



Univerzitet  
u Novom Sadu

UNIVERZITET U NOVOM SADU  
EKONOMSKI  
FAKULTET  
U SUBOTICI

Ekonomski fakultet u  
Subotici

# Finansijski aspekti upravljanja performansama preduzeća u odabranim zemljama u tranziciji

-DOKTORSKA DISERTACIJA-

Mentor: Prof. dr Nenad Vunjak

Kandidat: mr Goran Šijan

Subotica, 2015. godine



Univerzitet  
u NovomSadu



Ekonomski fakultet u  
Subotici

Studijski program: Ekonomske nauke - Finansije

# Finansijski aspekti upravljanja performansama preduzeća u odabranim zemljama u tranziciji

-DOKTORSKA DISERTACIJA-

Mentor: Prof. dr Nenad Vunjak

Kandidat: mr Goran Šijan

Subotica, 2015. godine

## образац 5a

**UNIVERZITET U NOVOM SADU  
EKONOMSKI FAKULTET U SUBOTICI****KLJUČNA DOKUMENTACIJSKA INFORMACIJA**

Redni broj: RBR	
Identifikacioni broj: IBR	
Tip dokumentacije: TD	Monografija, dokumentacija
Tip zapisa: TZ	Tekstualni štampani materijal
Vrsta rada (dipl., mag., dokt.): VR	Doktorska disertacija
Ime i prezime autora: AU	mr Goran Šijan
Mentor (titula, ime, prezime, zvanje): MN	Prof. dr Nenad Vunjak, redovni profesor za užu oblast Finansije
Naslov rada: NR	Finansijski aspekti upravljanja performansama preduzeća u odabranim zemljama u tranziciji
Jezik publikacije: JP	Srpski
Jezik izvoda: JI	Srpski
Zemlja publikovanja: ZP	Republika Srbija
Uže geografsko područje: UGP	Autonomna Pokrajina Vojvodina
Godina: GO	2015.
Izdavač: IZ	Autorski reprint
Mesto i adresa: MA	Subotica, Segedinski put 9-11.

Fizički opis rada: FO	(Poglavlja (7)/ strana (314) / slike/šeme (30) / grafikona (14)/ tabela (59) / referenci (193))
Naučna oblast: NO	Ekonomske nauke - Finansije
Naučna disciplina: ND	Poslovne finansije
Predmetna odrednica, ključne reči: PO	Korporativno upravljanje, zemlje u tranziciji, privatizacija, intelektualni kapital, merenje performansi preduzeća, finansijski aspekti upravljanja performansama preduzeća
UDK	
Čuva se: ČU	Biblioteka Ekonomskog fakulteta u Subotici, Matica Srpska
Važna napomena: VN	
Izvod: IZ	Korporativno upravljanje spada u atraktivno i dinamično područje istraživanja. Ono je posledica promene zakonodavstva, prateće regulacije koja se primenjuje na privredna društva, kao i regulative na tržištu kapitala. Adekvatno korporativno upravljanje, odnosno sistem korporativnog upravljanja doprinosi efikasnosti i efektivnosti preduzeća. Takođe, korporativno upravljanje olakšava pristup izvorima kapitala, kako spoljnim, tako i unutrašnjim. Korporativno upravljanje predstavlja skup propisa i procedura koji omogućavaju kompanijama viši nivo efikasnosti, te privlačenje finansijskih sredstava, kao i kvalitetnih kadrova. Kao i svaki drugi oblik upravljanja, korporativno upravljanje predstavlja način upravljanja preduzećem, njegovim strukturama, poslovnim politikama, poslovnom kulturom i uspostavljanjem odnosa sa interesnim grupama, kao i drugim licima od značaja za rast i razvoj preduzeća. Poseban aspekt efikasnosti preduzeća se odnosi na identifikaciju, merenje, implementaciju i unapređenje intelektualnog kapitala u preduzećima.
Datum prihvatanja teme od strane Senata: DP	24.1.2008. godine
Datum odbrane: DO	

<p>Članovi komisije: (ime i prezime / titula / zvanje / naziv organizacije / status) KO</p>	<p>predsednik: član: član:</p>
---	--

University of Novi Sad  
Faculty of Economics in Subotica

Key word documentation

Accession number: ANO	
Identification number: INO	
Document type: DT	Monograph documentation
Record type: TR	Textual printed material
Contents code: CC	Doctoral dissertation
Author: AU	mr Goran Šijan
Mentor: MN	Nenad Vunjak, PhD, Full Professor
Title: TI	Financial Aspects of Enterprise Performances Management in Selected Transitional Countries
Language of text: LT	Serbian
Language of abstract: LA	Serbian/English
Country of publication: CP	Republic of Serbia
Locality of publication: LP	Autonomous Province of Vojvodina
Publication year: PY	2015
Publisher: PU	Author's print
Place of publication: PP	Subotica, Segedinski put 9-11
Physical description: PD	(Chapters (7) / Pages (314) / Pictures-Schemes (30) / Figures (14) / Tables (59) / References (193))
Scientific field SF	Economic Sciences - Finance
Scientific discipline SD	Business Finance
Subject and key words SKW	Corporate governance, countries in transition, privatization, intellectual capital, measurement of performances of com- panies, financial aspects of performance management of companies
UC	

Permanent storage facility: PPF	Library of Faculty of Economics in Subotica Matica Srpska
Note: N	
Abstract: AB	Corporate governance is one of the attractive and dynamic areas of research. It is the result of changes in legislation, supporting regulation that is implemented on companies, and the legislation in the field of capital market. Adequate corporate governance or corporate governance system contributes to the effectiveness and efficiency of enterprises and improves their access to capital sources, both external and internal. Corporate governance is a set of regulations and procedures that enable companies a higher level of efficiency and attracting financial resources and the high-quality personnel. Like any other form of management, corporate governance is a way of managing the company, its structures, policies, business culture and establishing relations with stakeholders, as well as other persons of importance for the growth and development of enterprises. Special aspect of efficiency of enterprises is related to identification, measurement, implementation, and improvement of the intellectual capital in enterprises.
Accepted by the Scientific Board on: AS	24.1.2008.
Defended on: DE	
Dissertation defense board: DB	Chairman: Member: Member:

## Sadržaj

<b>Uvod</b>	<b>1</b>
<b>I KORPORATIVNO UPRAVLJANJE PREDUZEĆA</b>	
<b>1. Ciljevi i principi korporativnog upravljanja preduzeća</b>	<b>5</b>
1.1. Definisanje korporativnog upravljanja	5
1.2. OECD principi korporativnog upravljanja	8
1.3. Modeli korporativnog upravljanja	13
<b>2. Korporativno upravljanje u funkciji finansijskog poslovanja preduzeća</b>	<b>17</b>
<b>II TRADICIONALNE I SAVREMENE TEORIJE STRUKTURE KAPITALA U FUNKCIJI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA</b>	
<b>1. Tradicionalna teorija strukture kapitala preduzeća</b>	<b>23</b>
<b>2. Modigliani-Millerova teorija strukture kapitala</b>	<b>25</b>
<b>3. Savremena teorija strukture kapitala preduzeća</b>	<b>27</b>
3.1. Uticaj agencijske teorije i novijih shvatanja na teoriju strukture kapitala	27
3.2. Agencijski troškovi vezani za strukturu vlasništva i kontrolu	28
3.3. Agencijski troškovi vezani za investiciono ponašanje menadžera	28
3.4. Agencijski troškovi dugova (kredita)	29
3.5. Asimetrična informisanost i Myersova teorija strukture kapitala	30
<b>4. Fiskalni instrumenti i struktura kapitala</b>	<b>32</b>
4.1. Korporativni porezi	32
4.2. Korporativni porezi i porezi na lični prihod	34
4.3. Argument Mertona Millera u vezi korporativnog poreza	35
<b>5. Struktura kapitala i investiciona ulaganja preduzeća</b>	<b>37</b>
5.1. Administrativni okvir investicionih ulaganja	37
5.2. Metode procene investicionog ulaganja	41
<b>6. Rizici i investiciona ulaganja preduzeća</b>	<b>44</b>
6.1. Rizik investicionih ulaganja korporacija	44
6.2. Vrste rizika i struktura kapitala	46
6.3. Diverzifikacija investicionog portfolia	49



**III FINANSIJSKI ASPEKTI STUKTURE KAPITALA PREDUZEĆA**

<b>1. Cene akcija i načini njihovog izračunavanja</b>	<b>53</b>
1.1. Izračunavanja cena običnih (redovnih) akcija	54
1.2. Izračunavanje (utvrđivanje) cene preferencijalnih (prioritetnih) akcija	56
1.3. Izračunavanje cene akcija na osnovu tokova sredstava	58
1.4. Izračunavanje cene akcija na osnovu diskontovanja dividendi	59
1.5. Izračunavanje cene akcija na osnovu rasta dividendi	60
<b>2. Faktori cene akcija</b>	<b>63</b>
<b>3. Klasične i savremene teorije cene akcija</b>	<b>68</b>
<b>4. Indeks cena akcija na finansijskom tržištu</b>	<b>70</b>
<b>5. Okrupnjavanje, usitnjavanje i iskup akcija</b>	<b>73</b>
<b>6. Obveznice u funkciji dugovnog kapitala</b>	<b>75</b>
6.1. Tipologija i rejting obveznica	77
6.2. Cena, prinos i rizici ulaganja u obveznice	81
6.3. Podešavanje pozicije obveznica i opoziv obveznica	84
<b>7. Intelektualni kapital preduzeća</b>	<b>86</b>
7.1. Determinante intelektualnog kapitala preduzeća	87
7.2. Struktura i finansijski izvori intelektualnog kapitala preduzeća	92
7.2.1. Ljudski kapital	95
7.2.2. Strukturni kapital	97
7.2.3. Relacioni kapital	98
7.3. Finansijski metodi merenja intelektualnog kapitala preduzeća	100
7.3.1. Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti	104
7.3.2. Tobinov Q metoda	105
7.3.3. Ukalkulisana nematerijalna vrednost	106
7.4. Izveštaji o intelektualnom kapitalu u praksi nekih tržišno razvijenih zemalja	107
7.4.1. PLS Consult izveštaj	107
7.4.2. Ramboll izveštaj	109
7.4.3. Skandia izveštaj	112
7.4.4. Consultus izveštaj	116
7.4.5. Telia izveštaj	118
7.4.6. Izveštaj A B B	121
7.4.7. Sparekassen Nordjylland (Spar Nord ) izveštaj	126

**IV FINANSIJSKI MODELI MERENJA PEFORMANSI PREDUZEĆA**

<b>1. Tradicionalni modeli merenja finansijskih performansi preduzeća</b>	<b>139</b>
1.1. Stopa prinosa na poslovna sredstva (Return on Investment - ROI)	140
1.2. Reziudalni dobitak (Residual Income – RI)	142

1.3. Dodata ekonomska vrednost (Economic Value Added – EVA)	142
1.4. Stopa dobitka na prihod (Return on Sales – ROS)	147
<b>2. Savremeni modeli performansi preduzeća</b>	<b>147</b>
2.1. Merenje performansi vezano za dobavljače	148
2.2. Merenje performansi vezano za vreme	149
2.3. Merenje performansi vezano za zadovoljenje potreba kupaca	151
<b>3. Dizajniranje sistema merenja finansijskih performansi preduzeća</b>	<b>152</b>
3.1. Sistemi mera i upravljanja performansama preduzeća	154
3.2. Selekcija mera performansi prema izabranoj strategiji	156
3.3. Balanced Scorecard kao instrument izbora uravnoteženog sistema mera performansi	159

## V FINANSIJSKI ASPEKTI DIVIDENDNE POLITIKE PREDUZEĆA

<b>1. Moguće kontroverze dividendne politike preduzeća</b>	<b>165</b>
1.1. Teorija rezidualne dividende	166
1.2. Teorija irelevantnosti dividende	167
1.3. Teorija relevantnosti dividendi	168
<b>2. Vrste i tipovi dividendne politike preduzeća</b>	<b>169</b>
<b>3. Dividendna politika i kapitalni dobitak preduzeća</b>	<b>173</b>
<b>4. Modeli raspodele dividende preduzeća</b>	<b>175</b>
4.1. Raspodela neto dobitka	176
4.2. Interesi učesnika u raspodeli neto dobitka	180
4.3. Novčani tok u funkciji analize dividendne politike	182
<b>5. Modeli isplate dividende preduzeća</b>	<b>187</b>
5.1. Faktori od uticaja na donošenje odluke o isplati dividende	189
5.2. Alternativni načini isplate dividendi	192
5.3. Dividendna politika u Srbiji	195

## VI SAVREMENO RAČUNOVODSTVENO IZVEŠTAVANJE U FUNKCIJI FINANSIJSKOG UPRAVLJANJA PERFORMANSAMA PREDUZEĆA

<b>1. Nužnost globalizacije računovodstvenog izveštavanja</b>	<b>200</b>
<b>2. Uticaj harmonizacije na računovodstveno izveštavanje</b>	<b>203</b>
<b>3. Računovodstvena politika i procenjivanje pozicija finansijskog izveštavanja preduzeća</b>	<b>207</b>

3.1. Procena pozicija finansijskih izveštaja kao osnovno pitanje računovodstvenih politika	212
3.2. Potreba za merenjem i izveštavanjem o intelektualnom kapitalu	213
<b>4. Međunarodni računovodstveni standardi i Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja u funkciji efikasnog korporativnog upravljanja</b>	<b>216</b>

## **VII KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I PRIVATIZACIJA U ODABRANIM ZEMLJAMA U TRANZICIJI (ZEMLJE U USPONU)**

<b>1. Osnovni pravci tranzicije u Republici Srbiji</b>	<b>222</b>
1.1. Tranzicija, privatizacija i korporativno upravljanje u Srbiji	222
<b>2. Ekonomija 21. veka i odabrane zemlje u tranziciji</b>	<b>226</b>
2.1. Determinante korporativnog upravljanja u Bugarskoj	228
2.2. Determinante korporativnog upravljanja u Češkoj	235
2.3. Determinante korporativnog upravljanja u Mađarskoj	239
2.4. Determinante korporativnog upravljanja u Poljskoj	244
2.5. Determinante korporativnog upravljanja u Hrvatskoj	249
2.6. Determinante korporativnog upravljanja u Bosni i Hercegovini	253
<b>3. Problemi u procesu privatizacije i implementacije korporativnog upravljanja u odabranim zemljama u tranziciji i u Srbiji</b>	<b>259</b>
<b>4. Komparativna analiza razvoja i primene principa korporativnog upravljanja i transparentnosti stanja korporativnog upravljanja u odabranim zemljama u tranziciji i u Srbiji</b>	<b>263</b>
<b>5. Zaključna razmatranja o stanju korporativnog upravljanja u zemljama u tranziciji i u Srbiji</b>	<b>272</b>
<b>Zaključak</b>	<b>279</b>
<b>Literatura</b>	<b>294</b>
<b>Internet linkovi</b>	<b>303</b>

## Uvod

Korporativno upravljanje spada u atraktivno i dinamično područje istraživanja koje potiče od promene zakonodavstva, prateće regulative privrednih društava i tržišta kapitala, pri čemu adekvatno korporativno upravljanje, odnosno sistem korporativnog upravljanja doprinosi efikasnosti i efektivnosti preduzeća i poboljšanju njihovog pristupa izvorima kapitala, kako spoljnim, tako i unutrašnjim. Drugim rečima, korporativno upravljanje je skup propisa i procedura koji omogućavaju kompanijama viši nivo efikasnosti, te privlačenje finansijskih sredstava i kadrova. Kao i svaki drugi oblik upravljanja, korporativno upravljanje označava način upravljanja preduzećem i njegovim strukturama, poslovnim politikama, poslovnom kulturom i vidom uspostavljanja odnosa sa stejkholderima, kao i drugim licima od značaja za rast i razvoj preduzeća.

Drugim rečima, a po definiciji OECD, korporativno upravljanje uključuje skup odnosa između menadžmenta, upravnog odbora, akcionara i drugih interesnih grupa, obezbeđuje strukture kroz koje se postavljaju ciljevi preduzeća i determinišu načini postizanja ciljeva i monitoring performansi preduzeća. Osnovni cilj implementacije principa korporativnog upravljanja jeste stvaranje poverenja u odnosima unutar preduzeća, a koje, samo po sebi, predstavlja esenciju uspešnog poslovanja i povećanja atraktivnosti za investicije. Pri tome, na model organizacije korporacije, odnosno preduzeća koje implementira principe korporativnog upravljanja i definisanje njenog cilja, dominantan uticaj ima model kapitalizma zemlje, kao i uticaj ekonomskih (nacionalnih i međunarodnih) institucija. Iz navedenog i proizilaze specifičnosti korporativnog upravljanja u preduzećima zemalja u tranziciji, kojima kapitalizam, u relativnom smislu, predstavlja novinu (kako u kontekstu kasnije implementacije, tako i problema sa kojima se suočavaju ove zemlje i načina i nastojanja prevazilaženja tih problema).

U razvijenim zemljama je korporativno upravljanje poznata disciplina, ali je u većini bivših socijalističkih, komunističkih zemalja (u ovom primeru kojim se rad bavi, konkretno zemalja Istočne Evrope) učinjeno relativno malo. Nakon promene režima, odnosno „kraha“ socijalizma i započinjanja procesa privatizacije, kao i oživljavanja privrede baziranom na kapitalističkim modelima, korporativnim upravljanjem počeli su se baviti svi relevantni faktori u društvu i okruženju, kako korporativno upravljanje predstavlja suštinu modernog kapitalističkog privrednog poretka.

Navedeno predstavlja centralnu tačku rada. U radu će se kroz sve aspekte korporativnog upravljanja, te kroz istoriju i proces privatizacije, tranzicije i sprovođenja refor-

mi, kao i uvidom u trenutno stanje, izvršiti analiza i predstaviti efekti nastojanja odabranih zemalja u tranziciji da uvedu principe korporativnog upravljanja, te se, njihovom implementacijom uključe u savremene globalne tokove. Predmet razmatranja rada jeste korporativno upravljanja u sledećim zemljama u tranziciji: Bugarska, Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Mađarska, Češka, Poljska, a sa posebnim osvrtom na Srbiju (prvenstveno u komparativne svrhe). Svrha rada jeste predstavljanje i upoznavanje s korporativnim upravljanjem u navedenim zemljama, odnosno nivoom implementacije principa istog u tim zemljama.

Korporativno upravljanje zavisi od strukture političkog upravljanja date države u kontekstu donošenja zakonske regulative koja determiniše ovu oblast, od globalnih „pravila igre“ i načina vođenja akcionarskih društava kroz prizmu primera u svetskoj praksi. Poštovanje standarda korporativnog upravljanja ne znači formalno usvajanje istih, već način privređivanja kada ta pravila treba da postanu deo kulture poslovnog procesa u preduzećima.

Posmatrane zemlje koje su u prethodnom periodu ušle u proces tranzicije, susrele su se sa brojnim problemima prilikom prelaska na tržišni model poslovanja. Ograničenje daljem napretku svakako predstavlja, već spomenuto, nerazvijeno korporativno upravljanje. Dobro korporativno upravljanje preduzeću treba da omogući da se premosti gap i uspostavi balans između interesa onih koji upravljaju preduzećem i njegovih vlasnika (akcionara), uz istovremeno uvažavanje poverenje investitora, kreditora, zaposlenih i kupaca, što predstavlja stabilnu osnovu razvoja i dugoročnog prisustva na tržištu.

U prvom delu radu biće predstavljeno, definisano i objašnjeno korporativno upravljanje, OECD principi korporativnog upravljanja, ciljevi i modeli korporativnog upravljanja, kao i uloga istog u finansijskom poslovanju preduzeća.

Drugi deo rada bavi se pitanjem teorija struktura kapitala, kako tradicionalnim, tako i savremenim. Razrađuju se: tradicionalna struktura kapitala preduzeća, Modigliani-Millerova teorija strukture kapitala preduzeća i savremene teorije strukture kapitala preduzeća. Poseban osvrt izvršen je na fiskalne instrumente i odnos prema strukturi kapitala, kao i na odnos strukture kapitala i investicionih ulaganja preduzeća. Poslednji deo predmetnog poglavlja bavi se rizikom i investicionim ulaganjima preduzeća.

Treći deo rada odnosi se na „Finansijske aspekte strukture kapitala preduzeća“, pri čemu se analiziraju teme i pitanja vlasničkog kapitala preduzeća, odnosno načini izra-

čunavanja cene akcija i faktori od uticaja na cenu akcija, zatim dugovni kapital preduzeća. Posebno se razmatra intelektualni kapital preduzeća, kao nedovoljno istraženo i zastupljeno područje (prvenstveno u zemljama u tranziciji), odnosno njegovo definisanje, finansijski modeli merenja istog, upravljanja intelektualnim kapitalom preduzeća, te izveštavanje o intelektualnom kapitalu preduzeća.

Četvrti deo rada se bavi finansijskim modelima merenja performansi preduzeća, pri čemu se razmatraju: tradicionalne i savremene mere performansi preduzeća, pojmovi rezidualnog dobitka i dodate ekonomske vrednosti i sl. Takođe, vrši se analiza savremenih tendencija u razvoju sistema za merenje performansi.

Peti deo rada usmeren je na dividendnu politiku preduzeća, odnosno finansijske aspekte iste. U okviru poglavlja se predstavljaju i analiziraju teorije dividende (rezidualne, irelevantnosti, relevantnosti dividende), tipovi dividendne politike, raspodela neto dobitka, interesi učesnika u raspodeli neto dobitka, kao i modeli isplate iste, a sve s ciljem analize pomenutih kategorija u odabranim zemljama u tranziciji, koje su i predmet razmatranja ovog rada. Poseban osvrt izvršen je, u komparativne svrhe, na dividendnu politiku Srbije.

Šesti deo rada se bavi pitanjem savremenog računovodstvenog izveštavanja u funkciji finansijskog upravljanja performansama preduzeća, a kako isto predstavlja nezaobilazni deo korporativnog upravljanja svake zemlje, odnosno preduzeća, a što će biti i akcentovano kroz sintezu osnovnih karakteristika globalizacije tržišta i poslovanja, uticaja harmonizacije na računovodstveno izveštavanje i zahteva globalizacije u odnosu na računovodstveno izveštavanje. Poslednji deo ovog poglavlja predstavlja Međunarodne računovodstvene standarde i Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja u funkciji efikasnog finansijskog izveštavanja preduzeća.

Sedmi deo rada se bavi pitanjima korporativnog upravljanja i privatizacije u odabranim zemljama u tranziciji (u Češkoj, Hrvatskoj, Poljskoj, Mađarskoj, Bosni i Hercegovini i Bugarskoj). U okviru ovog poglavlja akcenat je stavljen na proces tranzicije kroz koje su navedene zemlje prošle (odnosno prolaze), proces privatizacije, uticaj privatizacije na poslovanje preduzeća ovih zemalja, uticaj globalizacije i pritisak uspostavljanja principa korporativnog upravljanja prilikom upravljanja preduzećima ovih država. Razmatraju se problemi s kojima su se navedene zemlje suočile u procesu privatizacije i implementacije principa korporativnog upravljanja. Vrši se kratka komparativna analiza, te razmatraju specifičnosti (kako sličnosti, tako i različitosti) u sprovođenju reformi i integrisanju „korporativnog duha“ u preduzećima zemalja koje

su predmet analize ovog rada. Osim toga, vrši se i kratka analiza trenutnog stanja korporativnog upravljanja u svetu i navedenim zemljama, a deo poglavlja se bavi i tranzicijom, privatizacijom i implementacijom principa korporativnog upravljanja u Republici Srbiji.

# I

## KORPORATIVNO UPRAVLJANJE PREDUZEĆA

### 1. Ciljevi i principi korporativnog upravljanja preduzeća

Korporativno upravljanje predstavlja strukturu procesa kojima se privredna društva usmeravaju ka bržem i održivom ekonomskom rastu. Adekvatan sistem korporativnog upravljanja doprinosi efikasnosti privrednih društava i poboljšanju njihovog pristupa spoljnim i unutrašnjim izvorima kapitala. Korporativno upravljanje spada u atraktivno i dinamično područje istraživanja koje potiče od promene zakonodavstva, prateće regulacije privrednih društava i tržišta kapitala, uopšteno posmatrano.

#### 1.1. Definisanje korporativnog upravljanja

U široj stručnoj literaturi je prisutan relativno mali broj preciznih definicija, koje bliže definišu pojam korporacije. Veoma učestalo se koristi definicija Jensena i Mecklinga iz 1976. godine, prema kojoj je korporacija forma pravne fikcije, koja služi da „uveže“ niz ugovornih odnosa. Ona se karakteriše deljivim rezidualnim pravima na njena sredstva i novčane tokove, pri čemu se data prava mogu prodati bez traženja saglasnosti drugih ugovornih strana.

Korporativno upravljanje predstavlja zajednički izraz za mešavinu propisa i različitih dobrovoljnih postupaka privrednih subjekata koji omogućavaju preduzećima unapređenje efikasnosti poslovanja i privlačenje finansijskih sredstava i kadrova. Korporativno upravljanje zapravo označava način na koji se upravlja preduzećem i njegovim strukturama, poslovnim politikama, kulturom i načinom na koji se uspostavljaju odnosi sa svim licima koja su od značaja za razvoj korporacije.<sup>1</sup>

Korporativno upravljanje se bavi pravima i odgovornostima rukovodstva preduzeća, njegovih odbora, akcionara i drugih zainteresovanih lica, objedinjujući pri tom veliki broj principa koji su usmereni ka interesima akcionara. Sa njim se želi postići adekvatan odnos između kontrole i transparentnosti upravljačke strukture i održavanja kvalitetnog i efikasnog procesa odlučivanja. Treba istaći da akcionarska društva, poštovanjem pravila korporativnog upravljanja, obezbeđuju zaštitu interesa svih akcionara i drugih zainteresovanih lica.<sup>2</sup>

Uobičajeno shvaćeni problemi korporativnog upravljanja ne javljaju se u svakom tipu firme, već samo tamo gde postoji veći broj vlasnika i odvojenost svojine od upravljanja.<sup>3</sup>

Korporativna kontrola se može definisati kao korišćenje prava koja proističu iz vlasništva. Vlasništvo u korporaciji ne znači i efektivnu kontrolu nad korporacijom. Berle i

---

1. Anđelić, M, Rodić, S, Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 11

2. Anđelić, M, Rodić, S, Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 12

3. Korporativno upravljanje i tranzicija u Srbiji, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2008. godine, str. 22



Means, u svojim istraživanjima, ukazuju da je pri datom malom vlasništvu prosečnog akcionara, odnosno velikom broju akcionara gotovo nemoguće da individualni akcionari vrše monitoring performansi menadžera i osiguraju usaglašenost interesa menadžera sa interesima akcionara.

Od početka 1930. godine, delovanje internih, za preduzeće specifičnih mehanizama kontrole, označava se terminom korporativno upravljanje. Pojam korporativnog upravljanja vezuje se za sistem kojim se definišu izvori, upotreba i ograničenja moći, identifikuju prava i obaveze, legitimišu akcije i determinišu odgovornost. Potreba za efikasnim korporativnim upravljanjem uklapa se, u najvećoj meri, u shvatanje agencijske teorije. Istraživači Fama i Jensen 1983. godine pokazuju da se agencijski problem može kontrolisati putem sistema odlučivanja koji razdvaja menadžment i kontrolu nad važnim odlukama koje se donose na svim nivoima dotične organizacije.

Pojedini autori pojam korporativnog upravljanja razmatraju u užem i širem smislu. Korporativno upravljanje se, u najužem smislu, vezuje za formalni sistem odgovornosti senior menadžera prema akcionarima. U najširem smislu reči ono podrazumeva mrežu formalnih i neformalnih odnosa svih interesnih grupa u korporaciji i konsekvenci tih odnosa na društvo u celini.

Takođe je neophodno naglasiti da korporativno upravljanje nije menadžment, već ono kreira okvir u kome se menadžment kao kontinuirana aktivnost odvija. Dokaz za to je da akcionari biraju upravni odbor koji bira menadžment. Vrednost se kreira uglavnom na bazi sposobnosti menadžmenta. Međutim, upravljanje je proces koji može sprečiti uništavanje vrednosti.

Korporacija predstavlja najkompleksniji organizacioni oblik preduzeća. Radi se o zajednici različitih interesnih grupa: akcionara, menadžmenta, kreditora, zaposlenih, kupaca, dobavljača, lokalne zajednice.<sup>4</sup>

Prema teoriji vlasničkih prava (property rights theory) posedovanje rezidualnih prava nad sredstvima korporacije označava se kao vlasništvo. Pri tome, vlasništvo pruža pravo kontrole upotrebe sredstava i obezbeđuje moć da se pravo kontrole i izvrši. Ova teorija se, između ostalog, bavi i pitanjem razdvajanja vlasništva i kontrole koje je posebno izraženo kod otvorenih, kotiranih, odnosno javno posedovanih korporacija. Model Berle-Means javno posedovane korporacije zasniva se na stavu: da visoka difuzija vlasništva nad korporacijom raskida vezu između vlasništva i kontrole i na taj način dovodi u pitanje ispunjenje cilja maksimizacije profita. Na osnovu navedenog, može se zaključiti, da vlasništvo predstavlja pre formalno pravo kontrole, ali ne i moć da se kontrola izvrši, kao što to ukazuje teorija vlasničkih prava. Osim toga, vlasnici korporacija su u većini slučajeva mnogobrojni pojedinci, najčešće relativno neorganizovani i često neinformisani o događajima u korporaciji, shodno čemu oni ne mogu vršiti kontrolu nad upotrebom sredstava korporacije, te u realnosti, prava kontrole poseduju menadžeri.

Problem razdvajanja vlasništva i kontrole je u okviru agencijske teorije (agency theory) preformulisan u problem razdvajanja snošenja rizika, odnosno vlasništva i

<sup>4</sup> Čolak Mihalik, M.: Korporaciono upravljanje i modeli korporacionog upravljanja, Prilozi saradnika, Vojvođanska banka ad Novi Sad, str. 30

menadžmenta (odlučivanja). U ovom slučaju se radi o tzv. agencijskom problemu. Navedeni problem je prisutan ne samo u odnosima u strukturi savremene korporacije, već i u svim drugim agencijskim odnosima, poput ugovornih odnosa u kojima jedna ili više osoba, tj. principal angažuju druge osobe, tj. agente da obavljaju neke usluge u njihovu korist. U ovakvim angažmanima se vrši delegiranje dela autoriteta agentima. U slučaju da su obe strane u agencijskom odnosu ekonomski racionalne, one će birati akcije kojima maksimiziraju sopstvenu korisnost, stoga postoji dobar razlog da se sumnja da agenti neće uvek raditi u najboljem interesu principala, što se označava kao konflikt interesa. Konflikt interesa može rezultirati udaljavanjem odluka menadžera od najboljeg interesa akcionara, što posledično dovodi do gubitka za akcionare. Autori Jensen i Meckling 1976. godine definišu agencijski problem kao problem razdvajanja snošenja rizika i menadžmenta, iznoseći pri tome stav da akcionari snose ukupan rezidualni rizik alokacije resursa učinjene od strane menadžera. Prema navedenim autorima konsekvence na lično blagostanje menadžera su proporcionalne samo njihovom učešću u vlasništvu.

Navedena pojava skretanja odluka menadžmenta od najboljeg interesa akcionara manifestuje se kao posledica činjenice da su menadžeri najčešće kratkoročno fokusirani stavljajući akcenat na kratkoročne, najčešće veće, performanse. Osim toga, menadžeri su zainteresovani za ukupan rizik preduzeća, dok su diversifikovani akcionari zainteresovani samo za onaj deo rizika koji ne mogu ukloniti diversifikacijom (sistematskim rizikom). Upravo to dovodi do zaključka da su, u poređenju sa akcionarima, menadžeri manje skloni da investiraju u rizične projekte preduzeća.

Agencijski problem nameće potrebu za obezbeđenjem određenih mehanizama kojima će se sprečiti ili umanjiti gubitak blagostanja akcionara. Akcionari mogu ograničiti odstupanje menadžmenta od interesa akcionara formulisanjem planova kompenzacija za menadžment ili putem monitoringa. Osnovni problemi koji se javljaju kod uspostavljanja sistema monitoringa menadžmenta odnose se na nedostatak stimulacije za monitoringom kod akcionara, kao i poteškoće identifikovanja i procene akcija koje preduzima menadžment.

U okviru teorija firme razvijena su i alternativna mišljenja, kojima se menja ili negira izneta postavka agencijske teorije. U okviru teorije nekompletnih ugovora (incomplete contracts theory) postojanje agencijskog problema se ne odbacuje, ali se sugerišu drugačiji način njegovog rešavanja. Ova teorija stavlja u prvi plan mogućnosti postizanja konsenzusa. Korporativno upravljanje je, u najširem smislu reči, sistem upravljanja i nadzora nad upravljanjem u akcionarskim društvima.

Prema stavovima Međunarodne finansijske korporacije (IFC), korporativno upravljanje se odnosi na strukture i procese upravljanja, usmeravanja i kontrole privrednih društava. Korporativno upravljanje predstavlja sistem odnosa između uprave, odbora, većinskih i manjinskih akcionara i drugih interesnih grupa.

Saglasno stavovima časopisa Journal of Finance (izdanje od 1997. godine), korporativno upravljanje se bavi načinima na koje dobavljači koji finansiraju preduzeća, sebi osiguravaju povrat investicija. Odnosno, drugim rečima, to je briga kreditora i akcionara kako mogu osigurati povrat svojih investicija sa očekivanim prinosom. U današ-

njem kontekstu, ova definicija izgleda sužena i ne odražava u potpunosti sva znanja koja bi korporativno upravljanje trebalo da pruži.

Korporativno upravljanje može se definisati: kao sistem kojim se usmerava i kontroliše poslovanje korporacije. Ono treba da obuhvati skup odnosa između menadžmenta preduzeća, upravnog odbora i akcionara, kao i drugih stejkholdera preduzeća. Putem korporativnog upravljanja postavljaju se ciljevi korporacija i određuju sredstva za ostvarenje definisanih ciljeva, kao i praćenje ostvarenih performansi korporacija. Dobro postavljeno korporativno upravljanje treba: da obezbedi odgovarajuće podsticaje, da se ostvare ciljevi koji su u interesu kompanije i njenih akcionara, da omogući efektivno praćenje poslovanja, kao i da podstakne korporacije da efikasno koriste resurse kojima raspolažu.

## 1.2. OECD principi korporativnog upravljanja

Na osnovu člana 1. Konvencije, potpisane u Parizu 14. decembra, 1960. godine, a koja je stupila na snagu 30. septembra 1961. godine, Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) promoviše politiku predviđenu<sup>5</sup>:

- (1) da se postigne najveći održivi ekonomski rast i zaposlenost, kao i povećanje životnog standarda u zemljama članicama, uz održavanje finansijske stabilnosti, te da se na taj način doprinese razvoju svetske ekonomije,
- (2) da u procesu ekonomskog razvoja doprinese zdravoj ekonomskoj ekspanziji u zemljama članicama, kao i u zemljama koje nisu članice i
- (3) da doprinese ekspanziji svetske trgovine na multilateralnoj, nediskriminacionoj osnovi u skladu sa međunarodnim obavezama.

Prvobitno su zemlje članice OECD bile Austrija, Belgija, Kanada, Danska, Francuska, Nemačka, Grčka, Island, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Norveška, Portugalija, Španija, Švedska, Švajcarska, Turska, Velika Britanija i SAD. Zatim su naknadno postale članice: Japan, Finska, Australija, Novi Zeland, Meksiko, Češka, Mađarska, Poljska, republika Koreja i Slovačka.

