigovodstvene vrijednosti kapitala: Pokazuje koliko tržište plaća za knjigovodstvenu vrijednost imovine. $P/B > 1$: tržišna precijenjenost. $P/B < 1$: tržišna potcijenjenost. P/B je sličan dijelu Tobin-ovog Q racia, ali je razlika u tome što koristi samo kapital, a ne uključuje dugove (Beaver i Ryan 2000).

R/E racio pokazuje spremnost investitora da plati za jedinicu budućeg dobitka kompanije. Visok R/E racio je pokazatelj očekivanja većeg budućeg dobitka uz niži rizik. Pozitivna strana ovog pokazatelja jeste da se vrijednost može porediti u prostoru i vremenu, izuzev poređenja u različitim granama, jer R/E ocjene u rastućim granama su više nego u drugim granama. Nedostatak ovog pokazatelja je upotreba nedovoljno pouzdanog računovodstvenog dobitka, koji se samo može prikazati ako se polazi od toga da je tržište akcija efikasno. Pošto ovaj pokazatelj uvažava rizik, a pokazuje očekivani rast, nejasno je u kojoj mjeri visoki R/E ukazuje na visoki očekivani rast, a u kojoj na nizak rizik, s tim da se ova dilema pojednostavljuje kompromisnim tumačenjem da visoke performanse, prikazane R/E pokazateljem, znače veće povjerenje u konkretnu kompaniju. U smislu pokazatelja tekućih performansi dobre tekuće performanse trebaju da se odražavaju rastom R/E racia. Rast R/E racia ne mora samo odražavati dobru internu efikasnost kompanije, rast neto dobitka po akciji ili pad rizika, nego može da znači da investitor očekuje viši rast koji ne mora značiti da će biti zadovoljen od strane preduzeća, tako da R/E racio ne otkriva nužno dobre tekuće performanse (Duvnjak 2009, 249-252).

MV racio umjesto obračuna apsolutne razlike tekuće tržišne kapitalizacije i investicionog kapitala obračunava relativan odnos obje veličine, gdje se pretpostavlja da je knjigovodstvena vrijednost kapitala dobra aproksimacija investicionog kapitala. Ovaj pokazatelj je pod uticajem primijenjenih računovodstvenih politika. Rast MV se dešava usljed optimizma tržišta u pogledu perspektive ekonomije i kompanije i usljed redukcije knjigovodstvene vrijednosti vlastitog kapitala, a koja može biti rezultat promjena računovodstvenih politika ili otkupa akcija. U odnosu na R/E pokazatelj prednost je u tome što tržišnu cijenu dovodi u odnos sa vrijednošću vlastitog kapitala pa pokazuje manju fluktuaciju u odnosu na R/E ocjenu, ali je, sa druge strane, manje uspješan u sagledavanju trenutnih performansi u kompaniji (Duvnjak 2009, 260).

Tobin-ov q racio je sličan M/V pokazatelju koji tržišnu vrijednost vlastitog kapitala dovodi u vezu sa knjigovodstvenom vrijednošću vlastitog kapitala. Ipak, ovaj pokazatelj uspostavlja vezu ukupne tržišne vrijednosti kompanije i vrijednosti zamjene ukupnih sredstava. Moglo bi se definisati da q racio predstavlja odnos ukupne tržišne vrijednosti kompanije i troškova zamjene njegovih fizičkih sredstava. Tržišna vrijednost kompanije jednaka je zbiru tržišne vrijednosti akcija, preferencijalnih akcija i dugova, a kako se vrijednost zamjene sredstava ne može odrediti umjesto troškova zamjene fizičkih sredstava, koristi se knjigovodstvena vrijednost sredstava. Nizak q racio (manje od 1) ukazuje da se za kupovinu pojedinačnih sredstava mora više platiti, nego što se plaća gotova kompanija. Visok q racio ukazuje da kompanija posjeduje, uz fizički kapital, i korisna neopipljiva sredstva, poput monopolističke pozicije, patenata, dobre menadžere i stepen povjerenja koji investitori imaju u kompaniji (Lindenberg i Ross 1991, 15).