Prema OECD publikacijama, korporativno upravljanje uključuje skup odnosa između menadžmenta, upravnog odbora, akcionara i drugih interesnih grupa, obezbeđuje strukture kroz koje se postavljaju ciljevi preduzeća i determiniše načine postizanja ciljeva i monitoring performansi preduzeća. Bord direktora, tj. upravni odbor treba da obezbedi takvo korporativno upravljanje koje će ponuditi odgovore na ključna pitanja vezana za izgradnju i održavanje efektivnog procesa donošenja i sprovođenja odluka. Autor Collez smatra da su rutinski pristupi neophodni za ostvarivanje prethodnog cilja. Ti pristupi se odnose na:

- (1) odabir ili preciziranje delatnosti kojima će se korporacija baviti,
- (2) izbor pravih osoba u smislu njihovih sposobnosti i vrednosti,
- (3) poravnanje interesa borda i menadžmenta sa interesima akcionara,
- (4) razvijanje zajednički ugovorenih ciljeva,
- (5) politike i standarde performansi za top menadžment,

<sup>5</sup> OECD principi korporativnog upravljanja, Misija OEBS-a u Srbiji i Crnoj Gori, Sektor za ekonomska pitanja i politiku životne sredine, Beograd, 2004. godine, str. 2

- (6) ocenu planova koji se donose u svrhu ostvarenja ranije ugovorenih ciljeva,
- (7) održavanje dobre informisanosti o aktivnostima preduzeća,
- (8) prikladno reagovanje na rezultate, nagrađivanjem ili kažnjavanjem.

Prema definiciji prihvaćenoj od strane OECD-a i nekih autora: korporativno upravljanje predstavlja sistem kojim se korporacije vode i kontrolišu. Struktura korporativnog upravljanja utvrđuje raspodelu prava i obaveza različitih učesnika u korporaciji, kao što su: odbor direktora, akcionari, menadžeri i drugi zainteresovani, kao i pravila i postupke za donošenje korporativnih odluka. Time se, takođe, obezbeđuje struktura kojom se utvrđuju ciljevi kompanije, sredstva za njihovo postizanje, kao i sredstva za kontrolu izvršenja. Ovome, isto tako, treba dodati i pitanje društvene odgovornosti korporacija, odnosno činjenicu da se smatra da korporativno upravljanje ima uticaj na funkcionisanje korporacija u svom okruženju.

Verzija OECD-ovih „Principa upravljanja iz 2004. godine“ definiše korporativno upravljanje kao uključivanje paketa odnosa između uprave preduzeća, njenog odbora, njenih akcionara i drugih interesnih grupa. Dalje se, takođe, može reći da korporativno upravljanje obezbeđuje strukturu preko koje se uspostavljaju ciljevi preduzeća i sredstva za ostvarivanje ciljeva i nadgledanje njihovog ostvarenja. Dobro korporativno upravljanje bi trebalo obezbediti odgovarajuće podsticaje za odbor i upravu da ostvaruju ciljeve koji su u interesu preduzeća i njenih akcionara, uz obezbeđenje efikasnog monitoringa.

Svrha Principa upravljanja jeste da pomognu vladama zemalja članica OECD-a i zemalja koje nisu članice OECD-a u njihovim naporima da procene i poboljšaju pravni, institucionalni i regulatorni okvir za korporativno upravljanje u njihovim zemljama. Takođe, da obezbede i smernice i predloge za berze, investitore, korporacije i druge učesnike u proces razvoja dobrog korporativnog upravljanja. Principi upravljanja se fokusiraju kako na finansijske, tako i na nefinansijske kompanije čije akcije su ponuđene na tržištu. Navedeni principi predstavljaju opštu osnovu koju zemlje članice smatraju važnim za razvoj dobre prakse upravljanja. Principi su neobavezujući i nije im cilj da daju detaljna uputstva za nacionalno zakonodavstvo. Njima se pokušava identifikovanje ciljeva i predlaganje raznih sredstava za njihovo postizanje.<sup>6</sup>

Ovi principu se odnose na:

1. Obezbeđenje osnove za efikasan okvir korporativnog upravljanja – Okvir korporativnog upravljanja treba da promoviše transparentno i efikasno tržište, da bude u skladu sa vladavinom prava i da jasno artikuliše podelu odgovornosti među različitim nadzornim i regulatornim organima za sprovođenje zakona.
  - a) Okvir korporativnog upravljanja treba da se razvija uzimajući u obzir njegov uticaj na celokupne ekonomske rezultate, integritet tržišta i podsticaje koje stvara za učesnike na tržištu, kao i na unapređenje transparentnog i efikasnog tržišta.

---

<sup>6</sup> OECD principi korporativnog upravljanja, Misija OEBS-a u Srbiji i Crnoj Gori, Sektor za ekonomska pitanja i politiku životne sredine, Beograd, 2004. godine, str. 8-10

- b) Pravni i regulatorni zahtevi koji utiču na praksu korporativnog upravljanja u jurisdikciji treba da budu u skladu sa vladavinom prava, transparentni i sprovodivi.
  - c) Podela odgovornosti između različitih državnih organa u jurisdikciji treba da se jasno artikuliše i da obezbedi da se poštuje javni interes.
  - d) Nadzorni, regulatorni organi i organi za sprovođenje zakona treba da imaju ovlašćenje, integritet i sredstva za ispunjenje svojih obaveza na profesionalan i objektivan način. Osim toga, njihove odluke treba da budu pravovremene, transparentne i detaljno obrazložene.
2. Prava akcionara i ključne funkcije vlasništva – Okvir korporativnog upravljanja treba da zaštiti i olakša ostvarenje prava akcionara.
- a) Osnovna prava akcionara treba da obuhvate pravo na: sigurne metode registracije vlasništva, prenos akcija, pravovremeno i redovno dobijanje relevantnih informacija o kompaniji, učešće i glasanje na generalnoj skupštini akcionara, izbor i zamenu članova odbora i udeo u dobiti kompanije.
  - b) Akcionari treba da imaju pravo da učestvuju u odlučivanju i budu dovoljno informisani o odlukama koje se odnose na temeljne korporativne promene.
  - c) Akcionari treba da imaju mogućnost da efektivno učestvuju i glasaju na generalnoj skupštini akcionara i treba da budu informisani o pravilima, uključujući i proceduru glasanja, koja regulišu održavanje generalne skupštine.
  - d) Struktura kapitala i aranžmani koji omogućuju pojedinim akcionarima da steknu stepen kontrole nesrazmeran njihovom učešću u kapitalu, treba da budu obelodanjeni.
  - e) Tržištu korporativne kontrole treba omogućiti da funkcioniše na efikasan i transparentan način.
  - f) Treba omogućiti ostvarenje prava na vlasništvo svim akcionarima, uključujući i institucionalne investitore.
  - g) Treba omogućiti akcionarima, uključujući i institucionalne akcionare, da se između sebe konsultuju o pitanjima u vezi sa njihovim osnovnim pravima kao akcionara na način definisan Principima, uz izuzetke kojima se sprečava zloupotreba.
3. Ravnopravan tretman akcionara. Okvir korporativnog upravljanja treba da obezbedi ravnopravan tretman svih akcionara, uključujući i manjinske i strane akcionare. Svi akcionari treba da imaju mogućnost da obezbede efikasnu pravnu zaštitu u slučaju povrede njihovih prava.
- a) Svi akcionari iste klase treba da imaju jednak tretman.
  - b) Treba zabraniti nedozvoljeno trgovanje akcijama na osnovu poverljivih informacija i zloupotrebu u vidu poslovanja sa samim sobom.
  - c) Od članova odbora i ključnih rukovodilaca treba zahtevati da obelodane odboru da li oni, direktno, indirektno ili u ime trećih lica, imaju materijalnih interesa u bilo kojoj transakciji ili stvari koja je do direktnog uticaja na kompaniju.
4. Uloga zainteresovanih strana u korporativnom upravljanju. Okvir korporativnog upravljanja treba da priznaje prava zainteresovanih strana utvrđena zakonom ili zajedničkim sporazumima i da podstiče aktivnu saradnju izme-

đu kompanija i zainteresovanih strana u stvaranju bogatstva, radnih mesta i održivosti finansijski zdravih preduzeća.

- a) Treba poštovati prava zainteresovanih strana utvrđena zakonom ili zajedničkim sporazumima.
  - b) Kada su prava zainteresovanih strana zaštićena zakonom, zainteresovane strane bi trebalo da imaju mogućnost da obezbede efikasnu pravnu zaštitu u slučaju povrede njihovih prava.
  - c) Treba dozvoliti razvoj mehanizama za učešće zaposlenih kojima se poboljšavaju rezultati.
  - d) Tamo gde zainteresovane strane učestvuju u procesu korporativnog upravljanja, iste moraju imati pravovremen i redovan pristup relevantnim, potrebnim i pouzdanim informacijama.
  - e) Treba omogućiti zainteresovanim stranama, uključujući pojedinačne službenike i njihova predstavnička tela, da odboru slobodno saopšte svoje mišljenje o nelegalnoj i neetičkoj praksi, a da zbog toga njihova prava ne budu ugrožena.
  - f) Okvir korporativnog upravljanja bi trebalo dopuniti delotvornim, efikasnim okvirom za slučaj stečaja, kao i efikasnim ostvarivanjem prava poverilaca.
5. Obelodanjivanje podataka i transparentnost. Okvir korporativnog upravljanja treba da obezbedi da se pravovremeno i tačno obelodanjuju sve materijalne činjenice vezane za kompaniju, uključujući finansijsku situaciju, rezultate, vlasništvo i upravljanje kompanijom.
- a) Obelodanjivanje podataka treba da obuhvati, ali bez ograničavanja samo na njih, bitne podatke.
  - b) Informacije treba da se pripreme i obelodane u skladu sa računovodstvenim i standardima obelodanjivanja finansijskih i nefinansijskih podataka visokog kvaliteta.
  - c) Godišnju reviziju treba da obavi nezavisni, kompetentan i kvalifikovan revizor u cilju pružanja eksternog i objektivnog dokaza odboru i akcionarima da finansijski izveštaji nepristrasno predstavljaju finansijsko stanje i rezultate kompanije u svakom bitnom pogledu.
  - d) Eksterni revizori treba da odgovaraju akcionarima i imaju obavezu prema kompaniji da reviziju izvrše na propisan profesionalan način.
  - e) Kanali dostavljanja informacija treba da obezbede ravnopravan, blagovremeni i ekonomičan pristup korisnika relevantnim informacijama.
  - f) Okvir korporativnog upravljanja treba dopuniti delotvornim pristupom koji je usmeren na i koji promoviše pribavljanje analize ili saveta od strane analitičara, brokera, agencija za procenu i drugih, koji se odnose na odluke investitora, bez značajnih sukoba interesa koji mogu ugroziti integritet njihove analize ili saveta.
6. Odgovornost odbora. Okvir korporativnog upravljanja treba da osigura strateško vođenje kompanije, efikasno nadgledanje menadžmenta od strane odbora i odgovornost odbora prema kompaniji i akcionarima.
- a) Članovi odbora treba da deluju na osnovu celovitih informacija, u dobroj nameri, sa dužnom pažnjom i brigom i u najboljem interesu kompanije i akcionara.
  - b) U slučajevima gde odluke odbora mogu na različit način uticati na različite grupe akcionara, odbor treba da tretira sve akcionare pravično.

- c) Odbor treba da primeni visoke moralne standarde. Treba da uzme u obzir interese zainteresovanih strana.
- d) Odbor treba da vrši određene ključne funkcije.
- e) Odbor treba da bude u mogućnosti da objektivno i samostalno prosuđuje o korporativnim poslovima.
- f) Da bi mogli da ispunjavaju svoje obaveze, članovi odbora treba da imaju pristup tačnim, relevantnim i blagovremenim informacijama.

Principi upravljanja su po prirodi evolutivni i treba ih posmatrati u svetlu značajnih promena okolnosti. Da bi kompanije ostale konkurentne u svetu koji se menja, one treba da unose novine u praksu svog korporativnog upravljanja i da se prilagođavaju tako da zadovolje nove zahteve i iskoriste nove mogućnosti. Slično tome, Vlade država imaju odgovornost za oblikovanje delotvornog regulatornog okvira koji pruža dovoljnu fleksibilnost da omogući efikasno funkcionisanje tržišta i odgovori na očekivanja akcionara i drugih zainteresovanih strana.<sup>7</sup>

Pošto je jedan od osnovnih problema u korporacijama obezbeđivanje rada profesionalnih menadžera u najboljem interesu akcionara, predlaže se nekoliko metoda, odnosno mehanizama koji mogu da obezbede profesionalno upravljanje<sup>8</sup>:

- (1) oslonac na težnju menadžera da steknu i očuvaju sopstvenu poslovnu reputaciju,
- (2) usklađivanje interesa menadžmenta sa interesom korporacije i njenih vlasnika kroz podsticajne šeme nagrađivanja menadžera,
- (3) delegiranje kontrole nad menadžmentom upravnom odboru, kao predstavniku vlasnika koji bi trebalo da donosi strateške odluke i kontroliše menadžment,
- (4) jasno definisanje fiducijarne dužnosti menadžera prema korporaciji,
- (5) delimična koncentracija svojine i kontrole u rukama jednog ili par većih investitora, čime se ublažava problem koji donosi disperzija vlasništva,
- (6) tržište kapitala, kao signalnog instrumenta za loš rad menadžmenta,
- (7) preuzimanje firme od strane drugih onda kada se vrednost firme spusti ispod realne, a zbog lošeg rada uprave,
- (8) borba za zastupničke glasove u skupštini akcionara,
- (9) razne oblike zaštite manjinskih akcionara.

Problem koji se isto tako ispoljava u korporativnom upravljanju jeste i zloupotreba kontrole nad firmom i to prvenstveno na račun manjinskih akcionara. Ova „opasnost“ je pogotovo izražena u maloj zemlji poput Srbije, gde su i pravna i vanpravna ograničenja akcijama uprave kompanije skromna.

Postoje razni sistemi i metodi zaštite manjinskih akcionara<sup>9</sup>:

7 OECD principi korporativnog upravljanja, Misija OEBS-a u Srbiji i Crnoj Gori, Sektor za ekonomska pitanja i politiku životne sredine, Beograd, 2004. godine, str. 10

8. Korporativno upravljanje i tranzicija u Srbiji, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2008. godine, str. 18

9. Korporativno upravljanje i tranzicija u Srbiji, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2008. godine, str. 26

- (1) jačanje položaja manjinskih akcionara (pravilo jedna akcija jedan glas, mogućnost sazivanja skupštine akcionara, korišćenje kumulativnog načina glasanja za upravni odbor, pravo preče kupovine akcija iz nove emisije),
- (2) jačanje unutrašnjeg upravljanja (jačanje efikasnosti upravnog odbora, čvrsta regulacija transakcija između povezanih lica),
- (3) precizna regulacija konflikta interesa,
- (4) precizna regulacija o kompenzacijama menadžmenta,
- (5) mogućnost podnošenja tužbi protiv kontrolnog vlasnika za zloupotrebe,
- (6) detaljno i pravovremeno informisanje javnosti i akcionara o poslovima kompanije i sl.

Nijedan od ovih mehanizama nije perfektan, te stoga njihova kombinacija obično donosi željene rezultate, iako ne uvek i na svakom mestu.

### 1.3. Modeli korporativnog upravljanja

U zavisnosti od organizacije korporacije, upravni odbor, odnosno broj direktora, može se birati većinskim ili kumulativnim glasačkim sastavom. Ukoliko je prisutan većinski glasački sastav, tada akcionari imaju jedan glas za svaku akciju koju poseduju i u obavezi su da glasaju za svaki direktorski položaj koji je otvoren. Kod kumulativnog načina glasanja, akcionar ima mogućnost da kumulira glasove i da ih poveri manjem broju direktora koji se biraju. Kumulativnim načinom glasanja stvara se mogućnost da i manja interesna grupa akcionara utiče na izbor određenog broja direktora.<sup>10</sup> Upravljanje korporacijom podrazumeva direktno učešće akcionara na godišnjoj skupštini preduzeća, odnosno putem punomoći za zastupanje akcionara. Potpisivanjem punomoći, akcionar prepušta svoje glasačko pravo nekoj drugoj osobi.

Savremene tržišne ekonomije nalaze se u neprestanom procesu razvoja poslovanja i poslovnog ambijenta. U tom pravcu i strukturi upravljanja pripada značajno mesto. Zemlje koje su fokusirane na izgradnju savremenog tržišnog mehanizma, pažnju usmeravaju na stvaranje takvog tržišnog ambijenta u kome se poslovne transakcije odvijaju „slobodno“ i ekonomski motivisano. Sve je to praćeno izborom modela menadžmenta koji je odgovarajući za prelaznu fazu koja se odnosi na izmenu vlasničke strukture.

Sistem upravljanja kompanijom treba da je u funkciji njenog cilja poslovanja, pri čemu je neophodno definisati vrste kompanije i njihove ciljeve. Pored uspostavljanja strukture upravljanja u kompaniji treba da se permanentno bude u skladu sa promenama i turbulencijama u okruženju koje utiču na „slobodno“ tržište. U tom smislu, neophodno je obezbediti visoku lojalnost i propusnu moć složenih tehnoloških, organizacionih i finansijskih kapaciteta uz podršku visoke odgovornosti svih učesnika u procesu upravljanja.

Dva osnovna modela korporativnog upravljanja su:

- (1) autsajderski (outsider-based) ili anglosaksonski model i
- (2) insajderski (insider-based) ili kontinentalni model.

---

<sup>10</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 465



U odnosu na anglosaksonski model (outsajderski), kontinentalni model (insajderski) korporativnog upravljanja u većoj meri ističe ulogu drugih interesnih grupa u korporaciji. Osim navedena dva modela, u široj literaturi se ukazuje i na postojanje trećeg modela korporativnog upravljanja, koji se naziva japanski model. Ovaj model, po svojim karakteristikama, u većoj meri liči na kontinentalni model korporativnog upravljanja i označava kao insajderski model.

U skladu sa prethodno navedenim, a shodno mišljenju većine autora iz ove oblasti, osnovnim modelima korporativnog upravljanja se mogu smatrati:

- (1) jednodomni ili jednoslojni model korporativnog upravljanja,
- (2) dvodomni ili dvoslojni model korporativnog upravljanja,
- (3) japanski jednodomni model korporativnog upravljanja,
- (4) mešoviti model korporativnog upravljanja.

Jednodomni ili jednoslojni model korporativnog upravljanja (anglosaksonski model korporativnog upravljanja) je sistem anglosaksonskog prava (USA, Velika Britanija), a predstavlja sistem u kome je funkcija upravljanja u rukama jednog ili više lica ili osoba, tj. direktora ili članova upravnog odbora, a koje bira skupština akcionara. Po ovom sistemu, upravni odbor iz reda svojih članova ili stalno zaposlenih bira jednog ili više izvršnih direktora, dok je najčešće predsednik upravnog odbora i predsednik uprave ili prvi izvršni direktor. Za jednodomni model korporativnog upravljanja je karakteristično ograničeno akcionarstvo banaka i drugih institucionalnih investitora i likvidno i razvijeno tržište kapitala.

Veoma često je prisutno neprijateljsko preuzimanje firme (preduzeća). Ono što je specifično za ovaj model korporativnog upravljanja jeste slaba moć sindikata, slabo razvijena državna i socijalna politika, kao i slab sistem socijalne demokratije. U ovom modelu je glavno pravilo: jedna akcija ima važnost jednog glasa. Sve ovo dovodi do zaključka da je jednodomni model korporativnog upravljanja nastao u uslovima akcionarskog kapitalizma.

Neke od karakteristika ovog modela su:

- (1) konkurencija u svim oblastima, dominacija privatnog nad javnim upravljanjem,
- (2) potiskivanje uloge moćnih privatnih institucionalnih investitora i forsiranje javne emisije akcija kao glavnog izvora finansiranja,
- (3) uređivanje korporativnog upravljanja dispozitivnim normama,
- (4) kompletno odvajanje upravljanja od vlasništva,
- (5) izuzetno laka mogućnost za akcionare da pokreću sudske postupke protiv štetnih odluka uprave društva,
- (6) motivisanje uprave preko ugovora koji naknadu za njihov rad vezuje za uspeh korporacije,
- (7) razvijena javna kontrola kvaliteta upravljanja,
- (8) razvijena sudska praksa itd.

Ekonomska teorija kao ključne prednosti akcionarski orijentisanog kapitalizma ili jednodomnog ili jednoslojnog korporativnog upravljanja posebno izdvaja i navodi:

- (1) prednost kod započinjanja biznisa i uvođenja nove tehnologije,
- (2) podstiče inicijativnost, individualnost i inovativnost,
- (3) politička neutralnost,
- (4) podsticaj profesionalizacije menadžera,
- (5) diversifikacija rizika,
- (6) relativno visoki prinosi od ulaganja u akcije.

Sa druge strane, najčešće isticani nedostaci ovog modela su:

- (1) maksimiziranje rezultata na kratak rok zapostavlja strategiju razvoja na dugi rok,
- (2) cena akcija se bazira na kratkoročnoj strategiji, što onemogućuje strategiju istraživanja i razvoja,
- (3) slaba kontrola uprave od strane disperzovanih akcionara,
- (4) relativno slabe akcionarske skupštine i relativno moćni upravni odbori,
- (5) vezivanje naknade upravi za uspeh kompanije na tržištu kapitala kroz cenu akcija,
- (6) slaba zaštita drugih interesa u kompaniji.

Problem korporativnog upravljanja u ovom modelu prvenstveno potiče od nedostataka u funkcionisanju internih mehanizama kontrole. Eksterni, tržišni mehanizmi kontrole bi trebalo da reaguju tek ako interni mehanizmi kontrole ne reaguju u dovoljno dugom vremenskom roku. Autori kao što su: Jensen, Kaplan, Dann, De Angelo, Pound (kao i brojni drugi autori) ukazuju da su mehanizmi interne kontrole neuspešni u usmeravanju i prisiljavanju menadžera u smeru maksimiziranja efikasnosti i vrednosti. Prema stavovima Jensena, između ostalog, se ističe da interni sistemi kontrole u korporacijama nisu uspeli da nauče kako da obave posao koji je dodeljen. Pod internim mehanizmima kontrole se podrazumevaju odbor direktora, veliki (krupni) akcionari i menadžeri.

Dvodomni ili dvoslojni model korporativnog upravljanja (nemački, stejkholder, kontinentalni model korporativnog upravljanja) je karakterističan za nemačko pravo, ali ga alternativno u kombinaciji sa jednodomnim modelom usvaja i novo francusko zakonodavstvo. Ovaj model se sastoji u tome, što u akcionarskim društvima u principu postoje dva odbora: upravni odbor u užem smislu i nadzorni odbor. Izuzetno, u akcionarskim društvima sa manjim kapitalom, funkciju upravnog odbora može da vrši jedno lice, tj. generalni direktor. U ovom sistemu članove nadzornog odbora bira skupština, a nadzorni odbor bira članove upravnog odbora. Dvodomni model korporativnog upravljanja, razvio se u okruženju koji podrazumeva dominaciju banaka kao akcionara u upravljanju kompanijama, spoj uloge poverioca, značajnog akcionara i kontrolora preko vršenja glasačkih prava i koncentrisano akcionarstvo. Najčešće se u slučaju ovog modela radi o nerazvijenom tržištu kapitala, relativno nerazvijenom neprijateljskom preuzimanju, relativno zanemarljivoj ulozi malih akcionara i jakim sindikatima. Još jedna odlika dvodomnog modela korporativnog upravljanja odnosi se na razvijenu socijalnu politiku i socijalnu demokratiju.

Bitna karakteristika ovog modela se odnosi na nedovoljno izraženu odvojenost vlasništva od upravljanja u uslovima koncentrisanog akcionarstva. Uprava firme je uglavnom oslobođena od uspeha na kratak rok i po pravilu kod nje dominira dugoročna

strategija. Model je politički determinisan. Kvalitet uprave ne zavisi od tržišta koliko od procene od strane glavnih akcionara, a koncentrisano akcionarstvo i slaba disperzija slabi prava akcionara, pri čemu, sa druge strane, uvećava sigurnost radnih mesta (socijalna sigurnost).

Bez razlike što pojedini autori smatraju da kontinentalni model korporativnog upravljanja ima izvesne superiorne karakteristike u odnosu na jednoslojni model, on ima i značajne nedostatke. Glavne slabosti ovog modela korporativnog upravljanja su:

- (1) nedovoljno razvijena konkurencija i tržišta zbog ograničenja u transferu akcija i tržište rada zbog socijalne demokratije,
- (2) netransparentno upravljanje i potencijalni sukob interesa dominantnog akcionara i dužnosti njegove lojalnosti prema kompaniji,
- (3) slaba zaštita interesa malih akcionara,
- (4) potencijalni sukob interesa akcionara i uprave zbog dužnosti da u uslovima socijalne demokratije i saodlučivanja radi posebno i u interesu zaposlenih,
- (5) heterogenost interesa predstavnika kapitala.

Sa druge strane, ekonomska teorija kao ključne prednosti ovog modela ističe:

- (1) cena kapitala kroz kredite je u principu jeftinija u odnosu na cenu kapitala gde banke nisu većinski akcionari,
- (2) sukob interesa kredita i kapitala se lakše rešava,
- (3) u odnosu na male disperzovane akcionare, u principu banke ili kao poverioci ili kao akcionari uživaju bolju sudsku zaštitu.

Kontinentalni model korporativnog upravljanja sa koncentrisanim vlasništvom i jakom ulogom banaka se može primenjivati u zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji, gde se ne može očekivati da finansijsko tržište odigra značajniju ulogu u finansiranju kompanija. Dodatni problem je slabo definisana ciljna funkcija koju menadžment prati. To rezultira njegovom neefikasnošću, kao i nelikvidno tržište akcija koje čini cenu akcija nedovoljno reprezentativnom.

Vremenom su se ova dva modela korporacije približila, što je uglavnom bilo uslovljeno globalizacijom svetske ekonomije. Talas internacionalnih merdžera i preuzimanja preduzeća rezultirao je time, da preduzeća kupci instaliraju svoje modele na inostranom terenu. S obzirom na činjenicu, da je znatno više angloameričkih korporacija steklo uporište u kontinentalnoj Evropi, ocenjuje se da akcionarski model odnosi prevagu.

Japanski jednodomni model korporativnog upravljanja je mešavina, odnosno kombinacija anglosaksonskog i nemačkog modela. On je u osnovi jednodomni model, ali sa odlikama američko-britanskog jednodomnog modela korporativnog upravljanja i nemačkog dvodomnog modela korporativnog upravljanja. Razvio se u istom okruženju kao i nemački dvodomni model upravljanja, sa određenim specifičnostima koje se odnose na smanjenu ulogu nacionalnih sindikata, ali i pojačanu ulogu tradicije, kulture i države. Zato se on označava kao državno orijentisani model korporativnog upravljanja. Osnovne karakteristike navedenog modela su:

- (1) velika uloga banaka kao kontrolnih akcionara i monitora,
- (2) zanemarljiva uloga ostalih malih akcionara,
- (3) neograničeno ukršteno akcionarstvo,
- (4) slabo razvijeno neprijateljsko preuzimanje,
- (5) sistem doživotnog zaposlenja,
- (6) unutrašnje, tj. zatvoreno tržište izbora menadžera i zaposlenih,
- (7) razvijeni korporativni sindikalizam, a ne nacionalni sindikalizam,
- (8) odbor direktora, tj. upravni odbor radi u interesu kompanije i ne trpi pritisak akcionara.

Mešoviti sistem, tj. model korporativnog upravljanja sadrži u sebi karakteristike i jednodomnog i dvodomnog modela korporativnog upravljanja. Prisutan je u mnogim evropskim državama, poput Italije, Nemačke, Francuske i Švedske. Ovaj model ima svoje specifičnosti u zavisnosti od toga u kojoj državi se razmatra, pošto se njegova primena, odnosno njegove dominantne karakteristike razlikuju od države do države.

Fenomen, praksa i mogućnosti reformisanja sistema korporativnog upravljanja najviše su diskutovani i istraživani u anglosaksonskom korporativnom kontekstu. Početkom devedesetih godina prošlog veka u Velikoj Britaniji i SAD intenzivirana je rasprava o mogućnostima reformisanja sistema korporativnog upravljanja, a u cilju kreiranja i održavanja efikasnosti procesa odlučivanja. Podsticaj za raspravu je sama praksa korporativnog upravljanja u anglosaksonskom modelu koja dovodi ove privrede u inferiornu poziciju u odnosu na evropske i japanske konkurente. U skladu sa time su usledili određeni pokušaji, najčešće u vidu preporuka, promena koje je neophodno izvršiti u cilju ublažavanja nedostataka datog modela upravljanja.

Ni jedan od navedenih modela korporativnog upravljanja ne odgovara disperzovanoj akcionarskoj strukturi i nije moguće prihvatiti da neki od njih bude univerzalno efikasan i prihvaćen i u drugim društvima, sa različitom akcionarskom strukturom i različitim pravnim sistemom, kulturom i tradicijom.

Modeli korporativnog upravljanja su se vremenom menjali, što su neki autori tumačili kao približavanje jednog modela drugom (npr. približavanje nemačkog modela japanskom). Međutim, promene koje su usledile ne mogu da se tumače kao konvergencija jednog modela sa drugim. Promene, koje inače nisu menjale suštinu samih modela, niti njihove glavne karakteristike, bile su adaptivnog karaktera koje su nastale kao posledica promena na okruženje.

## 2. Korporativno upravljanje u funkciji finansijskog poslovanja preduzeća

Korporativno upravljanje je samo deo šireg ekonomskog konteksta u kojem posluju firme, a koji obuhvata makroekonomsku politiku i stepen konkurencije na tržištu proizvoda i faktora. Okvir korporativnog upravljanja takođe zavisi od zakonskog, regulatornog i institucionalnog okruženja.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> OECD principi korporativnog upravljanja, Misija OEBS-a u Srbiji i Crnoj Gori, Sektor za ekonomska pitanja i politiku životne sredine, Beograd, 2004. godine, str. 8-10

U razvijenim zemljama je korporativno upravljanje poznata disciplina, ali je na području Jugoistočne Evrope po pitanju korporativnog upravljanja učinjeno vrlo malo. Zapostavljanje korporativnog upravljanja može se pripisati datom načinu privređivanja. Nakon „pada“ socijalizma i pojave privatizacije, kao i oživljavanja privrede po uzoru na kapitalističke modele, korporativnim upravljanjem su se počeli baviti svi relevantni faktori u našem društvu i okruženju. Korporativno upravljanje predstavlja suštinu modernog kapitalističkog privrednog poretka. Ono zavisi od strukture političkog upravljanja određene zemlje u smislu donošenja zakonske regulative koja reguliše ovu oblast, ali isto tako ili još više, od globalnih pravila igre i načina vođenja akcionarskih društava kroz pozitivne primere u svetskoj praksi. Posmatrano sa makro nivoa, nesporno je da su prethodno spomenuta pravila globalizovana pravila poslovnog sveta, što je dovoljan razlog da se ona prihvate kao univerzalna. Poštovanje ovih standarda ne znači formalno usvajanje istih, već način privređivanja kada ta pravila treba da postanu deo kulture poslovnog procesa u preduzećima.

Korporativno upravljanje označava način na koji se upravlja preduzećem i njegovim strukturama, poslovnim politikama, kulturom i načinom na koji se uspostavljaju odnosi sa svim licima koja su od značaja za razvoj preduzeća. Isto je od velikog značaja za privrede, gde vlada oskudica neophodnih finansijskih i ljudskih resursa. Korporativne finansije se mogu opisati kao izučavanje odluka koje svako preduzeće treba da donese.<sup>12</sup>

Akcionarska društva poštovanjem pravila korporativnog upravljanja obezbeđuju zaštitu interesa svih akcionara i drugih zainteresovanih lica. Viši nivo zaštite akcionara znači i viši nivo atraktivnosti preduzeća za investicije. Odgovorno ponašanje preduzeća je pretpostavka ozbiljnijeg priliva zdravog kapitala i povećanja poslovne saradnje sa inostranim preduzećima.

Od toga koliko se preduzećima dobro upravlja, zavisiće i njihova tržišna pozicija i rezultati, kao i reputacija. „Loše“ upravljanje preduzećem slabi njegov potencijal, uzrok je finansijskih poteškoća, pri čemu postaje i idealno „tlo“ za zloupotrebe. Kod takvih preduzeća nije pitanje da li će biti u problemima, već samo kada će se to dogoditi.

Osnovno pitanje koje se postavlja kod korporativnog upravljanja jeste pitanje raspodele moći unutar privrednog društva, odnosno pitanje ko donosi odluke u privrednom društvu i čiji se interesi pri tom uzimaju u obzir. Subjekti o čijim interesima se radi su brojni: od akcionara koji su vlasnici akcija iz kojih proizilaze određena upravljačka, imovinska i druga prava, uprave koja je ovlašćena da vodi svakodnevno poslovanje društva, zaposlenih koji svojim radom omogućavaju obavljanje delatnosti, kreditora koji osiguravaju društvu novčana sredstva, te poslovnih partnera koji stupaju u poslovne odnose sa društvom.

Sve zemlje koje su u protekloj deceniji dvadesetprvog veka ušle u proces tranzicije, susrele su se sa brojnim problemima prilikom prelaska na tržišni model poslovanja. Ograničenje daljem napretku svakako predstavlja nerazvijeno korporativno upravljanje, koje uz slabo sprovođenje zakonskih propisa čini veliki broj domaćih preduzeća veoma rizičnim za ulaganja. Pozitivne efekte dobrog korporativnog upravljanja na

12. Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 3

tržištu kapitala prvenstveno mogu iskoristiti javna akcionarska društva, ali i drugi oblici organizovanja. Ti oblici organizovanja su društva sa ograničenom odgovornošću, koja dodatna sredstava za finansiranje poslovnih projekata prikupljaju na tržištu hartija od vrednosti. Dobro korporativno upravljanje preduzeću omogućava da se premesti jaz i uspostavi balans između interesa onih koji upravljaju preduzećem i njegovih vlasnika (akcionara), uz istovremeno uvažavanje poverenja investitora, kreditora, zaposlenih i kupaca, što predstavlja stabilnu osnovu razvoja i dugoročnog prisustva na tržištu.

Korporativno upravljanje je značajan faktor u stvaranju vrednosti za akcionare. Institucionalni investitori imaju tendenciju da procenjuju širok spektar aspekata korporativnog upravljanja i sačinjavaju listu ključnih ciljeva u vezi sa korporativnim upravljanjem. Ključne oblasti korporativnog upravljanja na koje se usmeravaju institucionalni, a sve više i individualni investitori obuhvataju:

- (1) sastav odbora kompanije,
- (2) nezavisnost komisija,
- (3) naknadu vezanu za učinak (posedovanje akcija i opcija od strane direktora) i konačne odredbe za sprečavanje preuzimanja.

Sastav i struktura odbora kompanija jasno ukazuje: (1) na sposobnost kompanija da uspešno odgovore na izazove u poslovanju, (2) da se bave pitanjima izbora budućih rukovodećih kadrova, (3) da traže mogućnosti za akviziciju i reaguju na ponude o preuzimanju. Osim toga, nezavisnost koju imaju komisije za reviziju, naknade i nominovanje ima znatan uticaj na kvalitet upravljanja. Posedovanje akcija i opcija od strane direktora u većini slučajeva poboljšava odlučivanje i uvećava vrednost za akcionare.

Sa aspekta najbolje prakse u korporativnom upravljanju ne preporučuje se institucionalizovanje odredaba o sprečavanju preuzimanja njihovim unošenjem u akte kompanija. Osnovni koncept «jedna akcija – jedan glas» jeste prioritet. Sva pravila koja podržavaju ovaj princip posmatraju se kritički. Smatra se da sve odredbe koje upravi daju moć da blokira neprijateljska preuzimanja ograničavaju sve ono što je u najboljem interesu akcionara.

Tri osnovna principa korporativnog upravljanja finansijama preduzeća su<sup>13</sup>:

- (1) investicioni pristup (ulaganje sredstava samo kada se očekuje da će prinos biti veći od minimalno prihvatljivog prinosa),
- (2) princip finansiranja (maksimiziranje vrednosti investicija na osnovu optimalne kombinacije duga i akcijskog kapitala),
- (3) dividendni princip (u slučaju nemogućnosti pronalaska investicija koje generišu minimalni zahtevani prinos ili minimalnu zahtevanu stopu prinosa, preduzeća moraju celokupan iznos profita da isplate vlasnicima preduzeća).

Odnos između dobrog korporativnog upravljanja i dobrih rezultata je više prisutan u državama sa „slabim“ zakonskim sistemima koje pružaju više prostora za zloupotreba

13. Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 4

prava akcionara. Kompanije mogu da amortizuju uticaj neefikasnih zakona i njihove primene u određenoj meri, tako što će u svojim aktima usvojiti mere za dobro korporativno upravljanje i zaštitu investitora. Međutim, to nikako nije zamena za „dobar“ pravni sistem koji obezbeđuje dovoljnu zaštitu za investitore. Stoga kreatorima politike prioritet treba da bude reforma pravnog sistema u sferi korporativnog upravljanja.

Tokom poslednjih godina tranzicije srpsko zakonodavstvo je potpuno reformisano u pravcu uobičajenog za tržišne ekonomije. Doneti su Zakoni koji regulišu poslovanje i ekonomsku aktivnost u celini. Tako Srbija danas ima novo ekonomsko zakonodavstvo, kao i novi Ustav koji na moderan način okvirno reguliše osnovne ekonomske odnose. Neki Zakoni su dobro napisani, dok ima i onih koji nisu na jednakom nivou. Pozitivne okolnosti za uspešnost tranzicije se odnose na dve činjenice. Prva je, prilično iskustvo koje je prikupljeno tokom tranzicija koje su ranije sprovedene u istočnoevropskim zemljama. Druga je, želja nekih međunarodnih finansijskih institucija da se pokažu u boljem svetlu nego ranije, pa je stoga Srbiji pružana bolja tehnička i veća finansijska pomoć.<sup>14</sup>

Uz pojam korporativnog upravljanja vezuju se dve reči: odgovornost i transparentnost, a odnedavno još dve: moral i etika. Diskusija je neophodna za države u kojima je pojam odgovornosti vrlo fleksibilan, a treba da se odvija u dva pravca, same korporativne prakse i kulture, kao i zakonskog okvira za izgradnju takvog korporativnog upravljanja koje će uključiti spomenute vrednosti.

Prema nalazima Svetske banke, u većini tranzicionih zemalja ova zaštita je zakonski još nejasna, sudovi nemaju dovoljno iskustva u ovoj materiji, postupci su dugotrajni, a arbitraža bez jasnih principa.

Može se konstatovati još jedna slaba tačka korporativnog upravljanja u tranzicionim ekonomijama. Radi se o transparentnosti i objavljivanju pouzdanih i relevantnih podataka, koji se smatraju ključnim za efikasnu praksu korporativnog upravljanja i funkcionisanja tržišta kapitala. Iako ovde zakonska regulativa postavlja relativno visoke standarde, praksa je često takva da javnost, pa i potencijalni investitori malo veruju informacijama koje kompanije objavljuju.

U vezi sa prethodno navedenim, ono što je bitno istaći u vezi korporativnog upravljanja jeste činjenica, da bez obzira na niz zakonskih propisa koji određuju i uslovljavaju korporativno upravljanje, mnoga pitanja su više etičke, nego pravne prirode. Samim tim se i visok kvalitet korporativnog upravljanja može postići isključivo kada je ponašanje učesnika na tržištu, pored zakonskih propisa, regulisano i dobrovoljno usvojenim etičkim standardima.<sup>15</sup>

Etika se može shvatiti kao skup moralnih normi i principa kojima se utemeljuju željeni standardi. Etika je veoma značajna za poslovanje svake organizacije jer predstavlja vodič za ponašanje svih njenih članova. Ona podrazumeva da postoje prava i obaveze

14. Korporativno upravljanje i tranzicija u Srbiji, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2008. godine, str. 38

15. Anđelić, M, Rodić, S, Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 13

preduzeća prema pravnim i fizičkim licima u međusobnim odnosima. Poslovna etika svojim proaktivnim pristupom omogućava da se razreše različite dileme i u turbulentnom okruženju održi kurs u skladu sa utvrđenim ciljevima.<sup>16</sup>

Posmatrano u užem smislu reči, problem korporativnog upravljanja ne odnosi se na sva preduzeća, pa čak ni na sve oblike korporatizovanih preduzeća, već samo na one oblike preduzeća u kojima je svojina odvojena od upravljanja. To zapravo znači, da se problem korporativnog upravljanja javlja kod akcionarskih društava kojima, umesto njihovih vlasnika, upravljaju profesionalni menadžeri. Razlike u upravljanju ispoljavaju se u pogledu: strateške orijentacije, realizacije poslovnih mogućnosti, korišćenja resursa, kontrole resursa, organizacije upravljačke strukture i sl. Međutim, suštinska razlika između ovih preduzeća, ispoljava se u mogućnosti vlasnika da utiču na realizaciju svojih ciljeva kroz rezultate poslovanja preduzeća. Isto se prvenstveno odnosi na otežanu kontrolu upravljanja od strane menadžera, pošto akcionari ne mogu da raspoložu svim informacijama o odlukama i postupcima menadžera. Kod preduzeća čije poslovanje neposredno vode njihovi vlasnici navedeni problem nije prisutan, pošto se radi o personalnom jedinstvu vlasnika i menadžera.

Neophodno je ukazati i na činjenicu do koje se došlo na bazi empirijskih istraživanja, a koja govori o tome da je javni sektor neefikasniji u odnosu na privatni sektor. Sprovedena teorijska istraživanja ukazuju na brojne uzroke relativne neefikasnosti javnih preduzeća. Najvažnije među njima nudi teorija svojinskih prava, po kojoj se uzroci niže efikasnosti javnih preduzeća u poređenju sa privatnim preduzećem nalaze u nedostacima javne svojine. Suštinska razlika između privatne i javne svojine je u tome što javna svojina nije transferabilna. Pošto ona nije transferabilna, svojinska prava u javnim preduzećima nisu sastavni deo tržišta kapitala. Time se gubi pozitivan uticaj tržišta kapitala na efikasnost upravljanja javnim preduzećima. Za razliku od javnih preduzeća, tržište kapitala kod akcionarskih preduzeća ima značajnu ulogu u kontroli upravljanja. Transakcije na tržištu kapitala, koje se odnose na kupovinu i prodaju akcija ili čak preuzimanje celih preduzeća, u dugom vremenskom periodu, odražavaju očekivanja učesnika transakcija u pogledu buduće profitabilnosti preduzeća. Sve dok te transakcije odražavaju očekivanja učesnika na tržištu, dotle se očekivani dobiti ili gubici od tekućih upravljačkih akcija kapitalizuju u cenama akcija. Nemogućnost prodaje ili zamene vlasničkih prava u javnim preduzećima, onemogućava ovaj pritisak tržišta kapitala na menadžere da efikasno upravljaju preduzećem.

Pored navedenog na niži stepen upravljačke efikasnosti javnih preduzeća u odnosu na privatna preduzeća utiču i svi faktori koji doprinose nižoj osetljivosti na rizik ovih preduzeća. Usled finansijske podrške države, znatno se smanjuje rizik bankrotstva javnih preduzeća. Osim toga, javna preduzeća u nekim slučajevima mogu koristiti otpis ili odlaganje dugova. Specifični status koji javna preduzeća imaju, onemogućava preuzimanje ovih preduzeća od strane drugih preduzeća, što dovodi do umanjenja rizika. Zbog manjeg rizika, javna preduzeća nisu prinuđena da strogo poštuju finansijsku disciplinu kao što je to slučaj sa privatnim preduzećima. Konkurentski pritisak manji je i stoga što javna preduzeća obično nisu prinuđena da pozajmljuju sredstva za poslovanje na tržištu novca i kapitala, s obzirom na garancije države i finansijsku podršku koju od nje uživaju. U slučaju da se sredstva pozajmljuju, to se obično odvija

---

16. Anđelić, M, Rodić, S, Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 13



pod povoljnijim uslovima u odnosu na privatni sektor. Sve prethodno navedeno, dovodi do nižeg stepena efikasnosti javnih preduzeća.

Pored proizvodnje, neefikasnosti javnim preduzećima se pripisuje i alokativna neefikasnost u smislu njihove nedovoljne zainteresovanosti da odgovore na sve zahteve tržišta, pre svega u pogledu količina i kvaliteta, kao i ostalih karakteristika proizvoda i usluga. Dok se za proizvodnju neefikasnost može tvrditi da je ona direktna posledica javnog vlasništva, dotle je alokativna neefikasnost posledica monopolskog položaja.

U savremenom poslovanju, koncept korporativnog upravljanja se javlja kao bitan element uspostavljanja privlačne investicione „klime“ koju karakteriše postojanje konkurentnih preduzeća i razvijenog finansijskog tržišta. Treba istaći, da bez dobrog korporativnog upravljanja je onemogućena dugoročna konkurentnost preduzeća, a time i „zdrava“ i „vitalna“ nacionalna ekonomija.<sup>17</sup>

---

17. Anđelić, M, Rodić, S, Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 12

## II

# TRADICIONALNE I SAVREMENE TEORIJE STRUKTURE KAPITALA U FUNKCIJI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

### 1. Tradicionalna teorija strukture kapitala preduzeća

Tradicionalna teorija strukture kapitala preduzeća polazi od pretpostavke da je prisutna optimalna struktura kapitala, odnosno da se odgovarajućom strukturom kapitala može postići, tj. ostvariti najveća tržišna vrednost.<sup>1</sup>

Glavne pretpostavke tradicionalne teorije strukture kapitala su<sup>2</sup>:

- (1) da je struktura kapitala korporativnog preduzeća kombinovana samo iz duga (obaveza) i akcijskog kapitala,
- (2) da se apstrahuje porez na dobitak korporativnog preduzeća,
- (3) da se relativni odnos između duga i akcijskog kapitala menja emisijom obveznica,
- (4) da se ukupan neto dobitak isplaćuje akcionarima u vidu dividende,
- (5) da se u narednom periodu ne očekuje rast neto poslovnog dobitka korporativnog preduzeća.

Prema stavovima profesora Ivaniševića, pretpostavka tradicionalnog shvatanja polazi od činjenice, da stvarno postoji optimalni nivo leveridža, odnosno takva kombinacija duga i akcijskog kapitala koja minimizira prosečnu cenu kapitala, odnosno maksimizira njegovu tržišnu vrednost. Prethodna pretpostavka se zasniva na činjenici da na niskom učešću duga, povećanje učešća duga povećava vrednost preduzeća jer se izvor finansiranja sa većom cenom (sopstveni kapital), zamenjuje izvorom sa nižom cenom (dugom), a to dovodi do smanjenja cene kapitala preduzeća i povećava njegovu tržišnu vrednost. U određenoj tački, odnosno segmentu, cena kapitala doseže minimum, dok vrednost preduzeća dostiže maksimum. Na kraju, kada se stepen zaduženosti preduzeća poveća u toj meri da dovodi u pitanje ostvarenje dobitka, tada i poverioci i akcionari zahtevaju više stope prinosa, što utiče na rast cene kapitala preduzeća, odnosno pad tržišne vrednosti preduzeća.

Tradicionalni pristup teoriji strukture kapitala polazi od činjenice, da korporativno preduzeće može povećati svoju ukupnu vrednost putem odgovarajuće upotrebe finansijske poluge. Tradicionalna teorija strukture kapitala korporativnog preduzeća polazi od tri moguće varijante, pri čemu svaka promena finansijskog rizika različito utiče na kretanje<sup>3</sup>:

---

1. Horne, J. C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 180  
 2. Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 471  
 3. Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 473-477

- (1) kamatnih stopa na tuđi kapital,
- (2) opštu stopu kapitalizacije,
- (3) očekivanu dividendu na akcijski kapital.

Prva varijanta tradicionalne teorije polazi od različitog kretanja finansijskog rizika i različite strukture kapitala u korporaciji. U prvoj fazi prve varijante polazi se od povećanja učešće tuđeg kapitala u ukupno angažovanom kapitalu što izaziva opadanje prosečnih troškova kapitala. S obzirom da se povećanje tuđeg kapitala i dalje kreće u zadovoljavajućim razmerama, prisutan je rast tržišne stope prinosa na akcijski kapital, tj. rast dividende i isti će ostati sve dok je prisutno pozitivno dejstvo finansijske poluge. Usled povećanog zaduženja, prisutan je rast finansijskog rizika, koji direktno utiče na smanjenje prosečne cene kapitala, na ostvarenje optimalnog učešća tuđeg kapitala u ukupnom kapitalu i povećanje tržišne vrednosti korporativnog preduzeća. U drugoj fazi prve varijante polazi se od umerenog pada rizika koji nema nikakve efekte na prosečnu cenu kapitala. Cena kapitala zadržava ravnomenan nivo. Smanjenjem finansijskog rizika izjednačava se kamatna stopa na tuđi kapital sa akcijskim kapitalom i neutrališe njihov uticaj na tržišnu vrednost korporativnog preduzeća. U ovom slučaju tržišna vrednost korporativnog preduzeća ostaje nepromenjena. S obzirom da je prosečna cena kapitala na najnižem nivou, ona predstavlja zonu optimalne strukture kapitala korporativnog preduzeća. U zoni optimalnog učešća tuđeg kapitala u ukupnom kapitalu ostvaruje se maksimalna tržišna vrednost korporacija. U trećoj, zaključnoj fazi prve varijante polazi se od daljeg povećanja finansijskog rizika koji podstiče dalji rast kamatnih stopa na tuđi kapital, zatim dalji rast dividende na akcijski kapital, sa posledicama rasta prosečne cene kapitala. To znači da, svako dalje zaduživanje korporativnog preduzeća pokazuje negativne efekte finansijske poluge, sa uzajamnim naizmeničnim rastom i kamata na tuđi kapital i dividende na akcijski kapital. Optimalna struktura kapitala korporativnog preduzeća je narušena i istu je neophodno dovesti u prvobitno stanje putem smanjenja finansijskog rizika i primene pravila finansijske poluge.

Druga varijanta tradicionalne teorije strukture kapitala korporativnog preduzeća polazi od optimalne strukture kapitala, koju je moguće ostvariti u zoni gde je prosečna cena kapitala na najnižem nivou. To je onaj nivo zaduženja korporativnog preduzeća na kojem se ostvaruju minimalni prosečni troškovi. Svako povećanje učešća tuđeg kapitala u ukupnom kapitalu korporativnog preduzeća ima za posledicu povećanje stope prinosa na akcijski kapital. Povećanje očekivane dividende je prisutno iz razloga što akcionari smatraju da treba iskoristiti pozitivan efekat finansijske poluge i efikasnim ulaganjem ostvariti veći efekat od investiranja nego što je to trošak finansiranja. Očekivanja akcionara se kreću u pravcu da se pozitivni efekti od investiranja usmere ka povećanju očekivane dividende. Deo efekata ostvarenih ulaganjem tuđeg kapitala povećava tržišnu vrednost akcija i tržišnu vrednost korporativnog preduzeća. Nakon postizanja optimalne strukture kapitala, prisutan je dinamičan rast tuđeg kapitala i rast dividendi na akcijski kapital. Negativni efekti finansijske poluge su prisutni zbog povećanog rasta rizika, uz prisutne posledice rasta prosečne cene kapitala i pada tržišne vrednosti preduzeća.

Treća varijanta tradicionalne teorije strukture kapitala polazi od činjenice, da sa povećanjem učešća tuđeg kapitala u ukupnom kapitalu ne raste stopa prinosa na akcijski kapital sve do zone koja predstavlja optimalnu strukturu kapitala. Zbog prisu-

tnih pozitivnih efekata finansijske poluge, dolazi se do smanjenja prosečne cene kapitala. Nakon dostignute optimalne strukture kapitala, gde su i najniži prosečni troškovi kapitala, povećava se finansijski rizik koji utiče na rast kamatne stope na tuđi kapital i stope prinosa na akcijski kapital. Dinamički rast stope prinosa na akcijski kapital i kamatne stope na tuđi kapital ima za posledicu rast prosečne cene kapitala i pad tržišne vrednosti korporativnog preduzeća.

Osnovni problem koji se ispoljava u slučaju tradicionalne škole jeste, da ova škola pretpostavlja neracionalno ponašanje investitora (akcionara i poverilaca) u pogledu odnosa rizika i prinosa. Investitori pri niskom stepenu zaduženosti preduzeća, a sa rastom nivoa zaduženosti, ne zahtevaju više stope prinosa. Kada investitori počnu da se ponašaju racionalno (što se dešava tek kada učešće duga u strukturi kapitala poraste do izvesne visine i kada, u skladu sa rastom rizika investiranja, počnu da traže veće prinose) tada tržišna vrednost preduzeća opada.

## 2. Modigliani-Millerova teorija strukture kapitala

Osnovna zamisao Modigliani-ja i Millera javno publikovana u članku 1958. godine iznosi da je u uslovima savršenog tržišta kapitala, vrednost preduzeća nezavisna od strukture kapitala preduzeća. Njihova polazna zamisao se odnosi na činjenicu, da je struktura kapitala irelevantna. Prema ovim autorima tržište kapitalizuje preduzeća kao celine i kao rezultat odnos duga i sopstvenog kapitala je nebitan. Vrednost preduzeća je, određena visinom i rizikom novčanih tokova koje će sredstva preduzeća odbaciti, a koji zavise isključivo od investicionih, ne i finansijskih odluka preduzeća. U skladu sa prethodno navedenim činjenicama, autori ističu da finansijske odluke preduzeća predstavljaju „način prepakivanja“ novčanih tokova u cilju njihove distribucije investitorima.

U dokazivanju postavki definisanja modela Modigliani i Miler polaze od sledećih pretpostavki<sup>4</sup>:

- (1) tržište kapitala je perfektno,
- (2) informacije na tržištu su besplatne i u svakom momentu su dostupne svim investitorima,
- (3) ne postoje transakcioni troškovi kod hartija od vrednosti i one su beskonačno deljive,
- (4) pretpostavlja se racionalno ponašanje investitora,
- (5) preduzeća se mogu svrstati u klase sa identičnim stopama prinosa, pri čemu su preduzeća iste klase sa istim stepenom poslovnog rizika,
- (6) pretpostavlja se da su očekivane vrednosti i očekivana verovatnoća dobiti iste i u budućem, kao što su i u sadašnjem vremenu,
- (7) pretpostavlja se da ne postoji porez na dobit korporacije,
- (8) svi korisnici kredita mogu se zaduživati pod istim uslovima, odnosno izmiriti isti nivo kamatne stope.

Glavna pretpostavka, koja predstavlja suštinu ove teorije jeste, da zbir delova treba da bude jednak celini. Stoga, bez obzira na kombinaciju finansiranja, ukupna vrednost preduzeća ostaje ista.

4. Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 477

Teoretičar Merton Miller je u obraćanju American Finance Association, izneo tvrdnju da su pri zajedničkom postojanju i korporacionih poreza i poreza na lični prihod, odluke o strukturi kapitala koje donosi menadžment preduzeća beznačajne, odnosno irelevantne, odnosno da promene u strukturi kapitala nemaju uticaj na ukupno vrednovanje preduzeća.<sup>5</sup>

U teorijskim raspravama su postojale brojne kritike na postavku o irelevantnosti strukture kapitala, odnosno njene upotrebne vrednosti u praktične svrhe. U cilju odgovora na ove kritike, Modigliani i Miller su pokušali da približe svoje teorijske postavke praksi relaksiranjem restriktivnih pretpostavki, između ostalog, uvođenjem uticaja poreza na dobit korporacija. Kamate su priznate kao rashod za poreske svrhe. Prema opisanim stavovima, preduzeće će sa rastom učešća dugova u strukturi kapitala povećavati preostale novčane tokove za investitore za iznos poreskih ušteda na kamatnim plaćanjima. Postojanje poreskih odbitaka na kamatna plaćanja utiče da vrednost preduzeća raste sa rastom leveridža i to za iznos kapitalizovane vrednosti poreskih odbitaka po osnovu kamata.

Sa ovom novom postavkom, Modigliani i Miller znatno menjaju svoj raniji stav iznoseći da: koristi supstitucije dividendnih plaćanja, koja nisu priznata kao rashod za poreske svrhe, kamatnim plaćanjima, utiče na činjenicu da optimalna struktura kapitala kojom se maksimizira vrednost preduzeća bude ona u kojoj je učešće duga 100%.

U vezi sa prethodno navedenim, može se zaključiti da ni prvi zaključak, tj. da je struktura kapitala irelevantna, niti drugi zaključak, da je optimalna struktura kapitala ona koja se u potpunosti sastoji iz dugova, nisu tačni. Autori su propustili da uvedu u svoj model činjenicu da je u praksi, ostvarenje poreskih ušteda po osnovu kamata u velikoj meri neizvesno. Rast nivoa leveridža dovodi u pitanje mogućnost ostvarenja pozitivnog dobitka pre oporezivanja. Osim toga, preduzeće može umanjiti svoju poresku osnovicu i korišćenjem drugih poreskih oslobođanja. Isto tako, poreski efekti kamata mogu biti ugašeni ulaskom preduzeća u stečaj, pri čemu verovatnoća stečaja raste sa rastom stepena zaduženosti preduzeća. Znači, sa rastom leveridža, rizik ostvarenja kamatnih poreskih efekata raste, a njihov potencijalni uticaj na vrednost preduzeća se smanjuje.

Nakon uvođenja poreza na korporativni dobitak, dalja razrada teorije Modigliani Miller postavke uticala je na uvođenje poreza na lične prihode akcionara i poverilaca. Uvođenje personalnih poreza nije značajnije promenilo postavku, da korišćenjem duga preduzeće može povećati vrednost za iznos koji je direktno proporcionalan učešću dugova u strukturi kapitala. Navedena teorija o strukturi kapitala, bazirana na pretpostavci da je distribucija verovatnoće novčanih tokova preduzeća nezavisna od strukture kapitala, uzdrmana je troškovima stečaja, odnosno troškovima finansijskih neprilika. Uvođenje troškova finansijskih neprilika i svođenje poreskih efekata na realan iznos razvili su i dopunili dotičnu teoriju strukture kapitala, odnosno rezultirala danas dominantnom teorijskom postavkom o strukturi kapitala, koja se naziva teorijom statičkog kompromisa ili teorijom statičkog optimuma.

Shodno teoriji statičkog kompromisa preduzeće nastoji da nivo duga održava relativno nepromenljivim u odnosu na unapred određenu tačku statičkog optimuma koji

5 Miller, M., Debt and Taxes, Journal of Finance, 1977, str. 266-268

reprezentuje kompromis ili balans između propuštenih poreskih ušteda, na jednoj strani i troškova finansijskih neprilika, na drugoj strani. Myers navodi, da je jedna od upotrebljivih praktičnih poruka teorije da preduzeća treba da izbegavaju ekstremne solucije i da dug koriste u umerenoj meri. Preduzeća sa visokim stabilnim dobitkom treba da se više zadužuju, jer mogu koristiti kamatnu poresku zaštitu bez straha od finansijskih teškoća. U kojoj meri će se koristiti dug zavisi i od strukture sredstava preduzeća.

Na osnovu prethodno navedenih stavki može se zaključiti da su Modigliani Millerova teorija i na njoj zasnovana teorija statičkog kompromisa, nekompletne, tj. nedovršene. Takođe, osim upotrebe duga, nejasna je i upotreba drugih izvora finansiranja, koji ne obećavaju poreske odbitke, kao i uticaj strukture sopstvenog kapitala, posebno uticaja menadžera, na vrednost preduzeća. U istraživanjima, Smith (1998. godine) izvodi zaključak, koji dovodi u pitanje mogućnost postojanja čak i teorijske optimalne strukture kapitala. Naime, prema datim rezultatima, pomeranje strukture kapitala u bilo kom smeru, može biti od strane tržišta protumačeno istim rezultatom, tj. padom cene akcija i vrednosti preduzeća. Upravo ova činjenica je u suprotnosti sa teorijom strukture kapitala, jer tržišna reakcija treba da zavisi od toga da li se struktura kapitala kreće ka tački optimuma ili se udaljava od dotične tačke. Drugu suprotnost teorije pronalazi Myers 1998. godine. Tumačenjem teorije statičkog kompromisa izvodi se zaključak, da bi više profitabilna preduzeća u grani trebalo da se više zadužuju iz dva razloga:

- (1) većih mogućnosti da servisiraju dugove i
- (2) većeg oporezivog dobitka koji treba zaštititi.

Međutim, Myers otkriva da su najprofitabilnija preduzeća u privrednim granama značajno manje zadužena od najmanje profitabilnih preduzeća. Isto tako, druga otvorena pitanja na koje teorija statičkog kompromisa ne pruža odgovor odnose se na činjenicu da je promena duga manja i frekventnija, a promena akcijskog kapitala veća i ređa.

U nedostatku odgovora na prethodna pitanja sugerise se i da, umesto na bazi balansiranja između poreskih koristi i troškova finansijskih neprilika, menadžeri donose odluke o strukturi kapitala po pravilu najsigurnijeg načina, odnosno tako što nastoje da približe ratio zaduženosti svojih preduzeća prosečnom raciu zaduženosti privredne grane u kojoj posluju, kao reprezentu optimalnog racia zaduženosti.

Na kraju, u vezi sa mogućnošću postojanja optimalne strukture kapitala Myers iznosi, da je traženje puta za optimalnom strukturom kapitala isto što i traženje puta za istinom ili mudrošću. To znači, da se nikada neće do kraja ostvariti cilj, uz navođenje da su nekada svi finansijski iskazi podjednako dobri.

### **3. Savremena teorija strukture kapitala preduzeća**

#### **3.1. Uticaj agencijske teorije i novijih shvatanja na teoriju strukture kapitala**

Tradicionalna škola strukture kapitala danas se često osporava, baš kao i Modigliani-Millerova teorija strukture kapitala. Međutim, osnovne ideje Modigliani-Millerove teorije, tj. njene značajne dopune, integrisane su u danas jedinu relativno zaokruženu

finansijsku teoriju o strukturi kapitala, tj. teoriju statičkog kompromisa. Sa razvojem ove finansijske teorije, razvijeni su i stavovi agencijske teorije, teorije asimetrične informisanosti i neke druge teorije o uticaju strukture kapitala na vrednost preduzeća. Međutim, ovi stavovi ni danas nisu u potpunosti zaokruženi kao posebne teorije strukture kapitala.

### **3.2. Agencijski troškovi vezani za strukturu vlasništva i kontrolu**

Teoretičari agencijske teorije strukture kapitala smatraju da je današnja finansijska teorija strukture kapitala nekompletna i iz razloga što ne razmatra uticaj strukture vlasništva na vrednost preduzeća. Treba istaći da, vrednost preduzeća raste sa rastom koncentracije vlasništva u onoj meri u kojoj promena u vlasništvu rezultira u redukciji agencijskih troškova, odnosno boljem poravnanju interesa menadžera i akcionara. Teoretičari Shleifer i Vishney pokazuju da kod identičnih preduzeća koja se razlikuju samo po stepenu koncentracije vlasništva, preduzeća sa koncentrisanijom strukturom vlasništva imaju veću profitabilnost i veću vrednost, budući da postoji veća stimulacija vlasnika da vrše monitoring i učine neophodne promene u menadžmentu. Bitnu promenljivu sa uticajem na vrednost preduzeća predstavlja i učešće menadžmenta u vlasništvu. Teoretičari Jensen i Meckling pokazuju, da veće učešće menadžmenta u vlasništvu, utiče na bolje performanse preduzeća. Dakle, postoji razlog da se veruje, da struktura vlasništva utiče na vrednost preduzeća.

Ne treba izgubiti iz vida činjenicu da su korporacije predmet potencijalnog napada za preuzimanje od strane učesnika na tržištu. Struktura kapitala ima uticaja na potencijalne napade. Teoretičari Dann i DeAngelo zastupaju stav da povećanje zaduženosti smanjuje verovatnoću neprijateljskog preuzimanja preduzeća. Na osnovu njihovih empirijskih istraživanja došlo se do zaključka da se u 48% preduzeća koja su se odbranila od neprijateljskog preuzimanja, menadžeri menjali strukturu kapitala kako bi izbegli preuzimanje preduzeća. Naravno, ove promene u finansijskoj strukturi kapitala nisu bile u interesu akcionara, s obzirom na to da su vodile signifikantnim gubicima. Teoretičari Fama i Jensen ističu činjenicu da u slučajevima kada koncentracija vlasništva poraste do te mere da otežava alokaciju resursa putem preuzimanja, tada vrednost preduzeća pada.

Na osnovu navedenog stava može se zaključiti, da struktura kapitala može imati uticaj na vrednost preduzeća preko strukture vlasništva i kontrole. Rast zaduženosti povećava stepen koncentracije vlasništva i kontrole, što dovodi do smanjenja agencijskih troškova i povećanja vrednosti preduzeća. Isto tako, povećanje stepena zaduženosti i stepena koncentracija vlasništva može izazvati i pad vrednosti preduzeća. Isto će se desiti, ukoliko postignute uštede u agencijskim troškovima budu više nego što su iste poništene inkrementalnim troškovima povećanja koncentracija vlasništva.

### **3.3. Agencijski troškovi vezani za investiciono ponašanje menadžera**

Teoretičar Jensen u svojoj hipotezi o slobodnim novčanim tokovima iznosi, da menadžeri često uništavaju vrednost preduzeća ulažući raspoložive viškove gotovine u nerentabilne investicione projekte ili u akvizicije.

Slobodni novčani tokovi (free cash flows - FCF) predstavljaju ostatak poslovnog neto novčanog toka nakon što se iz njega podmire izazivanja u sve investicione projekte sa

pozitivnom neto sadašnjom vrednosti. Navedeni problem koji se odnosi na raspolaganje slobodnim novčanim tokovima najviše je izražen u starijim preduzećima koja generišu velike novčane tokove iz poslovne aktivnosti, pri čemu su profitabilne prilike za njihovo investiranje iscrpljene. Na osnovu napred navedenog fenomena, Jensen tvrdi da je sa aktivnostima kontrole demonstrirano, da su Modigliani-Miller hipoteze logički dobro postavljene, ali empirijski neprimenljive. Ovaj stav se objašnjava činjenicom da su aktivnosti tržišta korporativne kontrole, obuhvaćene brojnim neprijateljskim preuzimanjima i drugim formama restrukturiranja preduzeća, potvrdile postojanje sukoba u odnosima između menadžera i akcionara. To je sprečilo menadžere da unište FCF, odnosno omogućilo vraćanje slobodnih novčanih tokova onima kojima i pripadaju, tj. akcionarima.

Tržište korporativne kontrole ne predstavlja jedini mehanizam za kontrolu agencijskih troškova povezanih sa FCF. Agencijski troškovi povezani sa FCF mogu se kontrolisati i upotrebom dugova. Za razliku od sopstvenog kapitala čiji vlasnici nisu u mogućnosti da obezbede efektivan monitoring menadžmenta i prinude menadžera na isplatu viškova gotovine, dugovi disciplinuju menadžere, budući da utiču na distribuciju gotovine investitorima. U onoj meri u kojoj menadžeri ispoljavaju veću averziju ka riziku, utoliko će biti manje dugova da se izazove odgovarajući efekat na menadžment preduzeća. Povećanje stepena zaduženosti može imati odgovarajuće efekte na menadžment preduzeća sa pozitivnim slobodnim novčanim tokovima po dva osnova: (1) po osnovu smanjenja rizika reinvestiranja sredstava u projekte sa negativnom NSV i (2) po osnovu povećanja motivacije menadžmenta preduzeća.

### **3.4. Agencijski troškovi dugova (kredita)**

Uvođenje dugova u strukturu kapitala stvara troškove finansijskih neprilika koji pored troškova stečaja uključuju i agencijske troškove vezane za dugove. Agencijski troškovi dugova vezuju se za konflikte u odnosu akcionari i poverioci i utiču na pad vrednosti preduzeća.

Teoretičari Smith i Warner 1979. godine identifikuju četiri glavna izvora konflikata interesa akcionara i poverilaca izazvana po osnovu obveznica:

- (1) politika dividendi. Ako je vrednost obveznica određena na bazi pretpostavke da će preduzeće održati stabilnu politiku dividendi, tada će neočekivana povećanja dividendi koja se obezbeđuju ili redukcijom investicija ili privlačenjem dodatnih dugova, dovesti do smanjenja vrednosti obveznica,
- (2) razvodnjavanje prava. Ukoliko je vrednost obveznica određena na bazi pretpostavke, da preduzeće neće emitovati dodatne dugove istog ili većeg prioriteta, vrednost prava poverilaca će se smanjiti eventualnom emisijom ovih dugova,
- (3) problem supstitucije sredstava. Vrednost prava poverilaca će se smanjivati, dok će vrednost sopstvenog kapitala rasti, u slučajevima kada preduzeće supstituiše manje rizična sredstva sa više rizičnim sredstvima,
- (4) problem nedovoljnog investiranja. Ukoliko koristi dobit od prihvatanja projekata pripada poveriocima, tada preduzeće nije stimulirano da prihvati projekte sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću.



Svesni agencijskih troškova nastalih po osnovu dugova poverioci, će najčešće zahtevati premiju na kamatne stope, čime će snošenje ovih troškova ex-ante prebaciti na akcionare. Agencijski troškovi dugova mogu se redukovati, dok se vrednost preduzeća može povećati, postavljanjem zaštitnih odredaba u ugovore po osnovu bankarskih kredita ili po osnovu emisije obveznica. Ovim odredbama se mogu ograničiti aktivnosti koje menadžment preduzeća dužnika želi da preduzme, a koje su sa aspekta poverilaca nepoželjni jer mogu uticati na redukciju vrednosti dugova.

Teoretičari Smith i Warner 1979. godine grupišu zaštitne odredbe u četiri grupe:

- (1) proizvodno-investicione,
- (2) dividendne,
- (3) finansijske,
- (4) vezujuće zaštitne odredbe.

Prve tri grupe odredbi su međusobno povezane, tako da uvođenje odredbi iz bilo koje unapred navedenih grupa istovremeno utiče i na investicionu i na finansijsku politiku preduzeća. Ukoliko su odredbe previše restriktivne, tada zaštitne odredbe mogu umanjiti stepen poslovne i investicione fleksibilnosti preduzeća, što posledično utiče na gubitak vrednosti preduzeća. Dakle, stvaraju se oportunitetni troškovi propuštenih poslovnih i investicionih prilika.

Na osnovu iznetog se može izvesti zaključak, da se agencijski troškovi dugova sastoje od:

- (1) troškova kreiranja i strukturiranja ugovora o dugovima,
- (2) oportunitetnih gubitaka nastalih uticajem dugova na investicione odluke preduzeća,
- (3) troškova monitoringa,
- (4) kao i troškova vezivanja kako na strani poverilaca, tako i na strani preduzeća.

Ovim troškovima se trebaju pridodati, kao posebna grupa agencijski troškovi dugova koji se mogu javiti usled konflikta nastalih između različitih grupa poverilaca, a koji se odnose na potencijalni transfer dobiti sa jedne grupe poverilaca na drugu grupu poverilaca. Ovaj konflikt je najčešće izražen kod sprovođenja stečajnog postupka preduzeća.