5. NOVI POKAZATELJI VRIJEDNOSTI KOMPANIJE

Novi interni pokazatelji vrijednosti kompanije za akcionare i tržište imaju veću korelaciju sa tržišnim efektima, odnosno sa ciljnom funkcijom maksimiziranja vrijednosti za akcionare. Inicirani su sa namjerom da se zamijeni računovodstveno prikazivanje vrijednosti. Polaznu osnovu o ovoj teoriji je dala postavka o efikasnosti tržišta akcija, prema kojoj cijena akcija u sebi spaja raspoložive informacije o očekivanim novčanim tokovima koje će investitori ostvariti u budućem periodu. U skladu sa postavkom efikasnog tržišta je i činjenica da objavljivanje informacija o dobitku nije ništa što tržište nije znalo, a investitori ne donose zaključke na osnovu informacija o dobitku, nego iz njih izvode informacije o novčanim tokovima u budućnosti.

Novi pokazatelji efikasnosti u praktičnoj primjeni dali su manji ili veći doprinos, jer na primjereniji način ukazuju menadžerima i drugim interesnim grupama u kompaniji na koje načine mogu stvoriti vrijednost. Novi pokazatelji ističu krucijalne varijable vrijednosti i nagrađivanja izvršilaca za ostvarene ciljeve. Najpoznatiji novi pokazatelji vrijednosti kompanije su (Gamsakhurdia i Maisuradze 2014, 107-113): Rappaportova dodata vrijednost za akcionare - SVA (Shareholder/Sustainable Value Added) koja mjeri dobit iznad troška kapitala; zatim, ekonomska dodata vrijednost EVA (Economic Value Added) konsultantske kuće Stern & Stewart koja se temelji na dobiti poslije poreza minus kapitalni trošak (Berzakova i Bartosova i Kicova 2015); zatim gotovinski prinos na investirana sredstva - CFROI (Cash Flow Return on Investment) je izraz prave stope povrata temeljene na novčanim tokovima, a ne na računovodstvenoj dobiti. Rappaport SVA pristup predstavlja maksimiziranje vrijednosti za akcionare kroz faktore koji utiču na dodatu vrijednost. Prema ovom pristupu ukupna vrijednost kompanije se sastoji iz: sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova u periodu projekcije, vrijednosti kompanije nakon perioda projekcije, tekuća vrijednost gotovine, kupljenih hartija od vrijednosti i drugih investicija koje mogu biti konvertovane u gotovinu. Ukupna tržišna vrijednost kompanije jednaka je sumi vrijednosti pozajmljenog i vlastitog kapitala. Vrijednost za akcionare jednaka je razlici vrijednosti kompanije i tržišne vrijednosti dugova. Promjene u vrijednosti za akcionare u vremenu, Rappaport naziva dodata vrijednost za akcionare - SVA. Pozitivna SVA podrazumijeva da je preduzeće stvorilo vrijednost za akcionare, koja se u budućnosti odražava kroz rast prinosa za akcionare putem većih dividendi ili cijena akcija. U bilo kom vremenskom period. Rappaport SVA može se izračunati odnosom promjena aproksimacije poslovnog novčanog toka u toku perioda i cijene kapitala (cijena kapitala je stopa prinosa ili roka povrata) kompanije, umanjeno za inkrementalne investicije u toku perioda. Prema Rappaport-u faktori koji utiču na dodatu vrijednost su: stopa rasta prodaje, stopa rasta poslovnog dobitka, stopa poreza na dobit, investicije u trajna obrtna sredstva, kapitalne investicije, cijena kapitala kompanije i trajanje rasta vrijednosti. Period rasta vrijednosti je pokretač vrijednosti od ključnog značaja, jer ističe uslov za stvaranje vrijednosti: predstavlja najbolji pokazatelj vremenskog perioda u kome se očekuje da će kompanija ostvariti veće stope prinosa na angažovanom kapitalu od cijene kapitala kompanije.