### 3.5. Asimetrična informisanost i Myersova teorija strukture kapitala

Empirijska istraživanja strukture kapitala korporacija i finansijskih odluka menadžmenta u poslovnoj praksi pokazuju drugačije od onoga što tvrdi današnja finansijska teorija o strukturi kapitala. Menadžeri finansiraju nove investicije korišćenjem akumuliranog dobitka i to ukoliko je neophodno, finansiranjem po osnovu dugova kao izraza sredstava. Samo u izuzetnim prilikama menadžeri se opredeljuju za tuđim kapitalom.

Obim zaduživanja predstavlja iznos duga u strukturi kapitala koji je optimalan sa aspekta maksimizacije vrednosti za akcionare. On predstavlja ne iznos duga koji preduzeće može da ima, već iznos duga koji preduzeće treba da ima. Obim zaduživanja će

biti utoliko veći, ukoliko postoji aktivno tržište za sredstva kojima raspolažu preduzeća i ako sredstva nisu podložna zastarevanju. Finansijska teorija sugerise i druge karakteristike koje čine da neka preduzeća imaju veće kapacitete zaduživanja od drugih preduzeća. Prva karakteristika jeste poreski status. Preduzeća koja već imaju visoku poresku zaštitu u poređenju sa novčanim tokovima koje generišu, imaće male poreske koristi od dodatnih dugova, odnosno relativno male praktične kapacitete zaduživanja. Druga važna karakteristika jeste potencijalna visina troškova stečaja i agencijskih troškova vezanih za dugove. Ukoliko je njihov iznos visok, tada su kapaciteti zaduživanja manji. Treći faktor se odnosi na strukturu sredstava. Ukoliko vrednost preduzeća potiče u velikoj meri od sredstava koja su već u funkciji, to preduzeće će imati veće kapacitete zaduživanja nego preduzeće čija vrednost zavisi od budućih investicionih prilika. Kapaciteti zaduživanja su utoliko veći ukoliko u strukturi sredstava više učestvuju opipljiva, odnosno materijalna sredstva.

Prema teoriji signaliziranja, u situaciji u kojoj su insajderi u preduzeću bolje informisani o poslovnoj perspektivi i pravoj vrednosti preduzeća od spoljnih investitora, promene finansijske politike mogu poslužiti da se sa njima daju signali spoljnim investitorima, tj. autsajderima. To znači da se sa promenama finansijske politike prenose insajderske informacije i sužava se jaz u stepenu informisanosti između insajdera i autsajdera. Druga zakonitost odnosi se na menadžere. Ukoliko menadžeri rade u interesu akcionara, tada oni neće emitovati akcije u vreme kada su iste potcenjene, već samo kada su fer vrednovane ili precenjene. Poznajući ovu zakonitost, investitori sagledavaju svaku emisiju akcija kao signal da li su akcije precenjene i zauzvrat, redukuju iznos koji su spremni da plate za dotične akcije. Dakle, može se izvesti zaključak, da investitori primaju emisiju akcija kao „lošu“ vest, revidiraju procenu vrednosti akcija naniže, pri čemu emisija akcija obično dovodi do pada cena dotičnih akcija.

Na osnovu napred navedenog, teoretičar Myers 1984, odnosno 1998. godine definiše svoju teoriju strukture kapitala, koja je nazvana teorijom hijerarhijskog redosleda (pecking order theory). Pretpostavljajući da je dividendna politika podešena tako da je pod uticajem dugoročnog rasta i da je, posmatrano u kratkom roku nepromenljiva, Myers iznosi da će preduzeća:

- (1) preferirati (više koristiti) interne u odnosu na eksterne izvore finansiranja,
- (2) nakon korišćenja internih izvora finansiranja, privlačiće se eksterni kapital, koristeći najpre najmanje rizične izvore (dugove),
- (3) ukoliko žele više kapitala, nakon konvencionalnih dugova, preduzeća će ići na privlačenje rizičnijih dugova,
- (4) preduzeća će, kao poslednju varijantu, emitovati obične akcije.

Treba istaći da postupak korišćenja interno generisanih fondova ne zahteva emisiju novih hartija od vrednosti, te stoga, nije pod uticajem problema asimetrične informisanosti. Zbog toga će ovi izvori finansiranja stalno imati prednost u odnosu na eksterne izvore finansiranja. Cene preferencijalnih akcija i posebno obveznica su manje osetljive na promene preduzeća, što znači da ovi izvori nisu pod jakim uticajem problema asimetričnih informacija. Obične akcije su daleko više rizičniji izvor finansiranja, sa izraženijim problemom asimetrične informisanosti, pošto pri svakoj novoj emisiji akcija investitori rigorozno preispituju cenu akcija u odnosu na poslovnu perspektivu i vrednost sredstava preduzeća. Pošto investitori znaju da menadžeri emituju akcije

samo kada veruju da su one precenjene, oni neće pristati da plate punu cenu za akcije koje bi menadžeri emitovali, već će biti spremni da iste kupe uz diskont. To znači, da će ukoliko rade u interesu akcionara, menadžeri odustati od emisije akcija i da kapital prvo obezbede iz dugovnih izvora. Sa druge strane, ukoliko rade u interesu akcionara, menadžeri neće emitovati akcije u situaciji kada veruju da su iste potcenjene, već će neophodni kapital, ponovo, pribaviti iz dugovnih izvora. Dakle, činjenica je da menadžment uvek prvo privlači dugovni kapital, dok je emisija akcija poslednja šansa pribavljanja kapitala.

Značajnu ulogu u Myers-ovoj teoriji ima i finansijska fleksibilnost, odnosno finansijske rezerve preduzeća, koje čine nekorišćeni kapaciteti zaduživanja i viškovi gotovine, kao i hartije od vrednosti koje se mogu brzo unovčiti. Treba istaći da ova teorija ima svoje dobre i svoje loše strane, odnosno svoje prednosti i nedostatke. Prednost teorije svakako se ogleda i u njenoj približenosti zbivanjima u poslovnoj praksi. Ona pravi jasnu razliku između internog i eksternog kapitala, što kod ostalih teorija nije prisutan slučaj. Osim toga, menadžerima se u teorijskim postavkama sugeriše da ne treba da se trude da optimizacijom strukture kapitala kreiraju vrednost. Ovo se posebno naglašava jer optimalna struktura kapitala, u skladu sa ovom teorijom, najverovatnije ne postoji.

Teorijske postavke polaze od činjenice da se leveridž menja kada postoji nesklad između internih novčanih tokova i investicionih potreba. To zapravo znači, da će preduzeća sa visokom profitabilnošću i ograničenim investicionim mogućnostima imati nizak stepen zaduženosti. Preduzeće sa niskom profitabilnošću i prosečnim investicionim mogućnostima će biti u obavezi da se zadužuje da bi finansiralo investicione projekte. Teoretičar Myers ove postavke potvrđuje i empirijskom postavkom u praksi.

Slabiju stranu ove Meyrs-ove teorije predstavlja činjenica; ni ova teorija nije u potpunosti primenljiva u praksi. Primeri koji potkrepljuju ovakvu činjenicu su da mnoga preduzeća koja emituju akcije, iako bi mogla da emituju obveznice. Najveći nedostatak teorije jeste taj što se u okviru nje ne razmatraju uticaji kamatnih poreskih efekata, troškova finansijskih neprilika, promena u strukturi vlasništva i promena u visini agencijskih troškova slobodnih novčanih tokova. Ova teorija, takođe, potcenjuje mogućnost kreiranja vrednosti promenama strukture kapitala. To znači da ni ona ne daje odgovor o konačnom uticaju strukture kapitala na vrednost preduzeća.

## **4. Fiskalni instrumenti i struktura kapitala**

### **4.1. Korporativni porezi**

Prednost duga u svetu korproativnih poreza je da se plaćanje uz kamate kao trošak mogu izuzeti iz poreske osnovice. Takva plaćanja dovode do izbegavanja oporezivanja na korporativnom nivou, dok dividende ili zadržane prihode, koji su u vezi sa akcijama, korporacija ne može da izuzme iz poreske osnovice. Kao posledica toga, ukupan iznos plaćanja koji je raspoloživ i za vlasnike duga i za vlasnike akcija, veći je ukoliko se koristi dug. Primera radi, ukoliko se pođe od pretpostavke da su zarade pre kamate i poreza 4.000 n.j. za preduzeća X i Y i da su ta preduzeća slična u svakom pogledu, osim u korišćenju finansijske poluge. Preduzeće Y ima 10.000 n.j duga uz 12% kama-

ta, dok preduzeća X nema duga. Ukoliko je poreska stopa 40% za svako preduzeće, tada imamo sledeće<sup>6</sup>:

**Tabela br. 1** Korporativni porezi na primeru preduzeća X i Y

	Preduzeće X	Preduzeće Y
Zarada pre kamata i poreza	4.000	4.000
Kamata, prihodi vlasnika duga	0	1.200
Profit pre oporezivanja	4.000	2.800
Porezi	1.600	1.120
Raspoloživi prihodi za akcionare	2.400	1.680
Prihodi vlasnika uvećani za prihode akcionara	2.400	2.880

Ukupan prihod i za vlasnike duga i za vlasnike akcija veći je kod preduzeća Y, koje koristi finansijsku polugu, nego što je to slučaj sa preduzećem X. Razlog je taj da vlasnici duga primaju plaćanja na osnovu kamata bez izuzeća iz poreske osnovice na korporativnom nivou, dok je prihod vlasnika akcija dat nakon što su plaćeni korporativni porezi. Odnosno, vlada plaća subvenciju za korišćenje duga i to preduzeću koje koristi finansijsku polugu. Ukupan prihod svim investitorima povećava se za plaćanje kamata pomnoženih poreskom stopom. Ukoliko je dug koji preduzeće koristi stalan, tada je sadašnja vrednost poreskog zaklona, pri upotrebi formule:

$$\text{Sadašnja vrednost poreskog zaklona} = tc r B / r = tc B$$

pri čemu je  $tc$  korporativna poreska stopa,  $r$  je kamatna stopa na dug, a  $B$  tržišna vrednost duga. Za preduzeće Y, iz navedenog primera, to iznosi 4.000.

Ono što se ovim tvrdi jeste da je poreski zaklon stvar od vrednosti i da će ukupna vrednost preduzeća biti veća, ukoliko se koristi dug, nego ako preduzeće ne koristi dug. Podrazumeva se da je rizik povezan s poreskim zaklonom rizik toka plaćanja kamata, shodno čemu je odgovarajuća diskontna stopa zapravo kamatna stopa na dug. Prema tome, vrednost preduzeća je<sup>7</sup>:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \text{Vrednost bez zaduživanja} + \text{Vrednost poreskog zaklona}$$

Što je veći iznos duga, time je veća i vrednost poreskog zaklona i time je veća i vrednost preduzeća, uz sve ostale nepromenjene uslove. Prema tome, izvorni MM predlog, nakon što se prilagodi za postojanje korporativnih poreza, ukazuje da je optimalna strategija usmeravanja na maksimalno korišćenje finansijske poluge. Naravno, ovo nije konzistentno s ponašanjem korporacija, pa je potrebno tražiti alternativna obrazloženja.

Kao što je to već istaknuto, uštede na porezu koje su povezane s upotrebom duga, nisu sigurne. Ukoliko je prihod koji se prijavljuje nizak ili negativan, poreski zaklon zbog duga, kao što je ukazano, smanjuje se ili čak nestaje. Kao rezultat toga, gotovo potpuno ili potpuno opterećenje novčanih tokova preduzeća plaćanjima za kamate

<sup>6</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 286

<sup>7</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 285

osetiće se u preduzeću. Ukoliko bi preduzeće išlo u stečaj i likvidaciju, moguće buduće uštede na porezu koje su povezane s dugom, u potpunosti bi nestale. Pri tome, Kongres SAD može da promeni korporativnu poresku stopu. Što je veća mogućnost napuštanja posla, to je veća i verovatnoća da se poreski zaklon neće efektivno upotrebiti. Sve navedeno čini poreski zaklon, koji je povezan s finansiranjem duga, manje izvesnim.<sup>8</sup>

Drugi argument u ovom smeru jeste argument De Angela i Masulisa, a odnosi se na redundantnost, odnosno nebitnost, suvišnost i prekomernost poreskog zaklona. Ideja je da preduzeća imaju druge načine različite od kamata na dug kojima bi mogle zakloniti prihod, poput iznajmljivanja, inostranih poreskih zaklona, investicija u nematerijalna sredstva i sl. ukoliko su zarade u nekoj godini dovoljno niske, ti drugi poreski zakloni, mogu da dovedu u potpunosti do upotrebe zarada koje su raspoložive. Kao posledica toga, poreska obaveza bila bi jednaka nuli, pa bi preduzeće bilo u nemogućnosti da upotrebi plaćanja kamata pri poreskom izuzeću.

Navedeni autori tvrde da, kako preduzeće koristi više duga, ono uvećava verovatnoću da su zarade u nekim godinama nedovoljne kako bi kompenzovale sva izuzeća od plaćanja poreza. Neka od tih poreskih izuzeća mogu da budu redundantna, uključujući poresko izuzeće kamata. Dok taj argument zaslužuje pažnju, u određenoj meri ometa ga prisutnost odredbi o prenosu unazad i unapred poreskog gubitka. Ipak, neizvesna priroda poreskog zaklona, zajedno s mogućnošću u najmanju ruku nekog nivoa prekomernosti poreskog zaklona, može da dovede do toga da se vrednost preduzeća povećava manje pri korišćenju finansijske poluge, nego što bi to predviđalo postojanje same korporativne poreske prednosti.

Kako se korišćenje finansijske poluge povećava, neizvesnot povezana s kamatnim poreskim zaklonom ulazi u igru. U početku, smanjenje vrednosti je relativno malo. Kako se sve više koristi finansijska poluga, neizvesnost poreskog zaklona uslovljava porast vrednosti po stalno opadajućoj stopi, pa čak možda i njeno smanjenje. U tim uslovima, vrednost preduzeća se računa kao zbir vrednosti bez korišćenja finansijske poluge, čiste vrednosti korporativnog poreskog zaklona i vrednosti izgubljene kroz neizvesnost poreskog zaklona. Poslednja dva člana zajedno daju sadašnju vrednost korporativnog poreskog zaklona. Što je veća neizvesnost povezana sa zaklonom, to on postaje manje značajan.<sup>9</sup>

## 4.2. Korporativni porezi i porezi na lični prihod

Osim neizvesnosti poreskog zaklona, prisutnost poreza na lični prihod može smanjiti ili čak i ukloniti u potpunosti korporativni poreski zaklon uslovljen dugom. Ako se povrati na dug i na akcije oporezuju po istoj poreskoj stopi na lični prihod, ipak preostaje korporativna poreska prednost. To se može uočiti i na sledećem primeru, pod uslovom da se primenjuje stopa od 30% na lični prihod na povrate od duga i od akcija.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 286

<sup>9</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 288

<sup>10</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 288

**Tabela br. 2** Korporativni porezi i porezi na lični prihod na primeru preduzeća X i Y

	Preduzeće X	Preduzeće Y
Prihod od duga	0	1.200
Umanjeno za: porez na lični prihod od 30%		-360
Prihod od duga umanjen za porez na lični prihod	0	840
Prihod raspoloživ akcionarima	2.400	1.680
Umanjeno za: porez na lični prihod od 30%	-720	-504
Prihod akcionara posle plaćanja poreza na lični prihod	1.680	1.176
Prihodi vlasnika duga i akcionara posle plaćanja poreza na lični prihod	1.680	2.016

Iako je ukupan prihod nakon poreza za vlasnike duga i za vlasnike akcija manji nego pre, poreska prednost koja je povezana s dugom preostaje. Shodno navedenom, korporativna poreska prednost duga ostaje tačno ista, ako su prihod od duga i prihod od akcija oporezovani po istoj stopi na lične prihode.

Prihod akcija se sastoji i od dividendi i od kapitalnog dobitka. Prihod od dividendi u najvećoj je meri oporezovan po istoj poreskoj stopi, kao i prihod od kamata. Kapitalni dobitci se često oporezuju po nižoj stopi. Ponekad je taj diferencijal izjednačen u tome da je poreska stopa niža. Čak i kada su kapitalni dobitci oporezovani po istoj stopi kao i običan prihod, ipak postoji prednost kod kapitalnog dobitka. Jedan razlog je taj što se porez odgađa sve dok se vrednosni papir ne proda. Za one koji hartije od vrednosti, čija vrednost raste, daju kao poklone iz dobrotvornih razloga, porez se uglavnom može izbeći, kao i u slučaju kada neka osobe umre. Iz tih razloga, efektivan porez na kapitalne dobitke, u smislu sadašnje vrednosti, manji je od poreza na prihode od kamata i dividendi, čak i kada je federalna poreska stopa ista.<sup>11</sup>

Pod pretpostavkom da je ukupan prihod akcija oporezovan po nižoj stopi na lični prihod nego prihod duga, odnosno kamate, smanjena je prednost korporativnog poreza koja je uslovljena korišćenjem duga. Ako se pođe od pretpostavke da je stopa poreza na lični prihod, koja se primenjuje na prihod duga, pozitivna, u toj situaciji, preduzeće će trebati da se odluči o finansiranju putem duga ili putem akcija. Ukoliko se jedna novčana jedinica operativne zarade isplati kao kamata vlasnicima duga, preduzeće ne plaća korporativni porez na taj iznos, s obzirom na to da je kamata kao trošak izuzeta od plaćanja poreza. Ako se novčana jedinica operativne zarade umesto navedenog usmeri akcionarima, preduzeće plaća porez na takvu zaradu po korporativnoj stopi. Rezidual bi predstavljao prihod akcionara i s obzirom da je pretpostavka da je poreska stopa na lični prihod akcija nula, ta zarada bi išla akcionarima.<sup>12</sup>

### 4.3. Argument Mertona Millera u vezi korporativnog poreza

Merton Miller izneo je stav da su, pri zajedničkom postojanju i korporativnih poreza i poreza na lični prihod, odluke o strukturi kapitala koje donosi preduzeće beznačajne, odnosno nebitne, promene u strukturi kapitala nemaju nikakvog uticaja na ukupno vrednovanje preduzeća. Ova pozicija ista je kao i prvobitan stav Modiglianija i Millera o svetu bez poreza, no ona je u oštroj suprotnosti s njihovim člankom o prilagođava-

<sup>11</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 289

<sup>12</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 290

nju za uticaj korporativnog poreza iz 1959. godine, u kojem su utvrdili da dug ima bitnu prednost. Drugim rečima, Millerov model tvrdi da se u situaciji tržišne ravnoteže efekti poreza na lični prihod i korporativnog poreza poništavaju. On pretpostavlja da je stopa poreza na lični prihod od akcija jednaka nuli. U skladu s navedenim, njegov model pretpostavlja da u graničnoj situaciji stopa poreza na lični prihod od duga mora da bude jednak korporativnoj poreskoj stopi.<sup>13</sup>

Ipak, različiti investitori imaju različite stope na lični prihod. Neki investitori, kao što su penzijski fondovi, izuzeti su od plaćanja poreza. Drugi, poput pojedinaca s visokim prihodima, nalaze se u poreskim razredima s visokim poreskim stopama. Držeći rizik konstantnim, investitor koji je izuzet od plaćanja poreza želeo bi da investira u dug, investitor koji se nalazi u poreskom razredu s visokom stopom, želeo bi da poseduje akcije tog preduzeća. Millerova pozicija temelji se na zamisli da, kada je tržište u situaciji neravnoteže, korporacije menjaju strukturu svoga kapitala, kako bi se okoristile investitorskom klijentelom u različitim poreskim razredima. Ako postoji obilje investitora koji su izuzeti od plaćanja poreza, preduzeće će da poveća ponudu svoga duga kako bi izazvalo odaziv kod te klijentele. Ipak, kako preduzeća povećavaju ponudu svog duga, sposobnost investitorske klijentele koja je izuzeta od plaćanja poreza da prihvati više duga iscrpljuje se, pa se daljnji dug mora prodavati klijenteli u višim poreskim razredima. Preduzeća će prestati da emituju dug kada je granična poreska stopa klijentele koja investira u taj instrument jednaka korporativnoj poreskoj stopi. U toj tački, kaže se da su tržišta duga i akcija u ravnoteži, pa pojedinačno preduzeće nije u mogućnosti da poveća svoju ukupnu vrednost putem povećavanja ili smanjivanja iznosa duga u svojoj strukturi kapitala. Prema tome, u tržišnoj ravnoteži, za korporacije se kaže da su nesposobne da povećaju svoju ukupnu vrednost putem povećavanja ili smanjivanja iznosa duga u svojoj strukturi kapitala. Kao posledica toga, prema Milleru, odluke o strukturi kapitala za određeno preduzeće bile bi beznačajne.<sup>14</sup>

Korporacije uočavaju nezadovoljenu potražnju i tada osmišljavaju proizvod koji se uklapa u ovaj marketinški segment. U slučaju strukture kapitala, proizvod je finansijski instrument, a segment je nezadovoljena investitorska klijentela koja je nezadovoljena jednostavno zato što nema dovoljno raspoloživih hartija od vrednosti onog tipa koji je neophodan za zadovoljenje njenih investitorskih želja motiviranih porezima. Tržište je nekompletno, pa bi korporacije trebale da nastoje da ponude takve hartije od vrednosti za koje postoji višak tražnje.

Kada se dosegne nova ravnoteža, Millerova pozicija je da pojedinačno preduzeće ne može da promeni strukturu kapitala u svoju korist. Prema tome, argument beznačajnosti primenjuje se samo na tržišnu ravnotežu, a ne na neravnotežu, odnosno ne postoji mogućnost uticaja na ravnotežnu tržišnu cenu putem postupaka u vezi pojedinačne strukture kapitala.

S druge strane, postoje i kontraargumenti. Miller i Scholes, u kasnije objavljenom radu, tvrde da su pojedinci sposobni da odgode ostvarivanje kapitalnog dobitka sve dok ne umru, kada se kapitalni dobitci više ne oporezuju. Takođe, navedeni autori

<sup>13</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 290

<sup>14</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 290-291

smatraju da bogatiji pojedinci mogu upotrebiti troškove kamata na lične kredite kako bi kompenzovali prihod od dividendi, pa je tako efektivna poreska stopa na dividende nula. Isto tako uznemirujući je i odnos između korporativnog duga i povrata na akcije i povrata koji je raspoloživ na opštinske obveznice koje su izuzete od plaćanja poreza. Ako je poreska stopa na prihod od akcija jednaka nuli, očekivalo bi se postojanje izjednačavanja povrata između običnih akcija i obveznica koje su izuzete od plaćanja poreza, s obzirom na to da je poreska stopa na prihod od opštinskog duga jednaka nuli. Ovo čini proces tržišnog uravnoteženja dvostranim, pa je verovatnije da će da postoji nekakav neto poreski efekat povezan s korporativnim korišćenjem finansijske poluge. Donošenjem Poreskog zakona SAD (1986), najviša poreska stopa na lični prihod opala je za veći iznos nego najviša korporativna poreska stopa. Ako distribucija graničnih poreskih stopa za pojedince i korporacije sledi isti put, finansiranje putem duga će biti privlačnije nego ranije. Oporezivanje kapitalnih dobitaka pri ostvarivanju po približno istoj stopi kao i običnog prihoda, podiže graničnu stopu poreza na ukupni lični prihod od akcija u odnosu na prihod od duga. Ovo je isto tako delovalo u smeru povećanja sadašnje vrednosti poreskog zaklona koji je povezan s korišćenjem finansijske poluge.<sup>15</sup>

## 5. Struktura kapitala i investiciona ulaganja preduzeća

### 5.1. Administrativni okvir investicionih ulaganja

Treba istaći da, u slučajevima kada preduzeće investira kapital, tada ono tereti tekuće likvidne novčane rashode, zbog dobiti koja se očekuje u budućem vremenskom periodu.

U dosadašnjim teorijskim izlaganjima, finansijska ulaganja su najčešće u obliku<sup>16</sup>:

- (1) novca (depozitnog novca i gotovine),
- (2) kredita (kratkoročnih i dugoročnih kreditnih sredstava),
- (3) depozita (dinarskih i deviznih depozita preduzeća koja se nalaze kod banaka),
- (4) hartija od vrednosti (obveznica, akcija, komercijalnih zapisa, sertifikata i slično).

Novac predstavlja najlikvidniji oblik finansijskih ulaganja. Međutim, novac je najneunosniji i najneproduktivniji oblik finansijskog ulaganja. Zbog toga se pri ulaganju novca treba izvršiti finansijska analiza kako bi se utvrdile prednosti i nedostaci novčanih sredstava, te na osnovu toga donela ispravna odluka o njegovom obimu i okviru finansijskog ulaganja. Depoziti poslovnih banaka često u praksi pokazuju negativnost zbog nedovoljne fleksibilnosti na promenljive situacije investitora, kao i veliku zavisnost ulaganja od finansijskih institucija (banaka). Krediti predstavljaju najunosniji oblik finansijskih ulaganja, zbog toga što se mogu u potpunosti prilagoditi sredstvima kako u pogledu ročnosti, tako i u pogledu sigurnosti njihovog povrata. Optimalnu strukturu finansijskih ulaganja treba da odredi svako preduzeće za sebe. Osnovno

<sup>15</sup> Van Horne, J.C.: Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menedžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 292

<sup>16</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 260



pravilo kojeg treba da se pridržava investitor kod finansijskih ulaganja jeste pravilo optimalne likvidnosti. Da bi preduzeće imalo optimalnu strukturu finansijskog ulaganja neophodno je da planskim putem minimizira ulaganja, koja imaju najviši stepen likvidnosti (a koje je novac), da maksimizira ulaganja koja su pored likvidnosti i unosna (a to su hartije od vrednosti).

Prilikom investiranja kapitala, preduzeća treba posebno da vode računa o atraktivnosti dotične industrijske grane ili privredne delatnosti u koju se investira. Poželjne karakteristike industrijske grane, odnosno privredne delatnosti obuhvataju, osim toga da se proizvodnja treba nalaziti u uzlaznoj fazi tržišnog ciklusa i postojanje mehanizma kontrole ulaza novih preduzeća u dotičnu privrednu granu, te drugih zaštitnih mehanizama kao što su: patenti, privremena monopolska snaga i/ili oligopolsko određivanje cena u situaciji kada svi konkurenti ostvaruju dobit. Konkurentska prednost ogleda se u relativnom položaju preduzeća unutar privredne grane. Ako se preduzeće bavi sa više privrednih delatnosti, konkurentska prednost treba da se vrednuje po privrednim granama. Konkurentska prednost se smanjuje sa povećanjem konkurencije u privrednoj grani. Privlačnost privredne grane i konkurentska prednost su, dakle, osnovni izvori stvaranja vrednosti. Što su ta dva uslova povoljnija, to je veća verovatnoća da će preduzeće ostvariti veći povrat od onoga koje finansijska tržišta očekuju za isti nivo rizika.<sup>17</sup>

Da bi se uspešno upravljalo investiranjem kapitala nekog preduzeća neophodno je<sup>18</sup>:

- (1) sastavljanje investicionog predloga,
- (2) procena tokova novca za investicione predloge,
- (3) vrednovanje tokova novca,
- (4) izbor projekata koji se temelje na kriterijumu prihvatanja,
- (5) kontinuelnom ponovnom vrednovanju investicionih projekata nakon njihovog prihvatanja.

Primeri iz prakse pokazuju da investicioni predlozi mogu pristizati iz različitih izvora. Da bi se izvršila analiza, projekti se mogu klasifikovati u jednu od pet kategorija<sup>19</sup>:

- (1) novi proizvodi ili proširenje postojećeg asortimana,
- (2) zamena opreme ili zgrade,
- (3) istraživanje i razvoj,
- (4) ispitivanja,
- (5) ostalo.

Peta kategorija (ostalo) obuhvata različite grupe projekata, kao što su: izdaci na teret fondova, da bi se udovoljilo određenim zdravstvenim standardima ili radi nabavke uređaja za kontrolu zagađivanja i slično. Predlog za novi proizvod obično nastaje u

17 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 210

18 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 138

19 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 139

marketing odeljenju preduzeća. Predlog za zamenu dela opreme savremenijom, najčešće nastaje u proizvodnom delu preduzeća.

Svako finansijsko ulaganje treba da počiva na ekonomskoj korisnosti, odnosno dobiti od dotičnog ulaganja. Pored ekonomske koristi izražene u finansijskom rezultatu preduzeća i druge koristi preduzeća mogu biti važan kriterijum za finansijska ulaganja. Dodatne koristi se najčešće odnose na<sup>20</sup>:

- (1) povećanje proizvodnosti rada,
- (2) smanjivanje troškova poslovanja,
- (3) sigurnost nabavke i dopreme sirovina i materijala,
- (4) usavršavanje postojećih osnovnih sredstava,
- (5) podizanje kvaliteta asortimana na viši nivo od postojećeg,
- (6) povećanje obima i strukture obrtnih sredstava,
- (7) smanjenje stepena zavisnosti proizvodnog procesa od uvoznih sirovina i repromaterijala,
- (8) veći stepen izvoza gotovih proizvoda,
- (9) ostvarivanje većeg stepena zaposlenosti,
- (10) eliminisanje uskih grla u proizvodnom procesu,
- (11) funkcionalnu povezanost nabavne, proizvodne, prodajne, finansijske i razvojne funkcije u preduzeću.

Sopstveni izvori sredstava predstavljaju osnovu od koje zavisi obim celokupnog finansiranja reproduktionog toka preduzeća. Istovremeno, oni predstavljaju i osnovu zaduživanja dotičnog preduzeća. Uključivanjem sopstvenih sredstava u finansiranje reproduktionog toka, investitor ističe svoju kreditnu sposobnost i mogućnost da izvrši, u predviđenom vremenskom roku, povraćaj pozajmljenih sredstava. Porastom udela sopstvenih sredstava u finansiranju reproduktionog toka preduzeća raste i finansijska, odnosno poslovna sposobnost preduzeća investitora. Činjenica je, da sa rastom sopstvenih sredstava raste i stepen likvidnosti, odnosno sa rastom pozajmljenih sredstava raste rizik, s obzirom na stalno prisutnu opasnost da se sve obaveze neće moći kreditoru sredstava o roku izmiriti. Poznato je da su sopstveni izvori sredstava u reproduktionom toku manje podložni konjunktturnim promenama, s obzirom da su obaveze po tom osnovu varijabilnog, a ne fiksnog karaktera. Međutim, sopstveni izvori sredstava imaju i svoje neracionalnosti koje se ogledaju u finansijskoj zatvorenosti preduzeća posebno kada su u pitanju nedovoljno selektivna ulaganja. Neracionalnost se izražava preko velikog pritiska na cene po kojima investitor prodaje svoje proizvode ili pruža usluge. Isto tako, često je kod preduzeća prisutna neoptimalna raspodela dobiti uz veće izdvajanje u korist lične potrošnje, a na štetu akumulacije preduzeća. Ovakva neracionalnost, dolazi do izražaja zbog toga što preduzeća isključivo ili većim delom, stižu dobit i komotno se ponašaju u poštovanju društvenih normi.<sup>21</sup>

Neophodno je između sopstvenih i tuđih izvora sredstava uspostaviti njihov optimalan odnos. Prema dosadašnjoj praksi, optimalna struktura sredstava je uspostavljena

20 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 261

21 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 262

u uslovima kada od ukupno uloženi sredstava otpada od 50-80% na sopstvene izvore sredstava, a od 20-50% na tuđe izvore sredstava.

Što se tiče učestale primene izvora finansiranja, u praksi preduzeća se najčešće susreću dva moguća izvora finansiranja:

- (1) eksterni izvori finansiranja,
- (2) interni izvori finansiranja.

Kod eksternih izvora finansiranja važno je praviti razliku između dugoročnih i kratkoročnih finansiranja. Dugoročna finansiranja se obavljaju iz sopstvenog kapitala i dugoročnih dugova, dok se kratkoročna finansiranja obavljaju preko bankarskih kredita, lombardnih kredita, emisije kratkoročnih hartija od vrednosti, trgovačkih kredita i faktoringa. Kao poseban izvor finansiranja sve više se u praksi pojavljuje lizing. Pored navedenih izvora finansiranja preduzeća, moguća je primena i drugih izvora finansiranja kao što su: forfeting krediti, trajni ulozi, rambursni krediti, vinkulacioni krediti, hipotekarni krediti i slično.

Za interne izvore finansiranja je karakteristično da su jeftini (niže su kamate) od eksternih izvora finansiranja. Primenom internih izvora finansiranja na nivou preduzeća se povećava finansijska snaga i lakše održava solventnost preduzeća. Ne treba izgubiti iz vida činjenicu, da su ograničene mogućnosti internog finansiranja u svakom preduzeću. Praktična iskustva ukazuju da se u slučajevima kada preduzeća očekuju manji rizik u poslovanju tada opredeljuju za finansiranje sa fiksnom stopom finansijske naknade. Ukoliko preduzeća očekuju veći stepen rizika u poslovanju, tada ta preduzeća pribegavaju finansiranju sa varijabilnom stopom finansijske naknade (kamate). Nivo i tip kapitalnih izdataka važni su za investitore i to u onoj meri u kojoj dobijaju informacije o očekivanom budućem rastu dobiti. Teoretičari McConnell i Muscarella testirali su ovu tvrdnju i to sa aspekta nivoa izdataka kompanije. Došli su do zaključka, da povećanje namera u smeru kapitalnih izdataka, u odnosu na prethodna očekivanja, rezultira povećanim povratom od akcija u vreme objave i obrnuto za neočekivani pad.<sup>22</sup>

Jedan od najvažnijih zadataka u planiranju potrebnog kapitala jeste procena budućih novčanih tokova. Konačni planirani rezultat koji se dobija onoliko je dobar, koliko je procena bila tačna. Budući da je novac temelj za sve odluke preduzeća, sve koristi koje se očekuju od projekta izražavaju se kroz tokove novca. Dakle, preduzeće investira novac u sadašnjem vremenu u nadi da će u budućnosti dobiti povećani povrat novca. U pripremi novčanih tokova radi analize, kompjuterski programi su od neprocenjive vrednosti, s obzirom da daju mogućnost menjanja pretpostavki i brzog izračunavanja novih tokova novca.<sup>23</sup>

Za svaki investicioni predlog je neophodno obezbediti informacije o očekivanim budućim tokovima novca i to nakon sprovedene aktivnosti oporezivanja. Takođe, informacije treba da budu zasnovane samo na osnovi prirasta, tako da se može anali-

<sup>22</sup> "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", Journal of Financial Economics, 14 (September 1985), 339-422

<sup>23</sup> Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 139

zirati razlika između tokova novca dotičnog preduzeća, sa i bez projekta. Na primer, ako preduzeće namerava uvesti novi proizvod koji će se meriti sa postojećim proizvodima, nije pravilno prikazati tokove novca u obliku procene prodaje novog proizvoda. Treba se uzeti u obzir moguće smanjenje prodaje postojećih proizvoda, dakle procena tokova novca mora se temeljiti na prirastu prodaje. Naglasak treba staviti na analizu situacije sa i bez nove investicije. Ispravni su samo oni tokovi novca koji su izračunati na temelju prirasta. Kod ovih analiza, minuli troškovi se ne uzimaju u obzir, pošto je važna dobit i porast troškova. Sa druge strane, oportunitetne troškove treba uključiti pri oceni projekta.<sup>24</sup>

## 5.2. Metode procene investicionog ulaganja

U slučajevima kada se preduzeća suočavaju sa novim investicijama i projektima, treba da odluče da li da investiraju u iste ili da ne investiraju. Pravila za donošenje investicione odluke nam dozvoljavaju da se formalizuje proces i precizira koje uslove treba ispuniti, kako bi projekat bio prihvaćen.<sup>25</sup> Kada su prikupljene sve potrebne informacije, tada se može oceniti prihvatljivost različitih investicionih predloga koji su razmatrani. Cilj ocene prihvatljivosti se odnosi na određivanje potrebnog kapitala. Saglasno razvojnim programima preduzeća metode se mogu podeliti na<sup>26</sup>:

- (1) statičke metode,
- (2) dinamičke metode.

Statičke metode zanemaruju faktor vreme i svoju procenu temelje na nekom stanju bez obzira koliko je vreme trajanja uložениh sredstava. Stoga se statičke metode u praksi često i identifikuju sa pokazateljima uspešnosti poslovanja preduzeća (produktivnost, ekonomičnost, rentabilnost i slično).

Dinamičke metode uzimaju u obzir vreme kao veoma bitan faktor pri izračunavanju ekonomske efikasnosti ulaganja u razvoj preduzeća. Zajednička karakteristika svim ovim metodama jeste, da se putem kamate sve buduće procene svode na sadašnju vrednost, kao i da se uvode i različita vremena efektuiranja na ulaganja sa istim vremenskim rokom trajanja. Dinamičke metode obuhvataju:

- (1) metodu povrata uložениh sredstava,
- (2) metodu sadašnjih vrednosti, odnosno metod neto sadašnje vrednosti,
- (3) metodu interne stope rentabiliteta, odnosno metod interne stope povrata,
- (4) metodu MAPI.

Metodom povrata uložениh sredstava vrši se procena vremena u kojem bi trebalo budući prihod od odgovarajućih ulaganja da dostigne obim uložениh sredstava. Ako je vremenski period povrata ulaganja veći, tada su ulaganja manje rentabilna i obrnuto.

<sup>27</sup>

<sup>24</sup> Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 140

<sup>25</sup> Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 285

<sup>26</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 266

<sup>27</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 266

Metoda sadašnjih vrednosti polazi od budućeg (očekivanog) prihoda, koji se putem određene diskontne stope svodi na sadašnju vrednost. Tako se definiše, da li će očekivana sredstva biti dovoljna za pokriće iznosa ukupno uloženi sredstava i ostvarivanje planirane dobiti.

Neto sadašnja vrednost projekta se može izračunati ako se uzme u obzir jedno od dva stanovišta<sup>28</sup>:

- (1) može se izračunati sa aspekta učešća svih investitora u projektu, diskontovanjem novčanih tokova prema preduzeću po trošku kapitala i oduzimanjem ukupne inicijalne investicije u projektu,
- (2) može se izračunati sa aspekta akcionara, putem diskontovanja novčanih tokova prema akcionarima po trošku akcijskog kapitala i oduzimanjem inicijalne investicije u projektu ostvarene prodajom akcija.

Pri izračunavanju neto sadašnje, odnosno kapitalizovane vrednosti posebno se izračunava diskont za prihod, a posebno diskont za rashod. Faktori koji utiču na primenu ove metode se odnose na: (1) vremenski period trajanja efekata ulaganja, (2) godišnji iznos prihoda i rashoda i (3) diskontnu stopu. S obzirom da treći faktor, zavisi od donosioca odluke, to jedino predstavlja i slabost ove metode u njenoj konkretnoj primeni.<sup>29</sup>

Metod sadašnje vrednosti stvara mogućnost tačnog rangiranja međusobno isključivih investicionih projekata. Metoda interne stope povrata, u određenim slučajevima, ne omogućava to rangiranje. Kod metode interne stope povrata posredno izražena stopa reinvestiranja će se razlikovati zavisno od kretanja toka novca investicionog projekta koji se razmatra. Predlozi sa visokom internom stopom povrata pretpostavljaju i visoke stope reinvestiranja i obrnuto. Kod metode neto sadašnje vrednosti indirektno izražena stopa reinvestiranja ista je za svaki predlog. Metoda neto sadašnje vrednosti uzima u obzir razlike u rasponu investicija. Ukoliko je cilj stvarna maksimizacija vrednosti, jedino teoretski tačan oportunitetni trošak fondova predstavlja traženu stopu povrata. Ta stopa konstantno se primenjuje sa metodom neto sadašnje vrednosti. Mnogi menadžeri smatraju da je lakše prikazati interpretirati internu stopu povrata, nego neto sadašnju vrednost, što je i glavni razlog veće upotrebe ove metode. Mnogo je prihvatljiviji rezultat koji iskazuje povrat, nego onaj iskazan u apsolutnim iznosima kao kod NPV metoda.<sup>30</sup>

Interna stopa rentabiliteta identična je sa diskontnom stopom, čiji je zadatak da izjednači ukupna ulaganja u razvoj sa sadašnjom vrednosti budućih neto prihoda. Interna stopa rentabiliteta biće prisutna ukoliko je obim godišnjeg prihoda veći od obima godišnjeg rashoda. Ova stopa u potpunosti eliminiše subjektivizam, iz razloga što se diskontna stopa pojavljuje kao diskontna veličina koju treba računski utvrditi.<sup>31</sup> Dakle, interna stopa prinosa predstavlja onu diskontnu stopu koja daje neto sadašnju

28 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 296

29 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 267

30 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 151

31 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 269

vrednost jednaku nuli.<sup>32</sup> Kriterijum na osnovu kojeg se prihvata ili odbacuje projekat jeste upoređivanje interne stope povrata sa traženom stopom povrata. Ako je interna stopa povrata veća od tražene stope, tada se projekat prihvata, ako je manja, tada se projekat ne prihvata.

Investicioni projekti koji se odnose na povećanje kapaciteta razlikuju se od investicionih projekata kojima je svrha smanjenje troškova. Stoga oni i zahtevaju različit povrat. Teoretičar Edward M. Miller smatra da su projekti povećanja kapaciteta usko povezani sa nivoom aktivnosti i da ostvaruju prilično značajne tokove novca, u uslovima kada je ekonomija uspešna.<sup>33</sup> Planski rizik projekta biće vrlo visok. Sa druge strane, projekti kojima je svrha zamena, smanjuju troškove i ostvaruju dobit u širem području ekonomije. Rezultat toga jeste da takvi projekti imaju niži planski rizik i da zahtevaju manji povrat da bi investitori bili zadovoljeni.

Metod interne stope povrata i metod sadašnje vrednosti kod koje diskontujemo tokove novca, imaju sličan pristup planiranju potrebnog kapitala. Metodom sadašnje vrednosti sve tokove novca diskontujemo na sadašnju vrednost, koristeći traženu stopu povrata. Ako je zbir diskontovanih tokova novca 0 ili više, predlog u vezi projekta se prihvata. Ako je manji od 0, tada se predlog odbacuje. Drugi način na koji se može izraziti kriterijum prihvatanja je sledeći: projekat će biti prihvaćen ako je sadašnja vrednost novčanih priliva veća od sadašnje vrednosti novčanih izdataka.<sup>34</sup>

Ako je tražena stopa povrata takva da osigurava povrat koji investitori očekuju da će preduzeće zaraditi na investicionom projektu, a preduzeće prihvati predlog sa neto sadašnjom vrednošću većom od 0, tada bi tržišna cena akcija trebala porasti. Preduzeće će prihvatiti projekat čiji je povrat sredstava veći od povrata koji bi bio potreban da bi tržišne cene akcija ostale nepromenjene.

MAPI metoda je naziv dobila po institutu The Machinery and Allied Product Institute of America. Putem ove metode treba dati odgovor na pitanje o mogućnostima zamene starog sa novim osnovnim sredstvom, odnosno tehnologijom. MAPI metod polazi od činjenice, da na investicione odluke ne utiču samo podaci o knjigovodstvenoj vrednosti i otpisu osnovnih sredstava. Da bi se mogla doneti investiciona odluka, predlaže se utvrđivanje faktora „suprotnog minimuma“ i za staro i za novo osnovno sredstvo.<sup>35</sup>

Pri ocenjivanju grupe investicionih predloga, neophodno je odrediti da li su predlozi međusobno nezavisni. Predlog je međusobno isključiv ukoliko njegovo prihvatanje unapred isključuje prihvatanje jednog ili više drugih predloga. Dva međusobno isključiva predloga ne mogu biti prihvaćena zajedno. Vezani ili zavisni predlog zavisi od prihvatanja jednog ili više drugih predloga. Na primer, nabavka velike mašine može zahtevati konstruisanje novog krila zgrade i slično.<sup>36</sup>

32 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 301

33 Miller, E., On the Systematic Risk of Expansion Investment, Quarterly Review of Economics and Business, 228 (Autumn 1988), 67-77

34 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 146

35 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 270

36 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 147

## 6. Rizici i investiciona ulaganja preduzeća

### 6.1. Rizik investicionih ulaganja korporacija

Rizik se odnosi na verovatnoću da ćemo ostvariti prinos na investiciju koji se razlikuje od prinosa koji očekujemo da ostvarimo. Na taj način rizik uključuje ne samo loše rezultate (prinose koji su manji od očekivanih), nego takođe dobre rezultate (prinose koji su veći od očekivanih).<sup>37</sup>

Rizik se može definisati kao promena mogućih rezultata za razliku od onih koji su bili očekivani. Standardna devijacija se obično uzima kao mera rizika, jer pruža informacije o gustoći distribucije verovatnoće mogućih rezultata. Ukoliko su investitori i kreditori skloni riziku, tada je potrebno da menadžment preduzeća uključi rizik investicionog predloga u analizu vrednosti predloga. U protivnom, odluke planiranja potrebnog kapitala neće biti u skladu sa postavljenim ciljem koji se odnosi na maksimiziranje cene akcija.<sup>38</sup>

Ovakav ishod će biti prisutan zbog toga što investicioni predlozi uključuju različite stepene poslovnog rizika. To znači da je neophodno analizirati ne samo njihovu očekivanu profitabilnost, već i moguće odstupanje od očekivanja.

Rizik investicionog portfolia se može meriti na dva načina:

- (1) standardnom devijacijom,
- (2) relativnim indeksom sistemskog rizika beta.

Standardna devijacija predstavlja ukupni ili totalni rizik portfolia. Putem standardne devijacije se utvrđuje disperzija prinosa oko očekivane vrednosti. U slučajevima kada je veća standardna devijacija, veća je i mogućnost disperzije budućih prinosa od očekivane vrednosti, odnosno veća je nesigurnost investitora po pitanju portfolia koji je u njegovom posedu. Beta koeficijent predstavlja meru sistemskog rizika koji se ne može diverzifikovati. Beta kao mera rizika predstavlja stepen osetljivosti prinosa portfolia u odnosu na prinose svih hartija od vrednosti na finansijskom tržištu. Beta kao mera rizika može se izračunati na bazi regresione analize i krive regresije. Beta predstavlja razliku između prihoda od hartija od vrednosti i tržišnih prihoda. Linija regresije se u praksi identifikuje sa modelom prinosa hartija od vrednosti.<sup>39</sup>

Očekivana vrednost i standardna devijacija distribucije verovatnoće mogućih neto sadašnjih vrednosti daje nam priličnu količinu informacija pomoću kojih se može proceniti rizik investicionog predloga. Ako je distribucija verovatnoće približno normalno zakrivljena, moguće je izračunati verovatnoću predloga koji omogućava neto sadašnju vrednost, manju ili veću od navedenog iznosa. Verovatnoća se definiše na grafikonu određivanjem područja ispod krive na levo ili desno od određene tačke interesa.

---

<sup>37</sup> Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 151

<sup>38</sup> Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 173

<sup>39</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 276

Glavna poteškoća u vezi rizičnih investicija nalazi se u činjenici da procena toka novca dolazi od menadžmenta, a ne matematičkih manipulacija podacima. Menadžment uvek ostaje ono što on jeste, svoje sklonosti redovno uvodi u proces procene tokova novca. Ponekad je odluka menadžera povezana sa stopom povrata sredstava i to prema određenim standardima. Ako se ti standardi zasnivaju na očekivanom povratu za investicioni projekat, menadžeri će verovatno zasnivati svoje procene prema onima koje su okrenute prema nižim vrednostima. Na taj način, menadžment će verovatno biti sposoban da premaši standarde. Radi obezbeđenja nepristrasnog predviđenog toka novca, potrebno je da je naknada za one koji prognoziraju nevezana za kasnije rezultate.<sup>40</sup> Uticaj može da potiče od prirode procesa selekcije, što znači da se svi projekti ne mogu prihvatiti. Prognoza se daje višem nivou menadžmenta, koji donosi odluku prihvatanja ili odbijanja projekta. Prihvatanje projekta zavisi od sigurnosti povrata projekta u odnosu na njegov rizik.

Za većinu investicionih predloga, tok novca u jednom budućem vremenskom periodu zavisi delimično od tokova novca u prethodnom vremenskom periodu. Ako je investicioni predlog bio loš u ranijim godinama, velika je verovatnoća da će tokovi novca u kasnijim godinama takođe biti niži nego što su isti bili očekivani u početku. Pretpostavka da krajnje nepovoljni ili povoljni rezultati neće u „ranom životu“ investicionog predloga uticati na kasniji rezultat je nerealna u većini investicionih situacija. Posledica vremenske korelacije tokova novca je da je standardna devijacija distribucije verovatnoće mogućih neto sadašnjih vrednosti ili mogućih internih stopa povrata veća nego što bi one trebale da budu ako pretpostavimo nezavisnost. Treba istaći da veći stepen korelacije daje veću disperziju distribucije verovatnoće. Srednja vrednost neto sadašnje vrednosti ista je bez obzira na stepen korelacije tokom vremena.<sup>41</sup>

Treba napraviti razliku između perfektne i umerene korelacije. Perfektna korelacija znači da tok novca u vremenskom razdoblju zavisi potpuno od toga šta se desilo u prethodnim razdobljima. Umerena korelacija se javlja tamo gde tokovi novca preduzeća nisu ni približno, niti perfektno u korelaciji tokom vremena.

Pri razmatranju rizičnih investicija mogu se koristiti simulacije kako bi se aproksimovao očekivani povrat i disperzija očekivanih povrata za investicioni predlog. Pod simulacijom treba podrazumevati testiranje rezultata investicionih odluka pre nego što su se stvarno dogodili. Samo testiranje se temelji na modelu koji je povezan sa probabilnim informacijama. Simulacioni model kojeg je izneo teoretičar Hertz razmatra sledeće faktore pri izvođenju tokova zarada projekta<sup>42</sup>:

1. Analiza tržišta
  - 1.1. Veličine tržišta
  - 1.2. Prodajne cene
  - 1.3. Stopa rasta tržišta
  - 1.4. Udeo na tržištu

---

40 Horne, J.C., *Financijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 179

41 Horne, J.C., *Financijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 181

42 Hertz, D., *Risk Analasys in Capital Investment*, Harvard Business Rerview, 1964. godine, str. 95-106



2. Analiza investicionih troškova
  - 2.1. Tražene investicije
  - 2.2. Rezidualna vrednost investicija
3. Obrtni troškovi i fiksni troškovi
  - 3.1. Obrtni troškovi
  - 3.2. Fiksni troškovi
  - 3.3. Životni vek opreme.

Distribucije verovatnoće treba pridružiti svakom od tih faktora, a iste se baziraju na proceni menadžmenta o mogućim rezultatima.

Upravljačke opcije često su važne pri planiranju potrebnog kapitala preduzeća. Taj izraz znači fleksibilnost menadžmenta pri menjanju prethodno donete odluke. Prisutnost upravljačkih opcija povećava vrednost investicionog projekta. Što je veća nesigurnost u okruženju pri korišćenju opcija, to je veća njihova vrednost. Vrednost se može sagledati kao neto sadašnja vrednost projekta, koja se izračunava na uobičajeni način, zajedno sa vrednošću opcije ili opcija. Vrednost projekta jednaka je NPV uvećanoj za vrednost opcija. Što je veći broj opcija i veća neizvesnost koja okružuje njihovu upotrebu, veći je i drugi član u izrazu, odnosno veća je vrednost projekta.

Vrste raspoloživih upravljačkih opcija treba da obuhvate:

- (1) Opcije menjanja proizvodnje. Važna je opcija širenja proizvodnje, ukoliko uslovi postanu povoljni ili smanjenja proizvodnje ukoliko uslovi postanu nepovoljni.
- (2) Opcije odustajanja ili napuštanja. Ako projekat ima vrednost prilikom napuštanja, to predstavlja vlasnicima projekta opciju prava na prodaju.
- (3) Opcije odgode. Za neke projekte postoji opcija čekanja, s tim da se dobiju nove informacije.

Ponekad se sve opcije tretiraju informativno kao kvalitativni faktor kada se procenjuje vrednost projekta.

## 6.2. Vrste rizika i struktura kapitala

Poslovni rizik predstavlja rizik ostvarenja poslovnog dobitka kao prinosa na uloženi kapital. Poslovni dobitak predstavlja razliku između marže pokrića i rashoda perioda bez obuhvatanja kamata. Marža pokrića predstavlja razliku između prihoda od prodaje i varijabilnih troškova. Poslovni dobitak sastoji se od:

- (1) kamate,
- (2) poreza iz rezultata,
- (3) neto dobitka.

Definicija principa rentabilnosti ukazuje, da ukupno uloženi kapital u preduzeću treba da produkuje određeni poslovni dobitak. Za ulagača kapitala najvažniji zadatak jeste da maksimira prinos na ukupno uloženi kapital. Sam poslovni dobitak preduzeća je uslovljen razlikom između marže pokrića i rashoda perioda bez kamata.

Veličina marže pokrića je uslovljena razlikom između prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda. Faktori koji utiču na veličinu marže pokrića odnose se na<sup>43</sup>:

- (1) visinu prodajnih cena,
- (2) visinu obima proizvodnje i prodaje,
- (3) visinu fizičkog utroška materijala, energije, usluga i rada po jedinici proizvoda,
- (4) visinu pariteta prodajnih i nabavnih cena,
- (5) stepen optimiranja strukture proizvodnje i sl.

Faktori koji utiču na veličinu rashoda perioda odnose se na<sup>44</sup>:

- (1) visinu ulaganja u osnovna sredstva,
- (2) visinu troškova organizacije,
- (3) visinu troškova prodaje,
- (4) visinu troškova održavanja i osiguranja uložениh sredstava,
- (5) stepen iskorišćenja kapaciteta za postizanje neutralnog poslovnog rezultata i sl.

Faktor poslovnog leveridža predstavlja multiplikator promene procenta prihoda od prodaje. Za faktor poslovnog leveridža je karakteristično, da pokazuje koliko puta se brže menja poslovni rezultat nego što se menja prihod od prodaje.

Određivanje strukture kapitala preduzeća direktno je uslovljeno intenzitetom dejstva poslovnog leveridža. Kod kapitalno intenzivnih preduzeća (sa visokim učešćem fiksnih troškova u ukupnim troškovima) male promene obima prodaje izazivaju poslovni gubitak. Finansiranje takvih preduzeća iz tuđih, tj. kreditnih izvora postaje neizvesno i rizično, što utiče na njihovu insolventnost. Da bi se mogla doneti ispravna odluka o varijaciji poslovnog dobitka neophodno je analizirati i dinamiku novčanih tokova, tj. primanja i izdavanja novca u preduzeću. S obzirom da određeni fiksni troškovi ne predstavljaju tekući izdatak novčanih sredstava njihov uticaj nije direktan na fluktuaciju obima prodaje. Za varijabilne troškove je karakteristično, da su daleko više uslovljeni dinamikom obima prodaje.

Finansijski rizik predstavlja rizik ostvarenja bruto dobitka u preduzeću. Bruto dobitak predstavlja razliku između poslovnog dobitka i neto rashoda finansiranja. Za finansijske rashode u preduzeću je karakteristično, da utiču na finansijski rizik i istovremeno izazivaju finansijski leveridž u preduzeću.

Visina troškova po osnovu kamata direktno zavisi od<sup>45</sup>:

- (1) strukture kapitala,
- (2) obima autonomnih izvora,

---

43 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 177

44 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 178

45 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 180

- (3) racionalnog upravljanja osnovnim i obrtnim sredstvima,
- (4) visine i vrste kamatnih stopa.

Rizik ostvarenja bruto dobitka se može kvantitativno iskazati faktorom finansijskog leveridža. Finansijski leveridž predstavlja količnik između poslovnog dobitka i bruto dobitka. Na osnovu faktora finansijskog leveridža može se utvrditi, za koliko se brže menja finansijski rezultat pri svakoj procentualnoj promeni poslovnog rezultata u preduzeću. Težnja svakog preduzeća jeste, da se eliminiše uticaj finansijskog rizika na ostvarenje bruto dobitka. Isto je moguće ostvariti, pod uslovom da se dotično preduzeće finansira iz sopstvenog kapitala, kao i iz autonomnih izvora. S obzirom, da je u praksi izuzetno teško izbeći neto rashode finansiranja, težnja je svakog menadžmenta u preduzeću, da iste svede na minimum i umanjí faktor finansijskog rizika. Povećanjem poslovnog dobitka, smanjuje se rizik ostvarenja bruto dobitka. Da bi preduzeće povećalo svoj poslovni dobitak, neophodno je da poveća maržu pokrića, uz smanjenje rashoda perioda bez kamate. Dakle, preduzeće treba da s jedne strane utiče na povećanje prihoda od prodaje, uz prisustvo smanjenja varijabilnih rashoda i s druge strane da utiče na smanjenje fiksnih troškova, relativno fiksnih troškova sadržanih u prodanim proizvodima.<sup>46</sup>

Ukoliko preduzeće poseduje strukturu sredstava u kojoj su dominantna osnovna sredstava, tada su u tom preduzeću visoki fiksni rashodi, odnosno rashodi perioda bez kamate, uz nizak poslovni dobitak i izražajan finansijski rizik. U takvim uslovima visoki finansijski rizik je jedino moguće umanjiti pomeranjem strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala. Povećanjem sopstvenog kapitala u odnosu na tuđi kapital, smanjila bi se kamata, odnosno troškovi finansiranja i približio nivo bruto dobitka ka poslovnom dobitku.<sup>47</sup>

Analiza odnosa između stope prinosa na ukupni kapital, sopstveni i tuđi, kamatne stope prinosa na tuđi kapital i stope prinosa na sopstveni kapital, ukazuje njihovo različito ponašanje na strukturu kapitala u preduzeću. U slučajevima, kada je stopa prinosa na ukupni kapital na istom nivou kao i prosečna kamatna stopa na tuđi kapital, tada svako pomeranje strukture kapitala u preduzeću, neutralno utiče na stopu prinosa na sopstveni kapital. Stopa prinosa na sopstveni kapital se ne menja bez obzira na promenu strukture kapitala, zbog neutralnog dejstva finansijskog rizika. U takvim uslovima, bruto dobitak kao razlika između poslovnog dobitka i rashoda finansiranja ostvaruje se samo po osnovu sopstvenog kapitala. Neto dobitak se u apsolutnom iznosu menja i to tako da se smanjuje, ukoliko se menja struktura kapitala preduzeća u korist tuđeg kapitala.<sup>48</sup>

U slučajevima, kada je u preduzećima stopa prinosa na ukupni kapital veća od prosečne kamatne stope na tuđi kapital, svaka promena strukture kapitala i to u korist tuđeg kapitala, ima za posledicu povećanje stope prinosa na sopstveni kapital. Razlog ovakvog kretanja je u činjenici, da se bruto dobitak formira iz sopstvenog i iz tuđeg

46 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 181

47 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 181

48 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 182

kapitala, te se po osnovu toga produkuje i pozitivno dejstvo finansijskog leveridža na stopu prinosa na sopstveni kapital.

U slučajevima, kada je u preduzećima stopa prinosa na ukupni kapital niža od prosečne kamatne stope na tuđi kapital, svaka promena strukture kapitala u korist tuđeg kapitala, ima za posledicu smanjenje stope prinosa na sopstveni kapital. Razlog ovakvog kretanja je u činjenici da je bruto dobitak, koji potiče iz sopstvenog kapitala, manji od poslovnog dobitka koji potiče iz sopstvenog kapitala i to za veličinu gubitka nastalog korišćenjem tuđeg kapitala. S obzirom da u ovakvim slučajevima finansijski rizik deluje negativno na stopu prinosa na sopstveni kapital, menadžment preduzeća treba posebno da vodi računa o visini prosečne kamatne stope na tuđi kapital, kao i o iznosu tuđeg kapitala u ukupnom kapitalu preduzeća.<sup>49</sup>

Menadžment preduzeća treba da odredi granicu do kog nivoa se može preduzeće zaduživati, radi maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital. Svako nekontrolisano zaduživanje preduzeća može imati i negativne posledice promenom tržišnih uslova privređivanja.

Složeni rizik, tj. leveridž pojavljuje se kao neizvesnost pri ostvarivanju bruto dobitka, neto dobitka i prinosa na sopstveni kapital. On predstavlja sveukupni rizik pred kojim se nalazi preduzeće. Za izračunavanje faktora složenog leveridža neophodno je imati sve podatke o visini marže pokrića, poslovnog dobitka, bruto dobitka, faktora poslovnog leveridža i faktora finansijskog leveridža.

### 6.3. Diverzifikacija investicionog portfolia

Portfolio podrazumeva kombinaciju dve ili više hartija od vrednosti, valuta, proizvoda i nekretnina ili nekih drugih delova aktive (imovine) koji su u vlasništvu kompanija, preduzeća, pojedinaca ili institucionalnih investitora. Cilj svakog portfolia jeste minimiziranje rizika putem diverzifikacije plasmana. Zadatak je menadžmenta firme da upravlja sa portfoliom, a isto je moguće postavljanjem adekvatne investicione strategije. Za investicionu strategiju se kaže da je dobro postavljena, ukoliko se putem nje optimira investiranje, diverzifikuju plasmani i minimiziraju rizici. Portfolio teorija stavlja naglasak na izbor optimalnog portfolia od strane racionalnih investitora, uz maksimiranje očekivanih prinosa i prihvatanja minimalnih rizika.

Ono što ide u korist diverzifikaciji investicionog portfolia ukazuje da<sup>50</sup>:

- (1) Svaka investicija kod diverzifikovanog portfolija predstavlja mnogo manji procenat tog portfolia nego što bi bio slučaj da nije izvršena diverzifikacija.
- (2) Efekti aktivnosti određenog preduzeća na cene individualnih instrumenata u portfoliju mogu biti ili pozitivni ili negativni za svaki instrument u bilo kom periodu, te na taj način, kod veoma velikih portfolia, rizik će u proseku iznositi nula i neće uticati na sveukupnu vrednost portfolia.

49 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 182

50 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 156-157

Prinos po osnovu portfolia može se ostvariti na dva načina<sup>51</sup>:

- (1) prihod po osnovu promene vrednosti hartija od vrednosti,
- (2) prihod po osnovu svih novčanih primanja ostvarenih posedovanjem aktive hartija od vrednosti.

S obzirom da se radi o projektovanim portfolio prihodima, neophodno je stopu prinosa posmatrati preko parametara: očekivane vrednosti i standardne devijacije. Očekivani prinos portfolia podrazumeva ponderisani prosek mogućih prinosa.

Rizici koji utiču na manje ostvarenje prihoda od očekivanog se mogu svrstati u:

- (1) sistemske rizike,
- (2) nesistemske rizike.

Sistemske rizici podjednako utiču na sve vrste aktive (imovine) i vezani su za funkcionisanje tržišta kapitala. Sistemske rizici potiču iz ekonomskog i političkog okruženja investitora. Svi drugi rizici predstavljaju nesistemske rizike. Oni su vezani za pojedinačne hartije od vrednosti i pojedinačne kompanije koje ih emituju. Ukoliko su istovremeno prisutni sistemske i nesistemske rizici, tada se kaže da je prisutan ukupni ili totalni rizik investitora koji poseduje portfolio hartija od vrednosti.<sup>52</sup>

Prednost portfolio investiranja počiva na činjenici, da je moguće maksimizirati efekte investiranja uz istovremeno minimiziranje rizika po osnovu diverzifikacije portfolia. Ako se portfolio hartija od vrednosti posmatra kao celina, tada je moguće izvršiti smanjenje dela ukupnog rizika portfolia putem diverzifikacije ulaganja u veći broj hartija od vrednosti. Diverzifikacijom portfolia vrši se kombinacija dve ili više hartija od vrednosti, čiji se prinos kreće u različitim smerovima, tako da se pojedinačni prinosi kompenziraju držanjem portfolia. Diverzifikacijom portfolia smanjuje se ukupan obim rizika i izloženost investitora dotičnom riziku. Efekat diverzifikacije zavisi od korelacije, tj. međusobne uslovljenosti hartija od vrednosti koje su uključene u portfolio. Ukoliko je manja korelacija između hartija od vrednosti u portfoliu, tada je moguć i veći uticaj diverzifikacije na smanjenje rizika očekivanog prinosa.

Pored kvantiteta prinosa, tj. visine očekivanih novčanih tokova, investitori su zainteresovani i za dimenziju izvesnosti, odnosno rizika ostvarenja datog prinosa.

Pošto cena kapitala preduzeća predstavlja ponderisani prosek cena pojedinačnih izvora kapitala to bi se, matematičkim putem, redukcija cene kapitala preduzeća mogla ostvariti na bazi povećanja učešća jeftinijih izvora finansiranja (tuđeg kapitala). Međutim, konačan uticaj povećanja učešća duga na cenu kapitala preduzeća je neizvestan, budući da ono može voditi povećanju cene, poređenja dugova i sopstvenog kapitala, što može anulirati sve koristi od jačanja učešća ovih jeftinijih izvora. Zbog toga je jedini izvestan način za smanjenje cene kapitala preduzeća smanjenje cena pojedinačnih izvora finansiranja, dugova i sopstvenog kapitala. Cene pojedinačnih izvora

51 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 273

52 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 274

finansiranja determinisane su očekivanim rizikom investiranja, odnosno zahtevanom stopom prinosa.

Redukcija rizika koji prihvataju investitori može se ostvariti: (1) na bazi poboljšanja tržišnog viđenja preduzeća, (2) na bazi smanjenja varijabilnosti novčanih tokova koji investitori očekuju, tj. na bazi realne redukcije rizika koji će se snositi. U vezi sa potencijalima realne redukcije rizika koji će investitori snositi važno je istaći da različiti investitori, različite interesne grupe, imaju različit odnos prema rizicima. Poverioci i druge interesne grupe sa fiksnim pravima su zainteresovani da preduzeće minimizira rizike. Akcionari nisu zainteresovani za ukupan rizik preduzeća. Znajući da su akcionari spremni da prihvate visokorizične projekte, poverioci se štite redukovanjem cene koju su spremni da plate za fiksna prava za iznos koji će im obezbediti kompenzaciju gubitaka od preuzimanja projekta. U ovom slučaju samo akcionari snose troškove preuzimanja visokog rizika. Akcionari nisu zainteresovani za ukupan rizik preduzeća, s obzirom da rizik investiranja smanjuju diversifikovanjem raspoloživog finansijskog kapitala u brojna preduzeća, stoga su akcionari zainteresovani samo za nediversifikovanu, sistematsku komponentu rizika. Za razliku od njih menadžeri vezuju svoj celokupni lični kapital za preduzeće, zato su i zainteresovani za ukupan rizik.

Osim akcionara i poverioci mogu diversifikovati svoj portfolio budući da dugovni kapital mogu plasirati u više preduzeća. Stoga se vrednost za investitorske interesne grupe, akcionare i poverioce, može kreirati redukcijom sistematskog rizika, dok se za interesne grupe koje ne poseduju mogućnost diversifikacije može kreirati i redukcijom nesistematske komponente rizika.

Prisutan veći stepen sistematskog rizika može kompenzirati finansijsko tržište premijom za rizik. Investitor koji se izlaže nesistematskom riziku neće biti nagrađen, budući da se tog dela rizika mogao rešiti diversifikacijom. Redukovanje cene kapitala na bazi redukcije nesistematskog rizika je bespredmetno.

Ukoliko investitori poznaju svoju izloženost riziku, oni je mogu sami kontrolisati prilagođavanjem strukture portfolia, promenom odnosa iznosa investiranog u obveznice i iznosa investiranog u akcije. Redukcija sistematskog rizika na nivou svakog pojedinačnog preduzeća ne donosi investitorima korist. Međutim, investitori ne mogu do kraja da računaju složenost sistematskog rizika i da mere rizik preduzeća. Stoga redukcija sistematskog rizika na nivou preduzeća ima smisla.

Pošto preduzeće ne može uticati na visinu stope prinosa bez rizika, niti na visinu tržišne cene rizika, jedini način smanjenja cene kapitala, u skladu sa CAPM, jeste redukcija beta pokazatelja, pri čemu se razlike između preduzeća javljaju usled:

- (1) aktivnosti novčanih tokova na opšti nivo aktivnosti nacionalne ekonomije,
- (2) prisustva fiksnih troškova u poslovnim procesima,
- (3) načina na koji je menadžment izabrao da finansira preduzeće.

Većina autora se slaže u stavu da, u skladu sa prethodno iznetim, jedina realna mogućnost sniženja sistematskog rizika odnosi se na sniženje sistematskog poslovnog rizika. Sistematski poslovni rizik može se redukovati:

- (1) redukovanjem biznis rizika,
- (2) redukovanjem poslovnog leveridža.

Biznis rizik se može ostvariti vezivanjem što većeg procenta prihoda za aktivnosti koje su analitičkog karaktera, što se postiže promenama ciljeva i struktura i investicione politike preduzeća. Smanjenje poslovnog leveridža podrazumeva uključanje programa redukcije opštih fiksnih troškova.

### III

## FINANSIJSKI ASPEKTI STUKTURE KAPITALA PREDUZEĆA

### 1. Cene akcija i načini njihovog izračunavanja

Tržišno vrednovanje i uspešnost poslovanja korporacije se mogu posmatrati precizno kroz kretanje cena akcija, a kada se potencijalni investitori odlučuju za ulaganje na finansijskoj berzi, tada se cena akcije pretvara u najvažniji pokazatelj. Svakom preduzeću je u interesu da cena njegovih akcija raste, a isto tako i menadžment preduzeća, akcionari i zaposleni teže ka tome da cene akcija ostanu što duže na visokom nivou. Kategorija cene akcija i promene u određenom vremenskom intervalu doprinose i daju značaj oceni kvaliteta poslovanja, efektivnosti upravljanja, efikasnosti upravljanja i budućnosti preduzeća.

Pre razmatranja cene akcija i njihovog izračunavanja nameće se potreba da se razjasni suština pojma nominalne vrednosti akcija. Na svakoj akciji se nalazi upisan novčani iznos i kao takav predstavlja nominalnu vrednost akcije<sup>1</sup>, koja dolazi do izražaja samo pri osnivanju akcionarskog društva, kada se vrši primarna emisija akcija ili dodatna emisija akcija prilikom dokapitalizacije. Visina nominalne vrednosti akcija nekog korporativnog preduzeća se izračunava kada se podeli iznos osnivačkog kapitala s brojem emitovanih akcija i najčešće ima samo tehničko značenje, jer kasnije tržište preuzima glavnu ulogu utvrđivanja cene akcije. Osim tehničkog značenja nominalna vrednost dolazi do izražaja prilikom kupovine običnih akcija i prava na prisvajanje dividende, upravljanja tj. kod utvrđivanja prava vlasnika običnih akcija. Dosadašnja iskustva savremenog akcionarstva pokazuju da vlasnička prava, a pre svega upravljačka funkcija, imaju značaj samo za velike investitore koji obezbeđuju kontrolni paket akcija i tako stiču odlučujući uticaj u upravljanju korporativnim preduzećem. „Prisvajanje dividende nije primarni motiv zbog kojeg se ulaže kapital u akcionarsko društvo. Kod donošenja odluke za ulaganja kapitala u kupovinu akcija mnogo veći značaj ima spekulativna dimenzija, odnosno mogućnost zarade na osnovu razlike u nabavnoj i prodajnoj ceni akcija.“<sup>2</sup>

Prilikom emitovanja akcija najčešće se dešava da je prisutan srazmerno veliki broj akcija koje imaju relativnu malu nominalnu vrednost, a rezultat toga je više investitora koji stiču status suvlasnika u preduzeću ulažući skromna sredstva i lakša distribucija akcija u primarnoj emisiji. Nakon emisije nominalna vrednost akcija dobija tehničko značenje, potpuno gubi važnost za investitore u berzanskom prometu i na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti. Jedini relevantan podatak jeste cena ili kurs akcija koji se formiraju na tržištu i na osnovu njih investitori donose odluke o eventualnim kupovinama na berzi. Odnos između tržišne cene akcija i nominalne vrednosti akcija se može uporediti sa odnosom između cene i vrednosti u opštem slučaju.