Iako Rappaport-ov model uvažava ekonomsku realnost da se cijene akcija i vrijednost za akcionare određuje na osnovu očekivanih gotovinskih prinosa akcionara i zavisnosti od procijenjenog stepena rizika investiranja, nedostatak ovog modela je brojnost inputa. Obezbjedivanje inputa za model je skup i dugotrajan proces. Određivanje visine inputa, a posebno trajanja perioda rasta i stope prinosa (roka povrata), može biti izloženo visokom stepenu subjektivnosti. Kritičari ovog modela sugerišu da treba koristiti ekonomski dobitak, koji za razliku od diskontovanih novčanih tokova, nije izložen pretjeranoj subjektivnosti i koji se lako izvodi iz raspoloživih, korigovanih računovodstvenih podataka. Ekonomski dobitak je mjera dobitka koja uzima u obzir troškove kapitala angažovanog za ostvarenje datog dobitka. Prednost ekonomskog dobitka jeste u tome što ga menadžeri jednostavnije prihvataju od metodologije diskontovanih novčanih tokova, jer su bliži računovodstvenim konceptima sa kojima su navikli da „barataju“. Međutim, računovodstvo ne omogućava informacije o tekućoj

ekonomskoj vrijednosti investicionog kapitala, a proces dobijanja cijene kapitala (roka povrata) isto je subjektivan kao i kod Rappaport-ovog modela dodate vrijednosti za akcionare. Ekonomska dodata vrijednost ima visoku povezanost sa dodatnom tržišnom vrijednosti, u odnosu na povezanost koju mjere: računovodstveni pokazatelji vrijednosti, stopa prinosa na investiciona sredstva i stopa prinosa na vlastiti kapital. Ovome se dodaje i mišljenje da promjene u dodatoj tržišnoj vrijednosti anticipiraju promjene u ekonomskoj dodatoj vrijednosti; da stvaranje i održavanje dodate tržišne vrijednosti zahtijeva da se menadžment koncentriše na generisanje kontinuelnog rasta ekonomske dodate vrijednosti u svim oblastima i aspektima poslovanja; da ekonomska dodata vrijednost prikazuje efekte preduzeća na isti način kao što to radi i tržište kapitala preko poređenja sa cijenom kapitala preduzeća; da ovaj pokazatelj vrijednosti omogućava poboljšanje kompanijskog upravljanja, usklađivanja interesa vlasnika i interesa zaposlenih i da je idealno sredstvo za vezivanje kompenzacija menadžera; da se uspješno može koristiti za kalkulaciju cijena koštanja proizvoda i usluga, ocjenu odnosa sa kupcima i analizu rizika i profita u svakoj od komponenti lanca vrijednosti i sl. Međutim, jako je skupo uklanjanje nedostatka ekonomskog dobitka korišćenjem ekonomske dodate vrijednosti, jer obračun korigovanih veličina dobitka i investiranog kapitala zahtijeva 164 korekcije računovodstvenih podataka (Gamsakhurdia, and Maisuradze 2014). Tako npr. kako izdaci u marketing, istraživanje i razvoj doprinose kreiranju vrijednosti, njih treba vratiti iz bilansa uspjeha u bilans stanja, odnosno prikazati ih kao investirani kapital. Zatim, ovu intervenciju treba amortizovati u periodu u kome se očekuju ekonomske koristi od takvog ulaganja. Međutim, sporan je period u kome se trebaju amortizovati ovakva ulaganja i za koji vremenski period treba izvršiti ovakva vraćanja. Korekcije u skladu sa ekonomskom dodatom vrijednosti su jako skupi i spori procesi u kojima je subjektivizam prisutan u još većoj mjeri, nego u procesima dobijanja originalnih računovodstvenih podataka.

Najpopularniji moderni pokazatelji vrijednosti uključuju (Shestakovska i drugi 2025):

- Adaptability Quotient (AQ) – mjeri sposobnost prilagođavanja tržišnim promjenama; (npr. nova linija / ukupni prihodi × brzina prilagodbe × stopa prekvalifikacije radnika)
- Innovation Impact Index (III) – doprinos inovacija ukupnim rezultatima;
- Digital Transformation Velocity (DTV) – tempo digitalne transformacije;
- Sustainable Growth Ratio (SGR) – omjer održivog rasta;
- Customer Experience Ecosystem (CXE) – vrijednost iskustva korisnika premještaju fokus s finansija na agilnost, inovaciju, digitalnost i održivost;
- ESG i održivost kroz Regulatorne standarde (EU CSRD, ISSB/ESRS, EFRAG-VSME): od 2024/25. izvještavanje je obavezno za veće kompanije, šireći se i na male biznise kroz VSME za MSP-ove.

ESG (Environmental, Social, and Governance) predstavlja skup kriterijuma koji se koriste za procjenu održivosti i etičkog uticaja kompanija i investicija. Ovaj okvir omogućava investitorima, regulatorima i drugim akcionarima da bolje razumiju kako poslovanje utiče na okoliš i društvo. ESG je postalo više od „dobre volje” – to je strateški alat za stvaranje vrijednosti. Povećava likvidnost, smanjuje rizike, čini investicije efikasnijim i često dovodi do dugoročne tržišne prednosti. Kompanije koje ESG integrišu u dublje poslovne odluke, a ne samo da formalno ispune ključne pokazatelje uspješnosti imaju najveću korist. Empirijska istraživanja pokazuju pozitivnu korelaciju između ESG performansi i finansijskih indikatora poput Tobin's Q (pokazuje buduću vrijednost) i ROA (rentabilnost aktiva). Tradicionalni ESG je proširio okvir na ekološke, društvene i strateške rizike poput geopolitike i tehnologije ESD - Emerging, Strategic, Disruptive (Heinzle et al. 2022).

6. POKAZATELJI VRIJEDNOSTI KOMPANIJE U OKVIRU MODELA INTERESNIH GRUPA

Kod modela interesnih grupa kompanije otežano je definisanje konačnog cilja kompanije, jer ovaj model kompanije ne posjeduje jedinstvenu ciljnu funkciju, nego višedimenzionalnu opisnu odrednicu o zadovoljenju interesa svih interesnih grupa.

Najprihvatljiviji koncept za mjerenje vrijednosti za akcionare i tržište u okviru modela interesnih grupa je Lista uravnoteženih ostvarenja prema kojoj se nastoji omogućiti uravnoteženje internih i eksternih pokazatelja vrijednosti, finansijskih i nefinansijskih pokazatelja vrijednosti, između pokazatelja koji mjere prošle i buduće efekte i između objektivnih i subjektivnih pokazatelja. Koncept bi se trebao koristiti u cilju unapređenja strategije, komuniciranja strategije unutar kompanije, usklađenosti ličnih ciljeva sa strategijom i povezivanje strateških ciljeva sa godišnjim budžetima i primjena periodičnih ispitivanja efikasnosti u cilju otkrivanja načina za poboljšanje strategije. Ovaj koncept zasniva se na: finansijskoj perspektivi i pokazateljima profitabilnosti; perspektivi potrošača i pokazateljima zadovoljenja potrošača; internoj poslovnoj perspektivi i internim pokazateljima efikasnosti; perspektivi inovacija i učenja i pokazateljima inovativnosti. Međutim, nemoguće je balansiranje ovih pokazatelja između svih interesnih grupa. Kod ovog koncepta nije definisan jasan kriterijum za značaj pojedinih interesnih grupa ili odgovornosti u vezi svakom od grupa. Kako ovaj koncept ima više ciljeva mnogi autori smatraju da se onda u suštini gubi cilj (Marrewijk 2004). Prema tome, da bi strategija bila primjenjiva zaposleni moraju jasno znati koje su njihove obaveze i u skladu sa njihovim izvršenjem, nagrade ili kazne za izvedbe. Kako ovaj pokazatelj mjerenja vrijednosti kompanije ne pomaže u prikazivanju stvarnih ostvarenja kompanije, kompanije koja su ga primjenjivale, od svih pokazatelja vrijednosti, koristile su samo jedan i to računovodstveni dobitak.

ZAKLJUČAK

Ovaj rad je sveobuhvatno analizirao pokazatelje vrijednosti kompanija iz perspektive akcionara i tržišta. Utvrđeno je da savremeni pokazatelji, kao što su Rappaport-ova dodata vrijednost za akcionare (SVA), ekonomska dodata vrijednost (EVA) i Lista uravnoteženih ostvarenja značajno nadmašuju tradicionalne tržišne, računovodstvene i hibridne metrike u prepoznavanju prilika za stvaranje vrijednosti. Međutim, njihova stvarna primjena često nailazi na poteškoće zbog složene implementacije.