<sup>1</sup> Postoje retke situacije kada se akcije emituju bez nominalne vrednosti. To ne znači da nemaju nominalnu vrednost, ona se određuje prema novčanom iznosu po kojem se akcije prodaju u primarnoj emisiji.

<sup>2</sup> Dugalić, V., Cene akcija, fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, Beograd, 2001, str. 26



## 1.1. Izračunavanja cena običnih (redovnih) akcija

Primeri iz prakse i visoko razvijenih država i država u tranziciji pokazuju da su prisutni značajni naponi da se investitorima i budućim investitorima pruže odgovori na neka od sledećih pitanja: (1) od čega zavisi cena akcije?; (2) da li se na cenu akcije može uticati?; (3) kako će se menjati u budućnosti?; (4) da li se mogu predvideti neke od promena cene akcija? i sl. Na cene akcije utiču kako brojni unutrašnji faktori u samom preduzeću, tako i brojni spoljni faktori koji potiču iz ekonomskog ili političkog okruženja. Pri tome je potrebno naglasiti da su cene akcija osetljive i vrlo promenljive na sve promene u odnosima ponude i tražnje. S obzirom da je kasno preduzimati aktivnosti, kada se dogode promene vezane za cene akcija, potrebno je pokrenuti niz različitih mera u predviđanju osnovnih tokova promene njihovih cena. Značajan korak odnosi se na primenu odgovarajućih metoda u izračunavanju budućih cena akcija, kao i kvantifikaciju potencijalnih faktora od kojih zavise cene akcija.

Mnogo je teže utvrditi cene akcija, odnosno tržišnu vrednost običnih (redovnih) akcija nego cene preferencijalnih akcija i obveznica. Ovakav stav je prisutan zbog toga što obične akcije zavise od rasta dividende i neto dobitaka, a obveznice i preferencijalne akcije od fiksnog prihoda (kamate, procenta od nominalne vrednosti akcije). U vremenskom periodu dok poseduje akcije, vlasnik akcija može ostvariti dobitak ili gubitak na kapitalu. Prema prof. dr Nenadu Vunjaku, cena akcijskog kapitala u korporativnom preduzeću (pri emitovanju akcija) predstavlja stopa prinosa, koja se očekuje od strane finansiranog projekta iz akcijskog kapitala. Cena akcijskog kapitala izjednačava sadašnju vrednost očekivane dividende sa kapitalnom dobiti nastale povećanjem tržišne cene akcija, odnosno izjednačava očekivanu dividendu sa kapitalnim gubitkom usled smanjenja tržišne cene akcija.<sup>3</sup>

Dividenda ostvarena po osnovu akcija može imati različite tokove kretanja iz godine u godinu, što pokazuju dosadašnja praktična iskustva; može rasti po različitim stopama. Ona se može smanjivati po različitim stopama i može imati nulti rast. Prilikom utvrđivanja cene običnih akcija prof. dr Nenad Vunjak ističe i ilustrativno prikazuje tri modela u zavisnosti od tokova kretanja dividende, a to su:

- (1) model normalnog rasta dividende,
- (2) model nadprosečnog rasta dividende,
- (3) model nultog rasta dividende.

Teoretičar Myron Gordon je definisao model normalnog ili konstantnog rasta dividende i zato se često u literaturi naziva Gordonovim modelom, polazeći od pretpostavke da će dobitak, neto dobitak, dividenda i cena akcije imati konstantan rast po istoj stopi rasta. Cena ili tržišna vrednost običnih akcija se može izračunati, ako se stavi u odnos dividenda sa očekivanom stopom prinosa ulagača i godišnjom stopom rasta dividende, na sledeći način:<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005. godine, str. 453

<sup>4</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005. godine, str. 453

*Cena akcije = Dividenda (Diskontovana) / (Očekivana stopa prinosa ulagača – Godišnja stopa rasta dividende)*

Ako bi dividenda (diskontovana) preduzeća „A“ iznosila 100 NJ, očekivana stopa prinosa ulagača iznosila 10%, a godišnja stopa rasta dividende iznosila 5%, tada će cena obične akcije (tržišna vrednost) preduzeća A iznositi 2.000 NJ.

$$Cena\ obične\ akcije\ preduzeća\ „A“ = 100 / (0,10 - 0,05) = 2.000$$

Ukoliko menadžeri raspoložu podacima o ceni akcija, godišnjoj stopi rasta dividende i o dividendi diskontovanoj, tada oni mogu izračunati očekivanu stopu prinosa ulagača:<sup>5</sup>

*Oček. stopa prinosa ulagača = ((Diskontovana dividenda/Cena akcije) + Godišnja stopa rasta dividende) X 100*

Ako je dividenda (diskontovana) preduzeća A 100 NJ, cena obične akcije (tržišna vrednost) 2.000 NJ, a godišnja stopa rasta dividende 5%, tada će očekivana stopa prinosa ulagača preduzeća A da iznosi 10%.

$$Očekivana\ stopa\ prinosa\ ulagača\ preduzeća\ „A“ = ((100/2000) + 0,05) X 100 = 0,10\ ili\ 10\%$$

Troškovi emitovanja akcija učestvuju u tržišnoj vrednosti akcija i svaka nova emisija utiče na cene običnih (redovnih) akcija. Troškove emisije je potrebno uključiti u prethodne formule, tako će se očekivana stopa prinosa ulagača izračunati na sledeći način:<sup>6</sup>

$$Očekivana\ stopa\ prinosa = ((Diskontovana\ dividenda / (Cena\ akcije\ X\ (1 - Troškovi\ emisije)) + Godišnja\ stopa\ rasta\ dividende) X 100$$

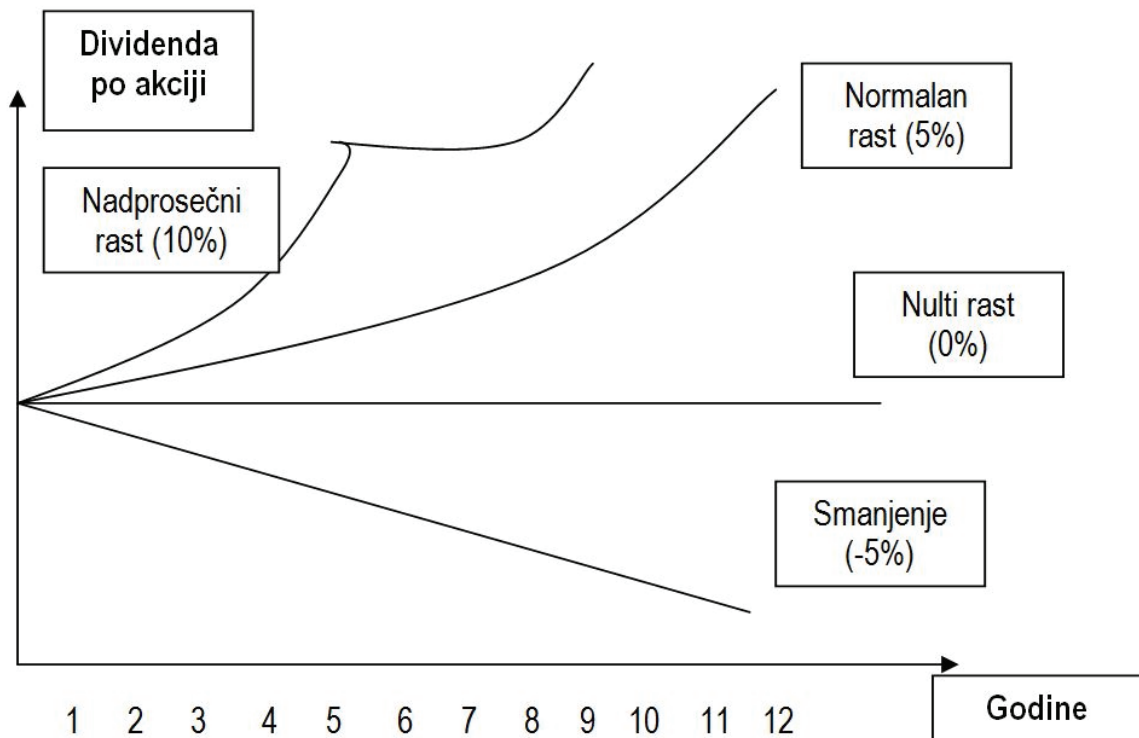
Prethodni primer pokazao je cenu akcijskog kapitala pri nultoj stopi njegovog rasta. Međutim, kada se uključe troškovi emisije i ako bi oni učestvovali sa 10% u tržišnoj ceni svake akcije preduzeća A, tada se očekivana stopa prinosa ulagača može izračunati na sledeći način:

$$Očekivana\ stopa\ prinosa\ ulagača\ preduzeća\ „A“ = ((100 / (2000 X (1 - 0,10)) + 0,05) X 100 = ((100 / 1800) + 0,05) X 100 = 0,1055\ ili\ 10,55\%$$

Očekivana stopa prinosa ulagača se povećala na 10,55%, s obzirom da su uključeni troškovi emisije i istovremeno pokazuje, da manja neto dobit od 10,55% ostvarena od strane investicionog projekta može da prouzrokuje pad neto dobiti po akciji, pad dividende po akciji, a samim tim i pad cene obične, odnosno redovne akcije.

<sup>5</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005. godine, str. 453

<sup>6</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005. godine, str. 454



**Grafik br. 1** Rast dividende po akciji

Na prezentovanoj slici je prikazan grafikon<sup>7</sup> na kome se vidi nulti rast dividende, smanjenje dividende, normalan rast dividende i nadprosečni rast dividende. Kod nul-tog rasta dividenda se veći broj godina ne povećava i ne smanjuje, ostaje konstantna dividenda. Kod korporativnog preduzeća kod kojih su velika investiciona ulaganja najviše egzistira ovaj model. Rast dividende do 5% podrazumeva normalan rast dividende i pojavljuje se kod mnogobrojnih korporativnih preduzeća koja ostvaruju dobit, dok se smanjivanje dividende smatra normalnim u granicama do 5%. Nadprosečan rast dividende iznosi 10%, često se kombinuje i smenjuje sa normalnim rastom od 5%. Prisutan je kod korporacija sa izuzetno visokom dobiti. Akcionari korporativnih preduzeća odlučuju da li će isplaćivati veće dividende ili ulagati u korporaciju, a to u velikoj meri utiče koji će se model rasta dividende primenjivati. Pored toga, potencijalne mogućnosti preduzeća određuju kakav će biti rast dividende. Ukoliko se preduzeće nalazi u poziciji finansijske konsolidacije, tada ga karakteriše smanjenje dividende do 5%. Potrebno je naglasiti da skupština akcionara donosi odluku o projektovanju visine dividende za narednu poslovnu godinu, na osnovu predloga od strane menadžmenta preduzeća o mogućem rastu dividende.

## 1.2. Izračunavanje (utvrđivanje) cene preferencijalnih (prioritetnih) akcija

Preferencijalne akcije ili prioritetne se razlikuju od običnih akcija, dok i sam naziv akcija naglašava povlašćeni položaj, uglavnom kod isplate dividendi. Kod ovih akcija je u odnosu na nominalnu vrednost, dividenda unapred garantovana. Ona je poznata i određena u procentima. S obzirom na fiksni prinos koji liči na kamatu, preferencijalne akcije u velikoj meri imaju sličnost s obveznicama. Prof. dr Nenad Vunjak u svojoj knjizi *Finansijski menadžment (Poslovne finansije)*, navodi da su preferencijalne

<sup>7</sup> Krasulja, D., Ivanišević, M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet Beograd, 1999, str. 386

(prioritetne) akcije hibridne jer objedinjavaju u sebi karakteristike običnih (redovnih) akcija i obveznica. Njihova sličnost s običnim akcijama je u tome što:<sup>8</sup>

- (1) nemaju fiksni rok dospeća (obveznice imaju fiksni rok dospeća),
- (2) nemogućnost isplate dividende ne utiče na likvidaciju akcionarskog društva,
- (3) izdaci za dividendu ulaze u poresku osnovicu (njihovo plaćanje iz neto dobitka).

Kao što je napred navedeno, preferencijalne akcije u velikoj meri su slične sa obveznicama. Isto tako između preferencijalnih akcija i obveznica postoji razlika koja se najviše ogleda u redosledu naplate pri postupku likvidacije emitenta. Treba istaći da se iz likvidacione mase prvo isplaćuju obveznice, zatim preferencijalne akcije i na kraju se isplaćuju obične akcije, ako preostane sredstava u likvidacionoj masi. Kod običnih akcija je mogućnost dobiti najveća, pa zbog toga one nose i najveći rizik. U najvećem broju slučajeva, prioritetne akcije nemaju glasačko pravo. Kumulativne prioritetne akcije karakterišu dividende koje se mogu kumulirati veći niz godina i nakon toga podići u bilo kom vremenu. Kod njih je karakteristično da se ne isplaćuje dividenda na obične akcije sve do trenutka dok sve preferencijalne akcije ne budu isplaćene (postoji prednost u naplati dividende). Za konvertibilne preferencijalne akcije je karakteristično da se pod određenim, unapred poznatim uslovima mogu konvertovati u obične akcije po želji vlasnika. Samim činom konvertovanja one dobijaju glasačko pravo i to je čest slučaj kada u akcionarskom društvu dolazi do „borbe“ za vlast oko izbora rukovodstva i uprave preduzeća.

Za preferencijalne akcije je važna još jedna karakteristika, da su u pitanju opozive akcije (akcije se mogu otkupiti). Ovakvo pravo od izdavaoca akcija se koristi u slučajevima:<sup>9</sup>

- (1) kada je prisutan značajan pad kamatnih stopa,
- (2) kada su akcije izdate sa veoma visokom stopom prinosa,
- (3) kada akcionarsko društvo raspolaže sa značajnim iznosom gotovine koju ne može rentabilno investirati.

Kada se vrši opoziv preferencijalnih akcija (ili njihov otkup) istovremeno dolazi do izdavanja nove emisije običnih akcija, ali tako da emitent pre nego što izvrši otkup stare emisije akcija prvo dolazi do novčanih sredstava novom emisijom akcija. Prilikom isplate nominalne vrednosti kod opoziva (otkupa) preferencijalnih akcija potrebno je isplatiti određenu premiju za opoziv koja je predviđena u kalkulaciji prve emisije akcija i najčešće iznosi oko 10% nominalne vrednosti akcija.

Kod utvrđivanja cene preferencijalne akcije pojavljuje se značajna razlika u odnosu na utvrđivanje cene obične akcije. Sama reč povlašćena akcija podrazumeva povlašćenu dividendu, koja duži niz godina predstavlja limitirani iznos prinosa koji karakteriše cenu ovih akcija. Stavljanjem u odnos godišnjeg iznosa preferencijalne dividende i

<sup>8</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005, str. 462

<sup>9</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005. godine, str. 463

tržišne stope kapitalizacije, uz pravilno kvantifikovanje dividende na duži rok, može se izračunati cena preferencijalne akcije:<sup>10</sup>

$$\text{Cena preferencijalne akcije} = \text{Godišnji iznos preferencijalne dividende} / \text{Tržišna stopa kapitalizacije}$$

Ako je godišnji iznos preferencijalne dividende kod preduzeća „B“ 200 NJ, a tržišna stopa kapitalizacije 10%, tada cena (tržišna vrednost) preferencijalne akcije kod preduzeća „B“ treba da iznosi 2.000 NJ.

$$\text{Cena preferencijalne akcije preduzeća „B“} = 200 \text{ NJ} / 0,1 = 2.000 \text{ NJ}$$

Iz prethodnog primera se može izvesti zaključak, da ukoliko dođe do porasta stope kapitalizacije, cena preferencijalne akcije preduzeća „B“ će opasti. Na primer, ako stopa kapitalizacije poraste sa 10% na 11%, cena preferencijalne akcije će opasti sa 2.000 NJ na 1.818 NJ.

$$\text{Cena preferencijalne akcije preduzeća „B“} = 200 \text{ NJ} / 0,11 = 1.818,18 \text{ NJ}$$

Ako se desi pad stope kapitalizacije, cene preferencijalne akcije preduzeća „B“ će porasti. Na primer, ako stopa kapitalizacije padne na 9%, cene preferencijalne akcije će porasti na 2.222 NJ.

$$\text{Cena preferencijalne akcije preduzeća „B“} = 200 \text{ NJ} / 0,09 = 2.222,222 \text{ NJ}$$

Preferencijalne akcije imaju i svoje nedostatke. Jedan od nedostaka se odnosi na uključenost troškova preferencijalnih dividendi u dobitak pre oporezivanja, čime se troškovi finansiranja uvećavaju za iznos poreza koji se na njih plaća (slično kao kod kamata na kredite). Drugi njihov nedostatak se odnosi na kumulativnost isplate dividende (u dužem periodu), što može ugroziti poslovanje akcionarskog društva u budućnosti. Moguće je, da se u dužem periodu kumulira dividenda, te da se ista zbog stečaja akcionarskog društva ne isplaćuje akcionarima.<sup>11</sup> Kod preferencijalnih akcija sa promenljivom stopom, koje su sve više prisutne u praksi razvijenih zemalja, stopa se svakih 40 dana određuje na licitaciji i ona je konkurentna na tržištu novca kamatnoj stopi. Ovakve akcije su za razliku od drugih oblika kratkoročnog finansiranja finansijski povoljnije i na ovaj način se postiže privlačenje velikog broja investitora.

### 1.3. Izračunavanje cene akcija na osnovu tokova sredstava

Analiza tokova sredstava (cash flow analyses) može biti u funkciji za izračunavanje cene akcija. Svi budući neto prilivi sredstava se diskontuju, obračunavaju se kao razlika prihoda i troškova, te se na ovaj način izračunavaju cene akcija. Primenom ovog metoda se može utvrditi sledeća matematička relacija:<sup>12</sup>

$$CA = ((P_{r1} - T_{r1}) / (1+d)) + ((P_{r2} - T_{r2}) / (1+d)^2) + \dots + ((P_{rn} - T_{rn}) / (1+d)^n)$$

<sup>10</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005. godine, str. 464

<sup>11</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment, Poslovne finansije, Proleter a.d., Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005. godine, str. 464

<sup>12</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 27

odnosno

$$CA = (\sum (P_{ri} - T_{ri}) / (1+d)^i) = \sum NT / (1+d)^i$$

CA – cena akcije  
 d – diskontna stopa  
 P<sub>r</sub> – prihod  
 T<sub>r</sub> – troškovi  
 NT – neto tokovi sredstava

Uvođenjem elemenata, oporezivanje neto priliva (1-P), investicije (1-I), i stope rasta prihoda (1-s) može se proširiti jednačina i tada se cena akcija izračunava na sledeći način:<sup>13</sup>

$$CA = (NT (1-P) X (1-I) X (1+s) / (d-s))$$

Veoma je teško u budućnosti precizno odrediti prihode, troškove i investicije, a za pouzdano definisanje cene akcije, na osnovu tokova sredstava se to zahteva i zato ovaj pristup u praktičnim analizama ima ograničenu primenu. Primenjujući diskontovanje razlike između prihoda i troškova za izračunavanje cena akcije dolazi do izražaja više edukativan i teorijski karakter, dok je praktičan značaj istog mnogo manji. Iz napred navedenog se jasno uočava da ovaj pristup teži da obuhvata veliki broj karakteristika koje se teško mogu sa uspehom predviđati.

#### 1.4. Izračunavanje cene akcija na osnovu diskontovanja dividendi

Sredinom tridesetih godina prošlog veka su definisane osnove pristupa utvrđivanja cene akcije na osnovu diskontovanja dividendi i često se pojavljuje pod nazivom DDM metod (Discounting Dividende Method). Ovaj metod se zasniva na činjenici, da stvarna vrednost akcija predstavlja sadašnju vrednost budućih dividendi i često je korišćen u praksi u raznovrsnim analizama. Diskontna stopa predstavlja zbir budućih očekivanih dividendi, izražava vremensku dimenziju vrednosti novca i koristi se za diskontovanje svih budućih iznosa dividendi. Cene akcije se na osnovu DDM metoda može izračunati putem sledećeg izraza:<sup>14</sup>

$$CA = (D_{iv1} / (1+d)) + (D_{iv2} / (1+d)^2) + \dots + (D_{ivn} / (1+d)^n)$$

CA – cena akcije  
 D<sub>iv</sub> – dividenda  
 d – diskontna stopa

Zbir svih dividendi koje će vlasnik dobiti, izražava tržišnu cenu akcije i može se iskazati kroz formulu:

$$CA = \sum (D_{ivi} / (1+d)^i)$$

<sup>13</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 27

<sup>14</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 28

Na osnovu napred navedenog se može izvesti zaključak da DDM metod posmatra cenu akcije kao zbir sadašnjih vrednosti svih očekivanih budućih dividendi. Bez obzira što ovaj metod dopušta izračunavanje cene akcije na jednostavan način, prof. dr Veroljub Dugalić ukazuje na postojanje nekoliko značajnih ograničenja koja se mogu izraziti na sledeći način:<sup>15</sup>

- (1) sa koliko sigurnosti se mogu predvideti budući iznosi dividende,
- (2) koliki je vremenski horizont svođenja dividendi na sadašnju vrednost,
- (3) da li na akcije utiču i drugi faktori osim dividende.

DDM je relativiziran od strane navedenih ograničenja i zato se više primenjuje kao teorijsko-metodološki pristup pogodan za stručne analize.

Potrebno je dodati da se kod sličnih analiza, a isto tako, kod ovog metoda pojavljivala velika dilema oko preciznosti rezultata kada se diskontuje ukupan prihod ili se diskontuju dividende. Utemeljivači DDM metoda su se složili da je ispravnije analitički pratiti iznos dividende. Kao razlog navode, da su dividende važnije za potencijalne investitore i akcionare od ukupnog prihoda, a izdvajanje u fondove će dovesti do rasta dividendi u budućnosti. Poznato je, da se iz ukupnog prihoda više izdvajaju u fondove, isplaćuju dividende i vrše nadoknade troškova.

## 1.5. Izračunavanje cene akcija na osnovu rasta dividendi

Prethodni DDM metod počiva na pretpostavci da je dividenda tokom vremena konstantna kategorija. Metod je isto tako izbacio na površinu značajna ograničenja i nedostatke inspirišući naučnike iz te oblasti da nastave sa analitičkim istraživanjem i usavršavanjem ovog metoda. Ovim metodom se prevazilaze stavovi o konstantnosti dividende. Pojavljuju se različite forme usavršenog DDM metoda, pretpostavljajući da je dividenda rastuća kategorija, tj. određena stopa rasta uvećava dividendu iz prethodnog perioda. Postoje tri oblika izračunavanja cene akcije u zavisnosti od dinamike i visine stope rasta dividende, a to su:<sup>16</sup>

- (1) izračunavanje cene akcije na osnovu nultog rasta dividende,
- (2) izračunavanje cene akcije na osnovu konstantnog rasta dividende,
- (3) izračunavanje cene akcije na osnovu višestrukog rasta dividende.

Dividenda se može izračunati na sledeći način:<sup>17</sup>

$$D_{iv} = D_{ivt-1} (1+s)$$

Stopa rasta dividende se izračunava:

$$s = (D_{ivt} - D_{ivt-1}) / D_{ivt-1}$$

$D_{iv}$  – dividenda

$D_{ivt}$  – dividenda u tekućem periodu

<sup>15</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 28

<sup>16</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 29

<sup>17</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 29

$D_{ivt-1}$  – dividenda u prethodnom periodu  
 $s$  – stopa rasta dividende

### A. Izračunavanje cene akcije na osnovu nultog rasta dividende

Ovaj metod pretpostavlja da će vlasniku akcija u budućnosti pripadati fiksne isplate i da u narednim godinama neće uopšte dolaziti do rasta dividende.

$$D_{iv1} = D_{iv2} = D_{ivn}$$

Model se svodi na prethodno objašnjeni DDM metod i podrazumeva najjednostavniji slučaj izračunavanje cene akcije na osnovu tzv. nultog rasta dividende. Cena akcije se može izračunati pod uslovom da se stavi u odnos dividenda i diskontna stopa:

$$CA = D_{iv} / d$$

Iz datog izraza se vidi da se ovaj metod može koristiti za izračunavanje cene preferencijalnih akcija čija je dividenda fiksna. Važno je napomenuti da je praktična upotrebljivost ovog metoda ista kao i kod DDM metoda.

### B. Izračunavanje cene akcije na osnovu konstantnog rasta dividende

Treba istaći da primeri iz prakse zemalja u tranziciji ukazuju da nije uobičajeno da dividenda ima konstantan rast. Za ovu teoriju postoji veliki broj ubedljivih razloga kao na primer, nestabilnost tržišta, neujednačenost inflacije, različite faze razvoja preduzeća, nije konstantan ukupan prihod itd, koji sa sigurnošću utiču na neostvarljivost rasta dividende po konstantnoj stopi. U praktičnom okruženju dividende se menjaju (rastu), ali ako pretpostavimo jednostavniju situaciju kada dividende rastu po konstantnoj stopi, matematički se mogu prikazati na sledeći način:<sup>18</sup>

$$D_{iv1} = D_{ivo}(1+s) \text{ ili } D_{ivn} = D_{ivo}(1+s)^n$$

Izračunavanje cene akcije na osnovu konstantnog rasta dividende se može prikazati putem sledećeg izraza:<sup>19</sup>

$$CA = (D_{ivo}(1+s)) / (1+d) + (D_{ivo}(1+s)^2) / (1+d)^2 + \dots + (D_{ivo}(1+s)^n) / (1+d)^n$$

$$CA = \sum((1+s)^i / (1+d)^i)$$

$$CA = D_{ivo} \sum((1+s)^i / (1+d)^i)$$

Stopa prinosa investitora u akcije, odnosno diskontna stopa se može izračunati na osnovu prethodnih relacija:<sup>20</sup>

$$d = (D_{iv1} / CA) + s$$

<sup>18</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 30

<sup>19</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 30

<sup>20</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 30



$D_{iv}$  – dividenda  
 CA – cena akcije  
 S – stopa rasta dividende  
 d – diskontna stopa

Iz prethodnog primera se može zaključiti, da je cena akcije na osnovu konstantnog rasta dividende nešto realnija od cene akcije na osnovu nultog rasta dividende, jer uključuje rast dividende. Međutim, praktična primenljivost ovog metoda je prisutna u manjem obimu zbog teško ostvarljive pretpostavke o konstantnom rastu prinosa investitora.

### **C. Izračunavanje cene akcije na osnovu višestrukog rasta dividende**

Za razliku od prethodna dva pristupa izračunavanja cene akcije, pristup koji se odnosi na višestruki rast dividende, realnije prilazi problematici, jer pretpostavlja da se u dužem nizu vremenskog intervala isplaćuju dividende sa različitim stopama rasta. To znači, da za izračunavanje cene akcije nije više merodavna konstantna stopa rasta dividende ( $s$ ), već se koristi realnija pretpostavka gde su godišnje stope rasta dividende različite ( $s_1, s_2, s_3$ ). Model višestrukog rasta unosi više realnosti u analizu cene akcije. Međutim, usled nejednakih stopa koje bi trebalo proceniti, može biti vrlo složen matematički izraz za izračunavanje cene akcije. Svake godine se utvrđuje stopa rasta dividende koja je u realnom okruženju različita veličina i u model se uključuje odgovarajuća stopa. Višestruki rast dividende može da smanji ekonomsku suštinu pristupa, jer zahteva složene postupke izračunavanja i naglašenu matematičku dimenziju u analizama.

Potrebno je istaći da sva tri pristupa koriste rast dividende za izračunavanje cene akcije, od kojih se posebno ističe višestruki rast i najrealnije utvrđuje cenu akcije, pri čemu se još uvek pojavljuju prethodno navedeni problemi vezani za rast i predviđanje dividendi. Sva tri modela podrazumevaju da će dividende imati određeni rast u budućnosti. Kod sva tri modela pojavljuje se nedostatak koji dolazi do izražaja kada dođe do pada (stope) dividende, pa stoga ovi modeli imaju ograničenu primenu. Osim toga, vrlo nezahvalan zadatak odnosi se na predviđanje buduće dividende.

### **D. Izračunavanje cene akcije na osnovu sagledavanja prihoda**

Prethodni metodi su koristili dividende radi izračunavanja cene akcija. Osim dividende, prihod (očekivani) može isto tako poslužiti pri izračunavanju cene akcije. Matematički izraz za utvrđivanje cene akcije se može predstaviti na sledeći način:<sup>21</sup>

$$CA = EPS / d$$

CA – cena akcije  
 EPS – iznos prihoda po akciji (earnings per share)  
 d – diskontna stopa

Na osnovu prezentovane formule se jasno može izvesti zaključak, da je za izračunavanje cene akcije relevantan iznos prihoda po akciji, a ne ukupan prihod. Bez obzira

<sup>21</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 31

na čvrstu povezanost dividende i prihoda, uticaj na cene akcija se može različito posmatrati. Ovaj matematički izraz predstavlja hipotetički slučaj i najjednostavniji prihod, jer se celokupan prihod deli u obliku dividende. U praksi, to ne predstavlja stvarnu mogućnost i gotovo uvek se značajan deo prihoda izdvaja za proširenje poslovnih aktivnosti u budućem periodu. Stoga je potrebno proširiti prethodnu formulu jednim delom prihoda koji se izdvaja u fondove akumulacije, tj. u obrazac treba uključiti razvojnu komponentu:<sup>22</sup>

$$CA = EPS / d + SVRM$$

*SVRM – sadašnja vrednost razvojnih mogućnosti*

Može se izvesti zaključak da cena akcija zavise od diskontovanih prihoda po akciji i izdvajanja u razvojne fondove. Problematika se sastoji u tome, kako precizno predvideti prihod i izdvajanje u akumulaciju.

## 2. Faktori cene akcija

Na tržištu akcija se nalazi veliki broj učesnika koji pokušavaju da predvide trendove cena akcija i stepen njihovih budućih promena u narednim periodima. Njihovo procenjivanje tendencija kretanja cena akcija se zasniva na proceni fundamentalnih uslova koji utiču na cene. Ukoliko većina tržišnih transaktora smatra da su osnovni ekonomski pokazatelji nepovoljni, tada će se akcije kupovati uz rast cena, dok će se u suprotnom akcije ubrzano prodavati pa će cene padati.

Pri ulaganju sredstava u akcije, investitori se susreću sa rizicima koje žele da minimiziraju, pa je potrebno da se utvrdi sadašnja vrednost očekivanog priliva gotovog novca. U tom slučaju će portfolio analiza omogućiti investitoru izbor finansijskog instrumenta, koji će dati najbolji prinos uz dati rizik. Na ovaj način će se održati efikasan portfolio koji će ulaganjem sredstava doneti najpovoljniji prinos u odnosu na involvirani rizik. Cene akcija rastu i padaju svakodnevno iz minuta u minut, te je stoga neophodno analizirati njihovu vrednost, a imaju tendenciju rasta kada je stanje opšte privredne konjunktura povoljno. Akcije imaju tendenciju pada kada je ekonomija slaba. Zato je pri predviđanju njihovih cena na tržištu neophodno imati u vidu stanje i tendencije globalnih pokazatelja, s jedne i stanje i tendencije određene kompanije koja je predmet interesovanja s druge strane. Potrebno je imati u istraživanju veliki broj faktora koji mogu uticati na cenu akcija, s tim da neki deluju promptno, dok drugi utiču na duži vremenski rok. Jedni su lako vidljivi, dok su drugi koji su dostupni samo malom broju poznavalaca berzanskog poslovanja. Jedni su rezultat poslovanja kompanije, dok su drugi rezultat eksternih činilaca.

Tržišna vrednost akcija, prema klasičnoj teoriji o cenama akcija je određena *visinom dobiti (profita) samih korporacija, odnosom cena i zarada, promenama kamatnih stopa, dividendama prihoda od akcija i obveznica i ostalim faktorima*.

Sa aspekata akcionarskog društva, tržišna vrednost akcija je opredeljena *veličinom isplaćenih dividendi i stopom njihovog rasta*. Veličine isplaćenih dividendi odlikavaju samu funkciju odnosa raspodele neto dobitka na dividendu i akumulaciju.

<sup>22</sup> Dugalić, V., Cene akcija, Fundamentalna i tehnička analiza, Stubovi kulture, 2001. godine, str. 31

Trgovinski berzanski učesnici uglavnom prodaju i kupuju akcije na osnovu *očekivanih zarada*, verujući da postoji povratna sprega, tj. da cene akcija utiču na promenu zarada korporacija. Povećanje zarada u jednom periodu prouzrokuje i povećanje cene akcija. Akcije mogu da donesu prihode akcionarima samo zbog toga što kompanija plaća deo zarade (dobiti) u obliku dividende, tako da su povećanje cene akcije i prihod determinisani veličinom dividende. Ipak, u ovom slučaju od presudnog značaja nije pitanje: da li treba dobit zadržati u kompaniji za reinvestiranje ili je isplatiti kao dividendu. Iako veliko reinvestiranje može značiti malu dividendu, akcionar je zadovoljan zbog posedovanja „napredne“ akcije u svom portfelju. Sve dok je povoljna profitna stopa, smatra se da je reinvestirana dobit dobro i korisno upotrebljena. Zaključak je da akcije nisu uvek u direktnoj korelaciji sa dividendom, već se u nekim situacijama kreću i u suprotnom smeru; cene na finansijskoj berzi težile su u da dugoročno idu ispred dobiti, a objavljene promene dividende stižu kasno da bi uticale na cene akcija.

Odnos nivoa *cena – dividenda* predstavlja koeficijent u obliku odnosa tekuće tržišne cene akcija, podeljen sa godišnjim dividendama. Na primer, ako se neka akcija prodaje za 78 \$, a dividenda po istoj iznosi 6 \$, ona se prodaje prema odnosu 13:1. Ako ova dividenda zadrži isti nivo, a cena akcije skoči na 102 \$, onda bi imali prodajni odnos 17:1. Ova metoda se dugo koristila, smatrajući nekada odnos 10:1 standardnim za plodnu investiciju (prodaja akcija po tom ili nižem odnosu). Danas su se standardi izmenili i ovaj metod se manje koristi, jer se odnos *cena – dividenda* menja velikom učestalošću i obimom promena, tako da je ovde slaba racionalna osnova i praktična mogućnost primene. Inače, prosečan *Dow Jones* industrijski prosek, 55 godina je iznosio 15:1, u farmaciji je, recimo, bio 20 ili 25:1 (što je gornja granica kupovine akcija po nepisanom pravilu). Odnos zavisi i od razvijenosti kompanija. Umereno razvijene kompanije imaju stabilnu dividendu (kao prehrambeni sektor), dok velike ciklične fluktuacije imaju automobilska i metalurška industrija.

*Prihodi od akcija* se dobijaju kada se podeli godišnja dividenda sa trenutnom cenom akcija na finansijskom tržištu. Izuzetno su značajni u berzanskoj valorizaciji uspešnosti kompanije, međutim, mora se imati u vidu da oni pokazuju velike promene u ciklusu akcije i da dosta među njima variraju. Značajno je i veoma bitno da investitor kod kupovine akcija ne sme mešati dividende ni prihod sa prihodom od akcija. Inače ovi prihodi pokazuju veliku varijaciju kod industrijskih akcija. Neke „napredne“ akcije kao što su Toys R Us i Procter & Gamble, su pokazivale niske prihode od 3% u dužem periodu, dok su druge davale stalan prihod od 6%. Ove varijacije objašnjavaju faktori kao što su razvoj, status kompanije, dividendna politika, izvori novog kapitala, starost kompanije i popularnost kod investitora. Za cenu akcije je karakteristično da će porasti u onolikoj meri u kolikoj poraste vrednost imovine dotičnog preduzeća.

*Deoba akcija i akcijske dividende* često deluju kao stimulansi za određivanje tržišne cene akcije. Uprkos činjenici da akcionar nije dobio bilo šta u pogledu povećanja svog bogatstva, neki veruju da je povećanje cena opravdano. Jedni daju prednost čuvanju dividendi u gotovom novcu po akciji, na istom ili višem nivou od prethodnog iznosa (isplaćena dividenda povećanim brojem akcija). Prema drugom shvatanju, prihvata se stav da deoba akcije i akcijske dividende smanjuje cenu akcija do nivoa na kome se iste više traže. Postoji i mišljenje da niža cena dovodi do većeg širenja i povećanja troškova transakcija, tako da, zapravo, nema neto dobiti. Deoba akcija može da rezultira višim cenama, jer se veruje da je praćena dobrom dividendom ili vestima o dividendi.

Ako je to tačno, uvećane cene su opravdane očekivanim uvećanjem dividende, a ne deobom akcija.

*Odnos prihoda od akcija i prihoda od obveznica* zauzima važno mesto u analizi cene akcija. Kada su akcijski prihodi visoki u poređenju sa prihodima od obveznica, neki investitori će zadržati kapital investiran u akcije, a uložiće dodatni kapital u nove akcije. Na ovaj način se na veštački način cena akcija podiže. S druge strane, kad postoji mali raspon, investitori će oklevati da ulažu u akcije okrećući se obveznicama, jer razlika u prihodu nije dovoljna kompenzacija za potencijalni rizik. Početkom XX veka prihodi od akcija su bili neznatno veći od prihoda koje su donosile obveznice. Za vreme „Velike krize“, oni su se izjednačili, a neposredno posle kriznih godina, prihodi od obveznica bili su veći. Od tada, pa sve do kraja pedesetih godina prošlog veka, akcijski prihodi su stalno bili veći. Nakon toga nastupa period dominacije obveznica, tokom šezdesetih i sedamdesetih godina prošlog veka, što je razumljivo, jer su donosile veći prihod od akcija. Ekspanzija američke privrede u drugoj polovini osamdesetih godina prošlog veka dovodi do višestrukog povećanja prometa akcija, pri čemu je povećanje dividendi bio samo jedan razlog tome. Špekulativni razlozi (manje izraženi kod obveznica) su uticali na promenu ustaljenog odnosa između hartija od vrednosti. Jedan pristup tvrdi da promene kod dobitka između visoko i nisko gradiranih obveznica ukazuju na rast ili opadanje poverenja u budućnosti i mogu da se koriste u predviđanju. Prema drugom pristupu, predviđanja o berzanskim odnosima mogu se sigurnije formulisati posmatranjem ukupnih i jeftinih akcija.

Da bi se utvrdila tržišna cena akcije, važna su tri faktora<sup>23</sup>:

- (1) nominalna cena akcije
- (2) kamatna stopa banaka na štedne uloge,
- (3) stopa dividende.

*Tržišna cena obične akcije* se može matematički iskazati na sledeći način<sup>24</sup>:

$$P = N \times (D_{iv} / K_s)$$

*pri čemu su: P – tržišna vrednost (cena) akcije; N – nominalna vrednost akcije; D<sub>iv</sub> – stopa dividende; K<sub>s</sub> – kamatna stopa banaka na štedne uloge.*

Ako uzmemo primer da nominalna cena akcije kod preduzeća iznosi 1.000 NJ, kamatna stopa na štedne uloge 4% i stopa dividende 6%, tada će tržišna cena iznositi:

$$P = 1.000 \times (6 / 4) = 1.500 \text{ NJ}$$

Na primeru preduzeća pokazuje se, da će pri većoj stopi dividende od kamatne stope na štednju, štediša biti stimulisane da plate za svaku akciju tržišnu cenu do 1.500 NJ. Dakle, na nivou od 1.500 NJ se izjednačava rentabilnost novca uloženog u štednju i novca uloženog u akcije. Ukoliko bi se pri nepromenjenoj nominalnoj ceni akcija od 1.000 NJ i nepromenjenoj kamatnoj stopi na štedne uloge od 4%, promenila stopa dividende (smanjila) sa 6% na 3%, tada bi tržišna cena akcije bila manja od njenog

<sup>23</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 566

<sup>24</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 566, 567

nominalnog iznosa. Unošenjem podataka u gore prezentiranu formulu, može se doći do zaključka da je stimulacija za rad faktički izgubljena, te da je stopu dividende nužno podići na 4% da bi se izjednačila rentabilnost novca uloženog na štednju sa novcem uloženim u akcije.

*Uticaj kamatnih stopa* na promet akcija svodi se na sledeći transmisioni proces: visoke kamatne stope stimulišu transaktore da slobodna sredstva ulože u banke zbog sigurnog prinosa. Ulaganjem sredstava na štednju, povlači se kapital sa finansijske berze i smanjuje se tražnja za akcijama. Pad tražnje izaziva obaranje cena berzanskog materijala i obrnuto je u slučaju snižavanja kamatnih stopa. Tako se uspostavlja obrnuto srazmeran uticaj na relaciji: kamatne stope i cene akcija. Rezultati interakcijskih odnosa između budžetskih prihoda i berzanskog poslovanja omogućili su formulisanje stava da „jeftin“ novac stvara fondove koji služe za špekulativne berzanske transakcije po povoljnim kamatnim stopama. Transaktori mogu pozajmiti velike količine novca po niskim kamatnim stopama i tako ostvariti velike zarade zbog razlike između prihoda od akcija koje poseduju i cene dnevnog novca, pri čemu će se cene akcija povećavati. U obrnutom slučaju, kada je prisutno povećanje kamatnih stopa i oskudice dnevnog novca, krediti se smanjuju zbog nepovoljnih kreditnih uslova i snižavanja profita, pri čemu se cene akcija smanjuju.

Uobičajeno je shvatanje da visoke kamatne stope otežavaju kompanijama ostvarivanje dovoljne zarade i tako ih sprečavaju u prevazilaženju problema visokih troškova pozajmljivanja kapitala. Na taj način se smanjuje atraktivnost za preduzetničko ulaganje kapitala, koji se usmerava u manje rizične projekte. Teoretičari Leonard M. Ayres je ispitivanjem 25 poslovnih ciklusa za 100-godišnji period utvrdio da je u najvećem usponu ciklusa kamatna stopa bila 12 meseci ispred najvišeg nivoa cena akcija. Kod silazne putanje poslovnog ciklusa je bio 4 meseca ispred niskog nivoa cena akcija. Teoretičari Owens i Hardy su tvrdili na osnovu detaljne analize, da su ciklične varijacije u spekulativnim transakcijama prouzrokovane promenama kamatnih stopa, dok su drugi autoriteti tvrdili da ne postoji direktna korelacija između kamatne stope i cene akcija. Ipak, visoke kamate ne deluju uvek obeshrabrujuće na berzanske špekulacije. One su bile visoke i u periodu 1928-1929. godine, pa su ipak mahinacije na američkom tržištu dostigle vrhunac, kao i 1954-1955. godine kada je berzansko tržište ostvarilo rekordne dobitke. I u nekim drugim situacijama su cene akcija rasle uprkos visokim kamatnim stopama, što ubedljivo demantuje klasično shvatanje, da se kamate i cena akcija kreću divergentno.

Treba istaći da je *politika dividendi* izuzetno važan segment ukupne strategije jednog akcionarskog društva i često predstavlja prostor na kome dolazi do sporova i sukoba između akcionara i menadžmenta preduzeća. Menadžment radi u interesu akcionara, vodeći pri tome optimalnu politiku dividendi kojom će se tekuća dividenda uravnotežiti sa mogućnošću njenog budućeg rasta, dok je sa druge strane težnja akcionara da samo maksimiraju dividendu. Ukoliko se vrednost akcije nekog preduzeća potceni, tada je moguće da neko konkurentsko preduzeće otkupi kontrolni paket akcija dotičnog preduzeća i preuzme isto, tako što će ponuditi odgovarajuće premije na tekuću tržišnu cenu.

Kao analitičko sredstvo u predviđanju cene akcija, *dividende po akciji* su se menjale tokom vremena i zato se smatra da su nepouzdanе. Analize potvrđuju, da su dividen-

de pokazivale neprecizan i nestabilan odnos prema akcionarskim profitima, iako ih klasična teorija cena akcija smatra drugim faktorom po važnosti posle zarada, a mnogi trgovci i investitori im daju apsolutnu prednost. Razlozi za to jesu da su dividende konkretne i opipljive i predstavljaju pravu vrednost za akcionara, nego što su to buduće zarade isplaćene u dividendama, bez neke buduće opasnosti da će reinvestiranje zarada u kompaniji biti izgubljeno. U nekim periodima je bilo brže povećanje dobiti nego dividendi, ali je u drugim razdobljima situacija bila obrnuta, tako da je prisutna znatna varijabilnost ovog faktora.

*Neto dobitak* predstavlja deo dobitka akcionarskog društva koji ostaje društvu na raspolaganju kad se kreditori i povlašćeni vlasnici akcija isplate. Profitabilnost investicionog ulaganja i sklonost predviđanja investitora predstavljaju dva bitna faktora koja značajno utiču na planiranje politike raspodele neto dobitka. Ukoliko je profitabilnost moguće ostvariti, tada je i opravdano povećavati iznos akumulacije na račun smanjenja dividendi. Predviđanja vlasnika akcija oko njihove kupovine i prodaje, troškova emisije novih instrumenata finansiranja, mogu imati direktnog uticaja (pozitivnog ili negativnog) na poslovni dobitak akcionarskog društva. Karakteristično je da se može govoriti o *tri načina raspodele neto dobitka* u akcionarskom društvu<sup>25</sup>:

- (1) politika konstantnih odnosa u raspodeli,
- (2) politika stabilnih dividendi po akciji,
- (3) politika isplate manjih i ekstra dividendi na kraju poslovne godine.

Primenom politike konstantnih odnosa u raspodeli zadržava se stabilan odnos pri raspodeli neto dobitka između iznosa dividendi i akumulacije. Politikom stabilnih dividendi po akciji obezbeđuje se njihova kontinuelnost i nepromenljivost u dužem vremenskom periodu. Do povećanja dividendi po akciji dolazi ukoliko menadžeri smatraju da je to korisno i neophodno i ukoliko su menadžeri ubeđeni da budući poslovni potezi mogu obezbediti takvo potrebno povećanje. Do smanjenja iznosa dividendi po akciji može da dođe ukoliko menadžeri procenjuju da se sadašnji iznos dividendi po akciji neće moći obezbediti u budućnosti. Politika isplate ekstra dividende, rezultat je isplate redovnih dividendi u manjim iznosima po akciji, a tek potom i ekstra dividende na kraju poslovne godine.

Da bi se izbegla raspodela ostvarenog neto dobitka i istovremeno kompatibilna očekivanja akcionara bila zadovoljena, menadžment akcionarskog društva dotičnima često akcionarima nudi dividendne akcije umesto dividende, pa se na taj način akumulirani dobitak transformiše u akcijski kapital po tržišnoj vrednosti. Takođe, u cilju suzbijanja eventualnih špekulacija, zakonski propisi određuju da iznos dividendnih akcija ne sme preći 25% akcijskog kapitala. Težnja svakog akcionara jeste da projektuje minimalnu cenu akumuliranog dobitka kako bi se platio što manji porez.

Akcionari mogu izvršiti izmenu postojećih akcija sa većim brojem novih akcija zavisno od srazmere u kojoj se vrši deoba istih, što izaziva pad njihove knjigovodstvene i tržišne vrednosti. Međutim, na samom tržištu, akcije koje imaju malu nominalnu vrednost imaju i bolju prodaju od akcija veće nominalne vrednosti. Pri tome se dešava, da je pad tržišne vrednosti manji od stvarne srazmere u kojoj je vršeno deljenje akci-

---

<sup>25</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 568

je. Nastala razlika koja se pojavljuje između nove tržišne vrednosti i srazmere pri njihovom deljenju predstavlja dobit za akcionare.

### 3. Klasične i savremene teorije cene akcija

**Klasična teorija** objašnjava kretanje cena akcija na finansijskim berzama i dugo je u primeni od strane analitičara.<sup>26</sup> Najkraće, mogla bi se izraziti na sledeći način: „*najvažniji razlog za promene cena akcija je predviđanje akcionarskih zarada*“. Očekivani rezultat prema ovoj teoriji jeste, da će sve promene u osnovnim uslovima uticati na zarade korporacije ili kroz pojedinačno ili kroz zajedničko delovanje. Činjenica je da zarade čine najvažniji faktor u određivanju berzanskih cena, pa zbog toga potencijalni investitori treba pravilno da vrše procenu svih promena fundamentalnih uslova koji mogu da utiču na buduće zarade. Upravo iz tih razloga postoji verovanje da kupovinom i prodajom, pre promena u fundamentalnim uslovima, trgovci i investitori smanjuju i prodaje i zarade, pre nego što se one dogode, a samo čekanje je isuviše sporo za ostvarivanje maksimalnih profita.

Poznata je činjenica da je cena akcija samo trenutna vrednost svih očekivanih dividendi. Takođe je poznato da se dividende mogu dobiti samo od zarada (neto dobiti), dok promene u zaradama mogu izmeniti perspektivu dividendi i opravdano ostvariti uticaj na cenu akcija. Nagoveštavanje promene u zaradi određene kompanije, industrijske grane, privredne delatnosti ili čak cele ekonomije, svakako će ostvariti uticaj na cenu akcija, koje će se najčešće kretati pre nego što se u zaradama i dividendama stvarno dogode promene.

Na ovaj način klasična teorija objašnjava kretanja akcija, naravno, izuzecima, pri čemu će se promene njihovih cena desiti pre svih promena u poslovanju i promena u mogućnostima za sticanje zarada (neto dobiti). Klasična teorija trenutne dividende drži za važan faktor u određivanju cena akcija, pri čemu im daje sekundaran značaj u odnosu na očekivanja promene zarada u budućnosti. Bilo koji uslov ili situacija koji ukazuju na promenu u zaradi određene kompanije ili specifične industrije, neke grupe ili grane kompanija ili cele privrede, ostvariće uticaj na cenu akcija koje će se menjati pre promena u zaradama i dividendama.

**Teorija poverenja**, odnosno o kretanju cena akcija se može retko naći u standardnoj berzanskoj literaturi, iako ima mnogo onih teoretičara koji smatraju da ova teorija zaslužuje bar istu pažnju kao i klasična teorija kretanja cena akcija. Sa stanovišta mnogih kretanja karakterističnih za savremene berzanske tokove, dobro bi bilo ovoj teoriji dati prednost kao dominantnom tumačenju kretanja cena na finansijskoj berzi.

Prema teoriji poverenja, *osnovni faktor u kretanju cena akcija predstavlja porast ili pad poverenja između trgovaca i investitora u budućem kretanju cena akcija, zarada i dividendi.*<sup>27</sup> Njena prednost je to što se može upotrebljavati u objašnjenju brojnih „mahinacija“ u kretanju cena na finansijskoj berzi, koje klasična teorija nema u svom fokusu i ne objašnjava iste. Teorija poverenja se može upotrebiti za objašnjenje

<sup>26</sup> Dugalić, V., Cene akcija – fundamentalna i tehnička analiza, copyright Stubovi kulture, Beograd, 2001. godine, str. 33.

<sup>27</sup> Dugalić, V., Cene akcija – fundamentalna i tehnička analiza, copyright Stubovi kulture, Beograd, 2001. godine, str. 34.

„mahinacije“ na finansijskom tržištu, kao na primer povećanje i smanjenje cena akcija, spekulacije na finansijskom tržištu u uslovima izuzetno nepovoljnog ekonomskog ambijenta, pad cena akcija u periodu porasta zarada (neto dobiti) i sl.

Ova teorija može izgledati samo kao oblik varijacije klasične teorije, pri čemu cene zavise od zarada, s tim da je glavna razlika između ova dva pristupa u tome, što teorija poverenja objašnjava cene akcija na osnovu marketinške psihologije, a ne na osnovu statističkih podataka. Teorija poverenja u svom fokusu ne prihvata principe konvencionalne teorije, jer klasična teorija polazi od shvatanja da fundamentalni uslovi predstavljaju objektivne činjenice koje se odnose na zarade, dividende, nivo kamatnih stopa, promene cena, proizvodnju, prodaju, političke uslove i sl. Osnovna premisa teorije poverenja jeste da se odluke o kupovini i prodaji akcija donose na osnovu dobro razrađenih pravila i standarda, kao što su načelo: da akcije treba prodavati prema određenom odnosu cena i zarada ili da bi akcije trebalo da donose veće prihode od onih prihoda koje donose obveznice. Na osnovu takvih jednostavnih i proverenih principa, dobro upućen statističar može sa lakoćom i velikim stepenom sigurnosti i objektivnosti, da predvidi zbivanja na tržištu akcija. Kada bi fundamentalni uslovi bili povoljni, cene akcija bi se kretale naviše u skladu sa promenama zarada i dividendi, a kad bi postali nepovoljni, cene bi se kretale prema dole u skladu sa relevantnim promenama.

Zagovornici teorije poverenja nemaju pozitivan stav, prema ovako pojednostavljenom shvatanju cenovnih promena na tržištu akcija, jer je po njima logično da tržište ne reaguje tako precizno i mehanički na statističke i ekonomske podatke i da tržište nije neelastično na „dobre“ i na „loše“ promene. Njihov stav je da se sve može dogoditi na tržištu i svesni su da se nivoi odnosa na berzi, kao što su odnos cena i zarada i prihoda, stalno menja, u velikom ili manjem obimu.

Teorija poverenja smatra, da će doći do odluke o kupovini akcija ako dovoljan broj investitora ima optimistički odnos u vezi sa fundamentalnim uslovima ili u pogledu budućnosti neke individualne kompanije. U slučaju prevelikog optimizma, kupovaće se akcije sve dok cene ne dostignu nivo koji ne garantuje povoljan odnos cena, zarada i dividendi. Kada je raspoloženje trgovaca i investitora prema perspektivi neke kompanije manje optimistično, prodavaće se akcije bez obzira na rezultate datih fundamentalnih pokazatelja. Ukoliko njihov pesimizam postane suviše veliki, prodavaće se akcije i po veoma niskim cenama, sve dok njihov nivo ne padne ispod realnog nivoa.

U praksi je prisutno mnogo primera koji se odnose na primenjivost teorije poverenja pri tumačenju berzanskih tokova, posebno kada klasična teorija ne može da pruži racionalna objašnjenja. Jedna od takvih situacija jeste događanje na američkim berzama 1946.-te godine, kada su svi značajni ekonomski parametri bili vrlo povoljni: bruto nacionalni proizvod je rastao, kontrola cena je ukinuta, zarade visoke, stabilne cene i visoke dividende. Međutim, javio se talas pesimizma sve jačeg nepoverenja, sumnje i očekivanja posleratne krize. Akcije su se prodavale po sve nižim cenama, a tržište je do jeseni 1946. godine bankrotiralo.

U novije vreme prisutni su primeri koji potvrđuju teoriju poverenja, kao što su događaji na američkim berzama tokom 1985 – 1986. i 1991. godine. U oba slučaja je situacija bila identična, sa visokim kamatnim stopama, što je nepovoljno uticalo na privre-



dne aktivnosti, a investitore je mamilo da kapital ulažu u banke umesto da kupuju akcije. S obzirom da je vrednost dolara bila izuzetno visoka, stvorio se visok trgovinski deficit. Strana konkurencija je bila vrlo oštra. Kompanije su imale gubitke, a nezaposlenost je rasla. Međutim i pored toga su cene akcija rasle. Dakle, izuzetno je teško predvideti tokove berzanskih događaja, a posebno kretanje cena akcija. Mnogi prodavci i kupci akcija koji se bave tehničkim aspektima funkcionisanja tržišta, pokušavaju da izmere poverenje akcionara koristeći se različitim tehnikama i metodama sa lošim objektivnim rezultatima, pa je, stoga, mnogim investitorima bolje da se drže postulata klasične teorije. Bez obzira što teorija ima neograničen obim statističkih materijala i egzaktnosti, klasičari još ne mogu shvatiti zašto njihovi proračuni nisu doneli adekvatne rezultate.<sup>28</sup>

#### 4. Indeks cena akcija na finansijskom tržištu

Kretanje sekundarnog tržišta kapitala moguće je analizirati putem *tržišnih proseka (averages)* i *tržišnih indeksa*. *Berzanski indeksi* se koriste za merenje ukupnog stanja na tržištu akcija i predstavljaju značajan tržišni instrument. Poređenjem dnevnog kretanja cena akcija na tržištu i kretanja cena akcija u prošlosti, može se izvesti zaključak: kada kupiti, odnosno prodati određene akcije. Berzanski indeksi predstavljaju i pokazatelje kojima investitori mogu odrediti promene cena akcija koje imaju u svom portfelju.

Prisustvo javnog listinga akcija na berzi omogućava akcionarima i preduzeću brži i lakši promet hartija od vrednosti. Preduzeće tako poboljšava imidž, privlačeći pažnju javnosti i akcionarskih investitora. Podizanjem tržišne cene akcija, preduzeća na listing berzi mogu izvršiti zamenu većeg broja akcija manje vrednosti sa manjim brojem akcija veće vrednosti. Takvim načinom zamene akcija ne menja se ukupna vrednost emisije, jer se zamena vrši u srazmeri 1:2 u odnosu na akcije koje su u opticaju. Treba istaći da transfer akcija sa jednog na drugog vlasnika na finansijskoj berzi vrše agenti, poništavajući postojeći certifikat i izdavajući novi certifikat na ime novog vlasnika akcija, pri čemu se nastale vlasničke promene beleže u transfernoj knjizi. Na listing berzi primenjuju se berzanski indeksi cena (koji mogu biti pojedinačni ili grupni) kojima se upoređuju cene akcija sa ukupnim kretanjem cena na finansijskoj berzi.

Na osnovu reprezentativnih uzoraka akcija određuje se berzanski indeks, u cilju dobijanja pouzdane informacije o tekućim i budućim investitorima u akcije, kao i o osnovnim trendovima cena i o prometu na listingu berze. Indeks cena akcija se utvrđuje za pojedine privredne delatnosti, industriju, trgovinu, bankarski sektor, brodogradnju, osiguranje i sl. Finansijske berze imaju obavezu da u cilju pravovremenog informisanja javnosti dnevno publikuju podatke o tekućem kretanju vrednosti indeksa cena akcija i o budućim tendencijama njihovog kretanja.

Na svetskim finansijskim berzama koristi se više vrsta berzanskih indeksa, a najviše se koriste sledeći berzanski indeksi:

- (1) *Dow Jones Industrial Average DJIA*
- (2) *Nikkei 225*

<sup>28</sup> Dugalić, V., Cene akcija – fundamentalna i tehnička analiza, copyright Stubovi kulture, Beograd, 2001. godine, str 36.

- (3) *Nasdaq*
- (4) *Wilshire 5.000*
- (5) *Frank Russell 2.000*
- (6) *Dax - 30*
- (7) *Ibex - 35*
- (8) *PX - 50*

Berzanski procesi se iskazuju putem poena, a isti se izračunavaju tako da se suma cena uključenih u akciju podeli sa konstantnim ponderom. Berzanski indeksi se iskazuju kao ponderisani procesi cena akcija i obima trgovine sa akcijama. Svaka kompanija ima svoj ponder koji zavisi od: (1) kotiranja kompanija na berzi, (2) zainteresovanosti za kupovinu akcija dotične kompanije, (3) visine poslednje kupovine njenih akcija, (4) stanja kompanije nakon kvartalne analize.

Najpoznatiji i najstariji tržišni indeks je *Dow Jones Industrial Average* koji obuhvata 65 akcija koje se kotiraju na Njujorškoj berzi i sastoji iz tri posebna proseka:

- (1) *DJ Transport*, za transportne usluge (obuhvata 20 akcija),
- (2) *DJ Industrial*, za industrijska preduzeća ( obuhvata 30 akcija),
- (3) *DJ Utility*, za oblast infrastrukture (obuhvata 15 akcija).

Ovaj indeks ima vrednost, koja se dobija kada se suma vrednosti svih akcija na berzi koje ulaze u indeks podeli sa ponderom. U početku je dvanaest kompanija pratilo vrednost preko *Dow Jones indeksa (proseka)*. Većina tih kompanija se danas ugasila ili su promenile ime. Primera radi, to su bile: American Cotton Oil, American Sugar, American Tobacco, Chichago Gas, General Electric i druge. Na početku primene *Dow Jones indeksa*, njegova vrednost je iznosila 40,94 poena, da bi 1928. godine iznosila 240,01 poen, a da bi tržišni prosek u 1999. godini iznosio 11.000 poena. Najstariji DJ indeks je *Dow Jones Transportation Average*, koji se primenjuje od 1884. godine akcijama 9 železničkih kompanija u Americi.

Najpoznatiji japanski berzanski indeks jeste *Nikkei Stock Average*, koji se primenjuje od 1950. godine. Ovaj berzanski indeks obuhvata 225 najvećih japanskih kompanija koje se kotiraju na berzi u Tokiju. Od 1993. godine, broj kompanija koje koriste ovaj indeks se povećao na 300 i to zbog povećane finansijske snage kompanija u Japanu. Indeks se izračunava kao količnik sume cena akcija 225 kompanija i pondera. Karakteristika ovog indeksa jeste da se umesto skraćeni imena, kompanijama dodeljuju brojevi. Na primer Hitachi ima broj 6.501, Toshiba 6.502, Sony 6.758 i sl.

U SAD-u se 1971. godine pojavljuje berzanski indeks *Nasdaq* (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), sa trenutno najvećom stopom rasta u SAD-u i u samom je vrhu svetskih finansijskih berzi po pitanju bezbednosti poslovanja. Na ovoj finansijskoj berzi 40 godina potpuno automatizovan način trgovine, u odnosu na druge berze. Od 1992. godine, *Nasdaq* uvodi real - time izveštaje na berzi, tako da su učesnici mogli, analizirajući godišnje izveštaje, doći do podataka o ukupnoj vrednosti trgovine na berzi, kao i do vrednosti kompanija koje su se na njoj kotirale i rast indeksa u odnosu na protekle godine. Razvoj internet mreže je imao poseban uticaj na razvoj ove finansijske berze. Ovaj indeks se obeležava kao *Nasdaq - 100*, jer ga sačinjava-

ju 100 kompanija koje se na ovoj berzi kotiraju. Kalkulativni metod izračunavanja indeksa je identičan sa *Dow Jones* metodom.

Indeks *Wilshire 5.000* (u primeni je od 1974. godine) obuhvata najveći broj akcija od bilo kog drugog svetski poznatog indeksa, sa bazom od 31.decembra 1971. godine i sa vrednošću koja je veća od 1.000 milijardi dolara, pri čemu obuhvata sve obične akcije koje se kotiraju na američkim berzama. Više od 70% njegove vrednosti čine akcije kojima se trguje na indeks Njujorškoj berzi, a i izračunava se slično kao indeks Njujorške berze. *Wilshire 5.000* ispoljava veću promenljivost u kraćim vremenskim intervalima i nije koristan za kreiranje šablona kod tehničke analize cena akcija.

*Frank Russell 2.000* indeks pokazuje promene cena akcija malih kompanija, sa veličinom kompanije kao osnovnim kriterijumom za uključivanje akcija u izračunavanje indeksa. Svake godine se posle 30. juna rangiraju firme koje ulaze u sastav indeksa *Russell 3000*. karakteristično je da 2.000 najmanjih obrazuje bazu za izračunavanje indeksa *Russell 2.000*. Bazna vrednost od 135 poena je bila važna samo kod starta indeksa i od tada se primenjuje kao bazna vrednost nivo indeksa iz prethodnog perioda. Upravo zbog strukture baze za izračunavanje, ovaj indeks je pokazao najveću promenljivost u odnosu na sve druge indekse i najveće je ograničenje za pravljenje šire upotrebljivog šablona u tehničkoj analizi cena, pa stoga nije popularan kod berzanskih analitičara.

*Dax – 30* predstavlja berzanski indeks Frankfurtske berze koji je uspostavljen krajem 1987. godine sa početnom vrednošću od 1000 indeksnih poena. Kompanije koje žele biti na listi *Dax – 30* treba da zadovolje sledeće kriterijume<sup>29</sup>:

- (1) da su najmanje tri godine na listi Frankfurtske berze,
- (2) da im je slobodan kapital u iznosu najmanje 155 od ukupne vrednosti kompanije,
- (3) da je kompanija sposobna za tržišnu konkurenciju,
- (4) da je kompanija sposobna da reprezentuje ekonomiju Nemačke.

Na listi ovog indeksa se, pored ostalih, nalaze kompanije BASF, Deutsche Bank, Lufthansa, Volkswagen i dr. Pored berzanskog indeksa *Dax – 30*, na Frankfurtskoj berzi se pojavio i indeks *Dax – 100*, namenjen kompanijama investitorima zainteresovanim za sigurno ulaganje, a sve u cilju minimiziranja rizika investicionog portfolia.

U Španiji je najpoznatiji *IBEX – 35* koji se primenjuje na Madridskoj berzi, a koristi ga 35 najatraktivnijih kompanija (Telefonico, Corporacion Alba, Sevillana i sl.). Primeњуju se još i indeksi *Madrid General* (prosek 9 manjih španskih indeksa lokalnog karaktera) i *Total Index* (lokalnog karaktera sa strukturnom razlikom od *IBEX-a 35*).

Kalkulativni metod kod izračunavanja indeksa *IBEX – 35* predstavlja modifikovani metod *Dow Jones*. *IBEX – 35 sačinjavaju*<sup>30</sup>:

<sup>29</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 431.

<sup>30</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 432.

- (1) finansijski IBEX,
- (2) IBEX uslužne delatnosti,
- (3) industrijski IBEX.

Zvanični indeks berze u Pragu jeste *PX – 50* (Prague Stock Exchange 50 Index), kojim se služi 50 najvećih kompanija koje se kotiraju na dotičnoj berzi, a u primeni je od aprila 1994. godine sa početnom vrednošću od 1.000 indeksnih poena. Za ovaj indeks je karakteristično da je stalno u padu u odnosu na početnu vrednost, tako da od 1997. godine ne može dostići svoju prvobitnu vrednost.

Pored *PX – 50*, u Češkoj se pojavljuje *Češki trgovinski indeks CTX* koji obuhvata 9 čeških kompanija koje posluju na Praškoj berzi, a primenjuje se od juna 1996. godine sa takođe početnih 1.000 indeksnih poena. Njegova najveća vrednost je bila 1.136, a najniža vrednost 843 indeksna poena.

Bez obzira na razlike među vrstama berzanskih indeksa, svaki od tih indeksa se treba posmatrati u odnosu na prethodni dan, godinu ili od prethodnog meseca decembra do tekućeg perioda.

## 5. Okrupnjavanje, usitnjavanje i iskup akcija

**Usitnjavanje akcija** predstavlja povećanje broja akcija uz proporcionalno smanjenje nominalne vrednosti akcija. Postupak usitnjavanja akcija se koristi u slučajevima kada korporativno preduzeće svojom poslovnom politikom namerava umanjiti tržišnu vrednost akcija. Korporativno preduzeće samo u nekim posebnim, specifičnim slučajevima nakon izvršenja usitnjavanja akcija ostavlja istu novčanu dobit po akciji, koja bi trebalo da je niža u odnosu na prethodni iznos dobiti, jer usitnjavanjem akcija dolazi do povećanja broja akcija. Međutim, u strateškoj politici korporativnog preduzeća se dobit ne menja u istom odnosu kao što je to usitnjeni broj akcija. Da bi akcionari prihvatili nove usitnjene akcije, oni traže nešto veću dobit nego sto je to odnos kod usitnjavanja akcija. Dobit je moguće povećati, jer će se usitnjavanjem otvoriti mogućnost većeg trgovanja sa akcijama.<sup>31</sup>

U praksi zemalja su prisutne situacije, da preduzeća donesu odluke da usitne svoje akcije u odnosu 4:1, pri čemu će i raniju dividendu od 8 \$ po akciji umanjiti na 3 \$ po akciji. U tom slučaju će akcionari vlasnici 100 akcija dobijati pre usitnjavanja akcija novčanu dividendu od 800 \$ godišnje, a nakon usitnjavanja akcija dobiće dividendu od 1.200 \$ godišnje, za četverostruko više akcija po novoj vrednosti od 3\$ po akciji.

Usitnjavanjem običnih akcija nominalna vrednost akcije se smanjuje, dok akcijski kapital ostaje nepromenjen u ukupnom svom iznosu, pri čemu promene nastaju samo u broju akcija i pojedinačnoj vrednosti, uz zadržanu ukupnu vrednost običnih akcija. Konačan efekat usitnjavanja akcija je promenljiv i iskazuje se u pozitivno povećanoj novčanoj dobiti po akciji. Njihovo vlasništvo nad korporativnim preduzećem ostaje nepromenjeno, samo se menja vrednost i broj akcija. Primeri pokazuju, da su prisutni i slučajevi isplate dobiti u akcijama, što znači isplatu dodatnih akcija akcionarima. Na taj način se ponovo vrši kapitalizacija preduzeća, uz nepromenjeno vlasništvo akcionara.

<sup>31</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 560

Pored metode usitnjavanja akcija moguće je i **ukrupniti akcije**. Ova praksa se primenjuje u slučajevima kada je potcenjena vrednost akcija i kada je nužno povećati njihovu tržišnu vrednost. Ukрупnjavanje akcija se može primeniti u slučajevima kada korporativno preduzeće želi premestiti akciju u više područje trgovanja, smanjujući pri tome troškove usluga i trgovanja sa akcijama.

**Iskup akcija** se veoma često primenjuje poslednjih godina, tako da isto čini polovinu novčane dobiti, a najviše se koriste dva načina iskupa akcija<sup>32</sup>:

- (1) *tender ponuda za iskup,*
- (2) *kupovina akcija na otvorenom tržištu.*

Kod *tendera ponude*, korporativno preduzeće upućuje službenu ponudu akcionarima, sa naznakom kupovine određenog broja akcija po određenoj ceni, pri čemu je na akcionarima da se opredele: da li će prihvatiti prodaju svojih akcija po dotičnoj ceni ili će i dalje ostati vlasnici sopstvenih akcija. Vremenski period tendera ponude je od 2 do 3 nedelje. Akcionari se mogu opredeliti da stave na raspolaganje veći broj akcija nego što je broj akcija u ponudi korporativnog preduzeća. U takvim slučajevima korporativno preduzeće se opredeljuje: da li će prihvatiti kupovinu šire ponude akcija ili samo dela viška ponude akcija. Ovakav način iskupa akcija donosi više troškova nego što je to slučaj kod iskupa akcija na otvorenom tržištu.<sup>33</sup>

Pri iskupu *akcija na otvorenom tržištu*, korporativno preduzeće svoje akcije kupuje kao bilo koji drugi investitor posredstvom brokerske kuće. Posrednička kuća metodom direktnog dogovaranja za svoje usluge naplaćuje brokersku proviziju. Ako se iskup akcija obavlja postupno, tada se njihova cena povećava. Jedno ograničenje se odnosi na činjenicu, da je korporativno preduzeće obavezno iskupiti veći paket akcija za trgovinu, usporavajući trgovinu sopstvenim akcijama. Pre sprovođenja iskupa akcija, korporativno preduzeće ima obavezu da objavi realne i potpune informacije o namerama iskupa akcija. Kada se dobiju takve informacije od korporativnog preduzeća, akcionari imaju pravo pristupa prodaji svojih akcija.