Ovi napredni alati postižu optimalne rezultate samo kada su ravnomerno integrisani u strukturu korporativnog upravljanja i sisteme podsticaja, omogućavajući jasnu povezanost između strateških ciljeva i mjerljivih rezultata. Bez takve integracije, njihova teorijska superiornost ostaje neostvarena u praksi.

U budućnosti, kompanije bi trebalo da:

1. Ugrade ove metrike u strateško planiranje i procjenu učinka;
2. Ojačaju okvire upravljanja i podstiču kulturu vlasništva;
3. Usklade sisteme nagrađivanja kako bi motivisali zaposlene na svim nivoima.

Na taj način, kompanije mogu da pretvore teorijsko obećanje u stvarno stvaranje vrijednosti i premoste jaz između naprednog mjerenja vrijednosti i praktičnih rezultata.

LITERATURA

1. Alsoboa, Sliman. 2017. "The Influence of Economic Value Added and Return on Assets on Created Shareholders Value: A Comparative Study in Jordanian Public Industrial Firms." *International Journal of Economics and Finance* 9(4): 63-78. DOI:10.5539/ijef.v9n4p63. <https://pdfs.semanticscholar.org/c2c7/e90a13a1ae2fe9720047bf6e863b92c3486c.pdf>
2. Berzakova Viera, Viera Bartosova, and Eva Kicova. 2015. "Modification of EVA in value based management." *Procedia Economics and Finance* 26:317-324. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00859-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00859-X)
3. Beaver, William, and Stephen Ryan. 2000. "Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity." *Journal of Accounting Research* 38(1): 127-148.
4. Duvnjak, Valentina, i Nebojša Balaban. 2011. „Efekti otkupa akcija pri finansijskom restrukturiranju kompanija.” *Zbornik radova ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu* 3:171-180.
5. Duvnjak, Valentina. 2009. „Ocjene performansi preduzeća sa osvrtom na efekte finansijskog restrukturiranja.“ *Zbornik radova ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu* 5: 247-264.
6. Gamsakhurdia, Tamar, and Ketevan Maisuradze. 2014. "The choice of financial performance measures as one of the most critical challenges facing corporation." *European Scientific Journal* 1:107-111.
7. Heinzlef, Charlotte, Bruno Barroca, Mattia Leone, and Damien Serre. 2022. Urban resilience operationalization issues in climate risk management: A review". *International Journal of Disaster Risk Reduction* DOI:10.1016/j.ijdrr.2022.102974 <https://www.iris.unina.it/retrieve/handle/11588/883942/488002/1-s2.0-S2212420922001935-main.pdf>
8. Xiaoji, Lin, Wang Chong Wang, Neng, and Yang Jinqiang. 2018. "Investment, Tobin's q, and interest rates." *Journal of Financial Economics* 3:620-640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.013>
9. Jill, Collis, and Robin Jarvis. 2002. "Financial information and the management of small private companies." *Journal of Small Business and Enterprise Development* 9(2): 100-110. <https://doi.org/10.1108/14626000210427357>
10. Lindenberg, Eric, and Stephen Ross. 1981. "Tobin's q Ratio and Industrial Organization". *The Journal of Business* 54(1): 1-32. <https://www.jstor.org/stable/2352631>
11. Li, Jie, Ren Da, Feng Xu, and Zhang Yongjie. 2016. "Network of listed companies based on common shareholders and the prediction of market volatility." *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications* 462: 508-521. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2016.06.105>
12. Shestakovska, Tetiana, Oksana Liashenko, Oleksandr Dluhopolskyi, Anastasiia Duka, Olena Mykhailovska, and Nataliia Filipova. 2025. "The Role of Business Process Innovation in Sustainable Economic Growth: Integrating Technology, Efficiency, and Resilience." *European Journal of Sustainable Development* 14 (2): 823–834. <https://doi.org/10.14207/ejsd.2025.v14n2p823>
13. Toumeh, Ahmad, Sofri Yahya, and Azlan Amran. 2023. "Surplus Free Cash Flow, Stock Market Segmentations and Earnings Management: The Moderating Role of Independent Audit Committee." *Global Business Review* 24(6):1353-1382. <https://doi.org/10.1177/0972150920934069>
14. van Marrewijk, Marcel. 2004. "A Value Based Approach to Organization Types: Towards a coherent set of stakeholder-oriented management tools." *Journal of Business Ethics* 55:147-158.