Korporativno preduzeće će se opredeliti za iskup akcija u situaciji kada ima viška novčanih sredstava, kao i u uslovima nepovoljnih tržišnih uslova za profitabilno investiciono ulaganje. Preduzeće može višak novčanih sredstava usmeriti ka samim akcionarima, radi povećanja dobiti. Ako korporativno preduzeće odluči da izvrši iskup svojih akcija, tada će se smanjiti broj emitovanih akcija, povećati dobit po akciji, i tržišna cena akcija, dok će cena iskupa akcija zavisiti od tekuće tržišne vrednosti akcija i broja akcija koje će korporativno preduzeće da iskupi.

Iskup akcija za akcionare znači poresku prednost u odnosu na novčanu isplatu dobiti investitoru kao poreskom obvezniku. Ako se tržišne cene akcija povećavaju u momentu njihovog iskupa, tada preduzeće podleže porezu na kapitalnu dobit. Dobit se po pravilu ne oporezuje u celokupnom iznosu po redovnoj poreskoj stopi za prihode. Pored niže poreske stope kod kapitalnih dobitaka, za iskup akcija je karakteristično, da se plaćanje kapitalne dobiti odgađa sve dok se ne obavi prodaja akcija (osim isplate dobiti prema akcionarima kada se plaćanje vrši odmah).

<sup>32</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 562.

<sup>33</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Subotica, 2001. godine, str. 562

Ako emitent akcija vrši prodaju sopstvenih akcija radi obezbeđenja novčanih sredstava za isplatu novčane dividende, tada priliv sredstava od prodaje podleže samo određenim delom porezu na kapitalnu dobit. Prednost iskupa akcija se ogleda u tome, da se ostatak vlasništva nad neprodatim akcijama ne oporezuje sve dok se procedura njihove prodaje ne obavi.

## 6. Obveznice u funkciji dugovnog kapitala

Za korporativna preduzeća je karakteristično, da je emitovanje obveznica alternativa uzimanju bankarskih kredita.<sup>34</sup> Obveznice kao hartije od vrednosti nastale su zahvaljujući nedovoljnosti trajnih izvora sredstava kod preduzeća i nemogućnosti da se isti pozajme iz jednog izvora sredstava.

Između obveznice i akcije postoji razlika u činjenici da se emisijom obveznica precizno utvrđuje vremenski rok dospeća plaćanja. Takođe, vlasnik obveznice ima prioritarno pravo da učestvuje u poslovnom dobitku preduzeća i to u visini ugovorene kamate, kao i prioritarno pravo da učestvuje u likvidacionoj masi preduzeća i to u visini svojih potraživanja. Za vlasnike obveznica je karakteristično, da nemaju direktno pravo učešća u odlučivanju, u slučajevima kada su u pitanju odluke u vezi poslovanja preduzeća.

Sličnost između akcija i obveznica jeste u činjenici, da svaka njihova emisija treba da je odobrena (autorizovana) od većine običnih akcionara. S obzirom da je prisutna dispozicija držaoca obveznica i nemogućnosti komuniciranja sa njima, u tok emisije obveznica se uvodi i stvaralac obveznica i to je najčešće neka velika poslovna banka. Ovakav stvaralac obveznica je legalni predstavnik vlasnika obveznica i obavlja poslove kontrole izvršenja obveznica preduzeća (izdavaoca obveznice) prema imaoocu (držaocu) obveznica. Ukoliko stvaralac utvrdi da preduzeće emitent obveznica ne izvršava redovno svoje obaveze prema držaocu obveznica, tada ono preuzima zaštitne mere utrživanja ili prodaje založene imovine. U međunarodnoj praksi se obveznice prepoznaju kao instrumenti izmirenja duga. Ovo rešenje je vrlo često u ekonomijama država u razvoju, gde države u nemogućnosti otplate duga prema građanima i pravnim licima emituju obveznice, prolongirajući period izmirenja duga.

Obveznice predstavljaju hartije od vrednosti koje su nastale prevashodno zahvaljujući nedovoljnosti trajnih izvora sredstava kod preduzeća i nemogućnosti da se takvi izvori pozajme iz jednog izvora sredstava. Često se ne pravi razlika u literaturi između obveznica i menica, pa se ponekad smatraju istim instrumentima, jer obveznice predstavljaju pisanu obavezu plaćanja određene sume novca na unapred određen datum.

U vremenskom roku trajanja duga držalac obveznice ima pravo na uvećanu sumu duga za iznos kamate koja najčešće predstavlja procenat od nominalne vrednosti obveznice. Obveznice kao dugovne hartije od vrednosti se mogu klasifikovati po više osnova. Prema stanovištu osiguranja potraživanja, obveznice se klasifikuju na: (1) neosigurane i (2) osigurane obveznice. Prema načinu učestvovanja u dobitku preduzeća one se klasifikuju na: (1) obveznice s finansijskom kamatom, (2) dohodovne obveznice, (3) participativne obveznice. Prema vremenu otkupa, one se klasifikuju na: (1) obveznice po isteku roka i (2) obveznice pre isteka roka. Prema načinu njihove

<sup>34</sup> Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 13

amortizacije one se klasifikuju na: (1) obveznice sa jednokratnim dospećem i (2) obveznice sa višekratnim, (serijskim dospećem). Prema vremenu trajanja kreditnog odnosa one se klasifikuju na: (1) kratkoročne obveznice, (2) srednjoročne obveznice i (3) dugoročne obveznice. Osim toga, javljaju se i brojni podoblici obveznica, poput: (1) hipotekarnih obveznica (sa zatvorenom, otvorenom i ograničenom otvorenom hipotekom), (2) obveznica po osnovu zaloga opreme, (3) obveznica po osnovu garancija, (4) dohodovnih obveznica, (5) konvertibilne obveznice i (6) obveznica s opozivom.

Za držaoce obveznica je karakteristično da nemaju direktno pravo glasa u slučajevima<sup>35</sup>:

- (1) izdavanja novih obveznica,
- (2) kupovine i prodaje određenih osnovnih i obrtnih sredstava,
- (3) direktnog zaduženja i slično.

Emisija obveznica vrši se direktnim ili indirektnim putem. Emisija obveznica se može samo izuzetno vršiti interno i to prilikom preuzimanja preduzeća koje je pod stečajem. U takvim slučajevima se vlasnicima akcija zamenjuju akcije za dohodovne obveznice. Poverenici pri emitovanju obveznica su najčešće poslovne (komercijalne) banke. Zadatak poverioca jeste, da se brinu o realizaciji i interesima vlasnika obveznica.

Pre svake emisije obveznica, obaveza je emitenta da pribavi dozvolu za njihovo emitovanje, te da javno reklamira prodaju obveznica. Pri javnom oglašavanju neophodno je definisati: (1) nominalnu vrednost obveznice, tj. sumu novca koja će biti isplaćena donosiocu obveznice u trenutku njenog dospeća, (2) kamatnu stopu, tj. utvrđeni procenat od nominalne vrednosti koji će se obračunavati i isplaćivati vlasniku držaoca obveznice u određenim rokovima od dospeća duga.

Rizici po emitovanim obveznicama zavise od<sup>36</sup>:

- (1) vremena amortizacije obveznice,
- (2) sistema amortizacije obveznice,
- (3) načina obezbeđenja interesa vlasnika obveznice,
- (4) formiranja fonda za amortizaciju obveznice,
- (5) mogućnosti konverzije obveznice u druge hartije od vrednosti,
- (6) mogućnosti revalorizacije obveznice u inflatornim uslovima i slično.

Za emisiju obveznica je karakteristično, da se sa dužim rokom emisije obveznica povećava rizik ulagača u vezi vraćanja uloženi sredstava posmatrano u celini i po planiranoj dinamici povrata sredstava. Treba istaći i činjenicu da, što je duže vreme amortizacije obveznice, to se povećava i rizik promene njihove tržišne vrednosti.

Indirektnim učestvovanjem u poslovnoj politici preduzeća, držaoci obveznica unošenjem određenih restriktivnih odredbi u zajednički ugovor stiču pravo posrednog uti-

35 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 496

36 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 498

caja na poslovnu politiku preduzeća. Sam interes držaoca obveznica jeste da može posredno vršiti uticaj na poslovnu politiku preduzeća, odnosno da spreči izdavaoca da nekim potencijalno lošim poslovnim potezima pogorša kvalitet obveznica nakon emitovanja.

Opoziv obveznica je moguće izvršiti, ukoliko je isti predviđen u ugovoru sklopljenom između emitenta i kupca emitovanih obveznica i to posredstvom poverioca (najčešće banke). Emitent obveznice može ponuditi kupcu, tj. vlasniku obveznice njen opoziv po određenoj ceni, njenu konverziju, ali isključivo kod obveznice sa kraćim rokom dospeća. Emitenti obveznica su u obavezi prilikom opoziva obveznice njihovim vlasnicima platiti proviziju koja se utvrđuje u ugovoru. Sa smanjenim rokom dospeća obveznice smanjuje se i provizija namenjena za otkup obveznice. Ukoliko emitent, ne raspolaze sa dovoljno sredstava za opoziv duga, tada on može izvršiti refundaciju duga, koja se sprovodi na način da emitent vrši opoziv stare emisije obveznica.<sup>37</sup>

## 6.1. Tipologija i rejting obveznica

Obveznice kao hartije od vrednosti se mogu klasifikovati po više osnova. Prema stanovištu **potraživanja** obveznice se klasifikuju na: *neosigurane* i *osigurane*. *Osigurane obveznice* garantuju svom vlasniku da će u slučaju stečaja izdavaoca obveznica namiriti svoja potraživanja i to pre nego što će to uraditi vlasnici neosiguranih obveznica. Isplata osiguranih obveznica se vrši putem nekretnina i pokretne imovine.

Vrste osiguranih obveznica su:

- (a) hipotekarne obveznice su prisutne u praksi razvijenih zemalja. Izdavalac ovih obveznica je u obavezi da pri njihovom emitovanju položi hipoteku (zalogu) na nepokretnu stvar (imovinu) u obično većoj vrednosti nego što je vrednost obveznice, pri tome je u obavezi da stavi na raspolaganje kupcu obveznica garanciju da će dospele obaveze uredno izmiriti. Ukoliko se obaveze ne izmire, poverenik u ime kupca izvršava hipoteku, odnosno prodaju imovine kako bi se tim novcem otkupile obveznice.
- (b) obveznice po osnovu zaloge opreme se odnose na nabavku opreme, što se primenjuje kada kupac ne raspolaze dovoljnim sredstvima za nabavku istih, a prodavac nije u mogućnosti da kreditira nabavku opreme. Tada poverenička kompanija u ime kupca isplaćuje prodavcu opremu u celosti, pri čemu se oprema imovinski prenosi na kompaniju, a tek sa potpunim izmirenjem obaveza kupca prema povereniku oprema prelazi u vlasništvo kupca.
- (c) obveznice po osnovu garancije (nuzjemstvom) imaju osiguranje u garancijama banaka, odnosno drugih finansijskih organizacija. Primenjuju se kada preduzeće vrši finansijsku reorganizaciju u stečajnom postupku, da bi se njihovom emisijom zadržala kontrola dužnika od strane poverioca.

*Neosigurane obveznice* ne poseduju niti materijalnu niti ličnu garanciju za isplatu potraživanja, pa je za njihove kupce važna finansijska stabilnost emitenta. Njihovu emisi-

---

<sup>37</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 501



ju u tržišno razvijenim zemljama vrše samo veće poznate firme, a ni jedan deo njihove imovine zbog emisije nije opterećen hipotekom, te po tom osnovu emitent u budućnosti može menjati strukturu dugoročnih izvora finansiranja. Ukoliko emitent pribavlja potrebna sredstva putem više emisija neosiguranih obveznica, tada ih treba diferencirati prema redosledu prava naplate potraživanja, tako što „starije“ (ranije izdate) imaju prednost u isplati.

S obzirom da je ulaganje u neosigurane obveznice rizično, kupcima istih se kao uslovna garancija nudi mogućnost da će se u uslovima stečaja zabraniti buduće emitovanje obveznica sa osiguranjem, radi smanjenja pritiska od emisije novih obveznica i stvaranja mogućnosti brže naplate emitovanih neosiguranih obveznica.

Prema **načinu učestvovanja u dobitku preduzeća**, obveznice se klasifikuju na:

- (1) obveznice sa finansijskom kamatom,
- (2) dohodovne obveznice (visina kamate zavisi od dobitka preduzeća),
- (3) participirajuće obveznice (kombinacija su dohodovnih i obveznica sa kamatom).

Prema **vremenu otkupa** (povlačenja), mogu biti.

- (1) obveznice po isteku roka,
- (2) obveznice pre isteka roka.

Prema **načinu amortizacije** postoje sledeće obveznice:

- (1) sa jednokratnim dospećem,
- (2) višekratnim (serijskim) dospećem.

**Vreme trajanja kreditnog odnosa** klasifikuje obveznice na (a) kratkoročne (do 1 godine), (b) srednjoročne (1-10 godina) i (c) dugoročne (preko 10 godina). U razvijenim zemljama prisutne su i *obveznice sa fluktuirajućom kamatnom stopom*, najčešće kratkoročnog karaktera, jer se promenom kamatnih stopa umanjuje potencijalni rizik za njihovu kupovinu. U SAD-u je prisutna trgovina ovakvim obveznicama, čiji je rok izdavanja 5 godina, uz tromesečnu promenu kamatne stope na obveznice. Naime, Ministarstvo finansija SAD-a je imalo pravo da odredi početnu kamatnu stopu za tri meseca, da bi se za svaki naredni kamatna stopa povećavala za 0,5% iznad kamatne stope za tromesečnu obveznicu. Na ovaj način su kratkoročne obveznice bile konkurentne kratkoročnim bankarskim kreditima.

Radi definisanja kvaliteta emitovanih obveznica neophodno je izvršiti njihovo **rangiranje**, odnosno napraviti rejting. Najpoznatije agencije koje se bave rangiranjem obveznica su *Moodus Investors Service* i *Standard and Poors*.

Emitent je dužan da sačini ugovor sa dotičnom agencijom o rangiranju obveznica tokom celokupnog njihovog trajanja. Rangiranje se vrši tako, da agencija daje svoje mišljenje putem slovnih ocena i iste objavljuje u publikacijama. Rangiranje se vrši prema verovatnoći da li će emitent obveznica uredno plaćati kamatu i povrat glavnice po isteku perioda emitovanja. Obveznice sa najvećim rejtingom su one kod kojih je

rizik plaćanja kamate i glavnice neznatno prisutan. Obeležavaju se rangom „A A A,,. Posle njih dolaze obveznice kod kojih je jednim delom prisutan rizik. One se obeležavaju rangom „B A A,, itd. Obveznice sa najvišim rizikom se obeležavaju rangom „C,, i rangom „D,,. Moguće je za svaki rang koristiti oznake brojevima 1,2,3,..i sl. Na primer rang „A A 1,, znači da je dotična obveznica u gornjem redu ranga „A A“.

U SAD-u je 80-tih godina XXog veka došlo do pojave *obveznica niskog ranga* (low-grade) i visokog prinosa (high-yield), u svrhu podstreka razvoja LBO<sup>38</sup>. Ove obveznice su se zvale *džank obveznice* (*junk-bonds*), čiji su kupci u Americi bili određeni institucionalni investitori u obliku penzijskih ili investicionih kompanija koji manje procenite svojih plasmana drže u instrumentima visokog prinosa ali i rizika. *Džank obveznice* imaju rokove dospeća do 10 godina, a glavni pokretač razvoja ovih obveznica bila je DBL investiciona banka (*Drexel Burnham Lambert*), koja je i organizovala tržište *džank obveznica*, pod patronatom M.Milkena (direktora DBL banke), koji je otvorio tržište ovih obveznica svojom tvrdnjom da veći prinos na ove obveznice kompenzuju dodatni kreditni rizici u odnosu na obveznice sa investicionim stepenom. Ovu njegovu tezu su prihvatili široki krugovi investitora i ulagali u *džank obveznice*. Uspon ovih niskorangiranih obveznica je rezultat faktora privatne prodaje maloj grupi investitora, samim tim opuštena regulativne klime (deregulacija), zatim razvoja posredništva (agenti likvidnosti) i naravno, promena stava prema riziku. Emisijom ovih obveznica kompanije su po nižoj ceni dolazile do kapitala, nego što bi bilo zajmom od finansijskih institucija, naročito 80-tih godina XXog veka, usled velike tražnje kredita za finansijsko prestrukturiranje kompanija, čime su stvoreni uslovi i mehanizam za ekspanziju *džank obveznica*. Zbog snažne berzanske krize 1987. godine, zaustavljena je fuzija i akvizicija, ove obveznice se nisu redovno isplaćivale, pa je palo poverenje kod kupaca, a DBL je otišla u likvidaciju. Ipak, 90-ih godina XX veka, ponovo je oživelo tržište ovih obveznica, jer je grupa market mejkera u obliku grupe investicionih banaka održavala tržište *džank obveznica*.

U dosadašnjoj privrednoj praksi razvijenih zemalja susreću se i specijalni tipovi obveznica (osiguranih ili neosiguranih), u koje spadaju *dohodovne obveznice*, *konvertibilne obveznice* i *obveznice sa opozivom*. *Dohodovne obveznice* pružaju vlasniku mogućnost da učestvuje u raspodeli finansijskog rezultata izdavaoca (emitenta) obveznice. Za njih se često kaže da su hibrid između akcije i obveznice, te da su nešto bliže obveznicama. Kamate po ovim obveznicama su promenljive i zavise od kretanja finansijskog rezultata njihovog izdavaoca. Ako taj rezultat nije dovoljan za podmirenje interesa vlasnika obveznica, tada se kamate kumuliraju na teret narednog obračunskog perioda. Iako su slične dividendama, u fiskalnom sistemu se ove kamate isključivo tretiraju kao kamate. Poseban oblik ovih obveznica su participativne, čija je mogućnost primene izražajna u uslovima inflacije, pri čemu nose manju kamatu i imaju pravo da učestvuju u finansijskom rezultatu emitenta, revalorizujući pad vrednosti novčane jedinice.

---

<sup>38</sup> LBO (*leveraged buyouts*) transakcije su akvizicije kompanija ili njihovih delova od strane male grupe investitora sa visokim učešćem kreditnih oblika finansiranja. To je vlasnička transformacija, gde se otkupljuje deo kompanije pomoću kreditnog finansiranja (korišćenjem poluge – *leverage*). Kupljena kompanija ili njena filijala postaje samostalna firma, a kupac može biti menadžerska grupa koja je i do sada upravljala firmom ili njenim delom. Akviziciju može izvršiti finansijska LBO firma, specijalizovana za ovakve transakcije, da bi se kasnije prestrukturirana kompanija prodala.

*Konvertibilne obveznice* su dobile naziv po mogućnosti konvertovanja u obične akcije ili neke druge hartije od vrednosti u određenom vremenskom periodu i to pod određenim uslovima i na zahtev njihovog vlasnika. U momentu njihovog izdavanja, konverzijska cena obveznice je veća od njihove tržišne cene. Usled dejstva tržišnih zakonitosti hartija od vrednosti, konverzijska cena obveznica se smanjuje i one tako postaju atraktivne za primenu na tržištu hartija od vrednosti. Upravo zbog toga konvertibilne obveznice imaju nižu kamatnu stopu od drugih tipova obveznica.

*Obveznice s opozivom* daju mogućnost emitentu da izvrši njihovo povlačenje pre isteka njihove potpune amortizacije i isto se vrši po fiksnim cenama. Obveznice je moguće opozvati od strane emitenta jer je u uslovima emisije sadržana provizija koja se naziva cenom opoziva. Takva mogućnost opoziva daje pravo njenom emitentu da izvrši dinamičko optimiranje strukture dugoročnih izvora u svrhu minimiziranja troškova poslovanja.

Javni sektor emituje sledeće vrste obveznica:

- (1) državne obveznice,
- (2) obveznice državnih preduzeća,
- (3) obveznice lokalne samouprave (*municipalne*).

Usled potrebe države, državnih preduzeća ili lokalnih uprava za novčanim sredstvima koja su potrebna u svrhu finansiranja investicionih projekata ili pokrivanja budžetskog deficita, izdavanjem obveznica se pozajmljuje novac od kupaca municipalnih obveznica, sa obavezom povraćaja glavnice i isplate kamate po isteku određenog vremenskog perioda.

U praksi razvijenih zemalja su prisutne i *obveznice koje se temelje na prihodima (dobi-ti) korporativnih preduzeća*. Naime, korporativnim preduzećima se daje mogućnost da plate kamate na obveznice tek kada ostvare dobit. Ima slučajeva da se neplaćene kamate po obveznicama kumuliraju u određenoj godini i pripisuju ukupnom iznosu kamata koje se trebaju platiti najkasnije za tri godine. Ova informacija je vlasniku obveznice prvi signal, da će postojati problem i kod povrata glavnice novčanih sredstava.

Vlasnici dugoročnih obveznica korporativnih preduzeća imaju poziciju poverilaca, jer ne mogu vršiti kontrolu nad korporativnim preduzećem, niti imaju pravo glasa u upravljanju korporacijskim preduzećem. S obzirom da ne učestvuju u deobi dobiti korporacije, njihovo pravo je na povrat uloženi novčanih sredstava i ugovorene fiksne premije. U slučajevima likvidacije korporativnog preduzeća, imalac dugoročnih obveznica svoja će potraživanja naplatiti pre imaoća običnih i preferencijalnih akcija. Korporativno preduzeće koje emituje obveznice je dužno obavestiti javnost o ovlašćenom povereniku koji predstavlja interese vlasnika obveznica.

Naročitu pogodnost predstavljaju obveznice sa varantima, jer one daju pravo investitoru da kupuje dodatne obveznice sa fiksnom stopom na neki datum u budućnosti ili čak pre tog datuma, pri čemu se od investitora zahteva da ponudi više novca, što podseća na kupovinu opcija. Da bi stvorio korist realizacijom, investitor varant može držati u posedu ili ga prodati odvojeno na sekundarnom tržištu. U slučaju pada kama-

tnih stopa se povećava vrednost obveznice, a takođe i varanta, jer investitor ima pravo kupovine po fiksnim cenama, a suprotan je efekat rasta kamatnih stopa, jer tada pada vrednost varanta.

## 6.2. Cena, prinos i rizici ulaganja u obveznice

Kao i bilo kojom drugom hartijom od vrednosti i obveznicama se trguje na sekundarnom tržištu, odnosno na finansijskoj berzi. Obveznica ima svoju nominalnu vrednost, što predstavlja vrednost na koju obveznica glasi. Odnosno, onaj iznos sredstava koji će vlasniku obveznice biti isplaćen o roku dospeća. Međutim, ova nominalna vrednost se u pravilu razlikuje od tržišne cene po kojoj se transakcije kupovine i prodaje na finansijskoj berzi ostvaruju. Što je rok dospeća bliži to je cena bliža nominalnoj vrednosti, a na finansijskoj berzi se iskazuje u procentu koji se dobija u tom trenutku u odnosu na nominalnu vrednost. Kao i bilo koja druga hartija od vrednosti, tržišna cena obveznice zavisi od ponude i tražnje koja se u datom trenutku nalazi na tržištu kapitala. Obveznice su hartije od vrednosti sa veoma raznolikim rokovima dospeća, koji se kreću od nekoliko dana do nekoliko decenija. Dakle, određivanje cene obveznice je veoma je složen proces, koji ima za cilj određivanje sadašnje vrednosti neke vrednosti koja će nastati u budućnosti.

Cena obveznice zavisi i od vrste obveznice, odnosno od toga da li je obveznica kuponska ili beskuponska. Cena kuponskih obveznica formiraće se na osnovu dva faktora: (1) procenom očekivanog cash flow-a i (2) procenom stope očekivanog prinosa. Cash flow obveznice sastoji od periodičnih godišnjih isplata kupona do dana dospeća, kao i od nominalne vrednosti na dan dospeća. Stopa očekivanog prinosa se određuje kao prinos koji ostvaruju slične obveznice na tržištu. Ova stopa se često definiše kao godišnja kamatna stopa. S obzirom na to da je cena obveznice sadašnja vrednost cash flow-a, ona se određuje zbirom dve vrednosti: sadašnje vrednosti polugodišnjih ili godišnjih isplata kupona i sadašnje vrednosti glavnice na dan dospeća.

U uslovima kada se radi o beskupnoskim obveznicama, ne postoji periodična isplata kupona. Investitor realizuje prinos od ulaganja kao razliku između kupovne i prodajne cene, odnosno između nabavne cene nominalne vrednosti koja se isplaćuje po dospeću. S obzirom na pomenutu činjenicu da ove obveznice nemaju kupon, cena se određuje na isti način kao i kod kuponskih obveznica, s tim što se za vrednost kupona uzima vrednost nula. Cena beskuponske obveznice, predstavlja, sadašnju vrednost sume koja se dobija u roku dospeća obveznice.

U sekundarnom prometu je cena obveznice varijabilna veličina, a osim ponude i tražnje, na nju utiče i promena tržišnih kamatnih stopa. Kako kuponska stopa ostaje nepromenjena, a tržišni uslovi se menjaju, jedina veličina koja se može izmeniti da bi ostvarila novi traženi prinos, jeste cena obveznice. Suština promene cene obveznice jeste, da se izvrši izjednačavanje prinosa na obveznice sa tržišnom kamatnom stopom, pa se pored kuponskog formira i drugi prinos investitora u vidu kapitalnog dobika, odnosno gubitka. Ukoliko dođe do situacije da je kuponska kamatna stopa obveznice veća od tržišne kamatne stopa, cena obveznice će biti veća od nominalne vrednosti, jer ona generiše prinos koji je veći od tržišnog. Tada se ove vrste obveznica prodaju sa premijom. Svakako u suprotnom slučaju, ukoliko je kuponska kamatna stopa niža od tržišne, oboriće se tržišna cena obveznice i iste će se, nakon toga, prodavati sa diskontom.

Na kraju je važno istaći, da je jedna od osnovnih karakteristika obveznice inverzna veza cene i prinosa. Cena obveznica se menja u suprotnom pravcu od tržišnog prinosa, iz razloga što cena obveznice predstavlja sadašnju vrednost budućeg novčanog toka. Dakle, sa rastom traženog prinosa dolazi do pada sadašnje vrednosti budućeg novčanog toka (cene) i obrnuto, kada opada tržišni prinos, sadašnja vrednost budućeg novčanog toka raste.

Investitor koji je kupio obveznicu, nada se da će prinos koji očekuje o dospeću biti isplaćen. Inače, očekivani prinos će se ostvariti: ako emitent obveznica ne padne u nelikvidnost ili bankrotstvo, ako se obveznica ne proda pre roka dospeća ili ako investitor sve isplaćene kamate po kuponima ne reinvestira odmah posle isplate najmanje po stopi očekivanog prinosa.

Korišćenje metode tekućeg prinosa, može se odrediti odnos godišnjih isplata investitoru u odnosu na tekuću tržišnu cenu obveznice. Ovaj odnos pokazuje korist za investitora koji očekuje svake godine sigurne novčane prinose, a utvrđuje se na način<sup>39</sup>:

$$\text{Tekući prinos} = \text{Godišnja isplata po kuponima} / \text{Tekuća tržišna cena}$$

Potrebno je i izvršiti analizu kamatne stope, posmatranjem ponude i tražnje na tržištu obveznica. Primera radi, razmotrimo tražnju jednogodišnje diskontne obveznice, koja nema kupon, ali koja svom vlasniku isplaćuje godišnju nominalnu vrednost od 1.000 \$. Ukoliko je period posedovanja godinu dana, prinos obveznice je apsolutno poznat i jednak je kamatnoj stopi računatoj na osnovu prinosa od dospeća. To znači, da je očekivani prinos te obveznice jednak kamatnoj stopi  $i$ .

Rizici po emitovanim obveznicama zavise od vremena amortizacije, sistema amortizacije, načina obezbeđenja interesa vlasnika obveznice, formiranja fonda za amortizaciju, mogućnosti konverzije obveznice u druge hartije od vrednosti, mogućnosti revalorizacije obveznice u inflatornim uslovima i sl. Za emisiju obveznica je važno da se sa dužim rokom emisije povećava i rizik ulagača u vezi vraćanja uložениh sredstava u celosti i po prethodno planiranoj dinamici. Takođe, što je duže vreme amortizacije obveznice, povećava se rizik promene njihove tržišne vrednosti.

Treba istaći, da postoje jednokratni i serijski način amortizacije obveznica. Za jednokratni način je karakteristično da se isplata glavnice duga vrši na kraju perioda i to odjednom, kamate se isplaćuju godišnje ili polugodišnje po jednakim kamatnim stopama na ceo iznos duga. Za serijski način amortizacije obveznica je karakteristično, da se dospeće isplate duga i glavnice vrši u polugodišnjim ili godišnjim anuitetima. Upoređujući navedene načine amortizacije obveznica, može se konstatovati da je kod jednokratnog načina daleko veći rizik povrata uložениh sredstava. Hipotekarne obveznice su te koje zahtevaju najmanji stepen rizika pri ulaganju sredstava u iste. Praktični primeri pokazuju, da su prisutni i posebni fondovi za amortizaciju obveznica putem kojih emitent smanjuje teret duga kamate, posebno kad je u pitanju jednokratni način emisije obveznica.

Kamatna stopa po obveznicama, zavisi od kamatne stope koju plaćaju poslovne banke na štedne uloge stanovništva. Ako su te kamate iste kao i kamate po emitovanim

<sup>39</sup> Brzaković, T., Tržište kapitala, Čugura Print, Beograd, 2007. Godine, str. 67

obveznicama, tada ne postoji realna motivacija od strane kupaca za kupovinu obveznica. Stoga je težnja emitenta obveznica da njihova kamatna stopa bude nešto stimulatívna od bankarske. Primera radi, ukoliko je kamatna stopa poslovnih banaka 11% mesečno, a ulaganja u obveznice 10.000 dinara čija je nominalna kamata 10%, tada ta stopa ne predstavlja stimulans za kupovinu obveznica jer godišnji prinos od 1.000 dinara (10% od 10.000 din.) je manje od ostvarenog godišnjeg prinosa od 1.100 dinara (11%) po osnovu štednje stanovništva.

Stoga se u praksi od strane izdavaoca obveznica prilazi njihovoj prodaji uz diskont po nižoj emisionoj ceni od nominalne, a koja iznosi 9.000 dinara. Ukoliko su ostali uslovi nepromenjeni (ista bankarska kamatna stopa) tada ulagač ostvaruje kamatnu stopu od 11,1%, uz 1.110 dinara godišnjeg prinosa. Ako je veća nominalna kamatna stopa po obveznicama od bankarske, tada i emisiona vrednost obveznice prevazilazi nominalnu vrednost iste i utiče na njeno prodavanje uz premiju. Dakle, ako je kamatna stopa na obveznici manja od tržišne (bankarske), obveznica će se prodavati uz diskont, a ako je veća od tržišne prodavaće se uz premiju.

Za tržišnu vrednost obveznica je karakteristično, da se, zbog jakog uticaja kamatnih stopa koje banke plaćaju na štedne uloge određuje drugačije od tržišne vrednosti akcija. Ako su te bankarske kamate veće od kamata na obveznice, tada će tržišna vrednost obveznice biti ispod njihove cene (nominalne vrednosti). Delovanje pojedinih činilaca na tržišnu vrednost obveznice moguće je prikazati na sledeći način<sup>40</sup>:

$$P + (I(1+k)^t - 1) / (1+k)^t \times k + N \times 1 / (1+k)^t$$

pri čemu su  $P$  – tržišna vrednost obveznice;  $N$  – nominalna vrednost obveznice;  $I$  – godišnji kamatni iznos obveznice;  $k$  – kamatna stopa banaka na štedne uloge;  $t$  – rok dospeća obveznice.

Formula za izračunavanje tržišne cene obveznice sa serijskim dospećem se razlikuje u odnosu na obveznice sa jednokratnim. Ako se pođe od pretpostavke da se obveznice amortizuju u jednakim godišnjim anuitetima, tada formula glasi<sup>41</sup>:

$$W = A \times ((1+k)^T - 1) / ((1+k)^T \times k)$$

pri čemu su  $W$  – tržišna vrednost obveznice sa serijskim dospećem;  $A$  – iznos anuiteta;  $k$  – tržišna kamatna stopa;  $T$  – vek amortizacije obveznice.

*Iskup obveznica* moguće je izvršiti<sup>42</sup>:

- (1) njihovom isplatom u momentu dospeća,
- (2) njihovim konvertovanjem u druge hartije od vrednosti,
- (3) opozivom obveznica,
- (4) periodičnim otplaćivanjem obveznica.

<sup>40</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Subotica, 2001. godine, str. 544.

<sup>41</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Subotica, 2001. godine, str. 544.

<sup>42</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Subotica, 2001. godine, str. 540, 541.

Iskup obveznica putem fonda za iskup se može realizovati na dva načina: (1) emitent isplaćuje poveriocu novčani iznos, a ovaj poziva na iskup vlasničke obveznice, (2) preduzeće kupuje obveznice na otvorenom tržištu i plaća poverioca isporukom odgovarajućeg broja obveznica. U prvom slučaju se obveznice iskupljuju po pozivnoj ceni fonda za iskup, nižoj od obične pozivne cene, a u većini slučajeva je jednaka nominalnoj vrednosti obveznice. U drugom se slučaju kupuju obveznice na otvorenom tržištu sve do granice tržišne cene koja je niža od pozivne cene iskupnog fonda. Kada je tržišna cena obveznice veća od pozivne cene obveznice, korporativno preduzeće uplaćuje sredstva poveriocu koji stupa u kontakt sa vlasnikom obveznice i iste otkupljuje po pozitivnoj ceni iskupnog fonda. Neke korporacije akumuliraju obveznice kupujući iste unapred i poveravajući obveznice fondu za iskup obveznica.

### 6.3. Podešavanje pozicije obveznica i opoziv obveznica

Podešavanje pozicije obveznica na finansijskom tržištu se odnosi na pozicije putem futurs (terminskih) ugovora, suprotno poziciji koja se zauzima na spot (promptnom) tržištu. Korporativno preduzeće vrši podešavanje pozicije na finansijskom tržištu kako bi smanjilo izloženost svojih obveznica riziku ukoliko dođe do nepredviđenog menjanja cena.

*Podešavanje pozicije obveznica* na finansijskom tržištu može biti „*dugačko*“ – kupovinom futurs (terminskih) ugovora. Korporacijsko preduzeće kupuje terminski ugovor pre nego što izvrši kupovinu obveznica, jer je procenjeno da je postignuta najveća moguća kamata koja se može dobiti pri kupovini obveznica.

Na primer<sup>43</sup>, imamo jednog kupca obveznica koji sklapa futurs ugovor i terminski danas kupuje obveznice jer smatra da je kamata na obveznice dostigla maksimum. Ovo radi sada, a gotovinska sredstva će imati tek za 60 dana. To se može jedino realizovati primenom futurs ugovora, a kupac obveznica stiče pravo na trenutne (tekuće) visoke kamate, bez obzira što će raspolagati novcem za kupovinu tek za 60 dana. Tako se sa prodavcem ostvaruje odnos, a on plaća fluktuirajuću kamatu kupcu obveznica. Što je kamata veća, to je veći prinos za kupca i trošak za prodavca.

Suprotno od „*dugačkog*“ se vrši „*kratko*“ podešavanje pozicije obveznica. Ovde se radi o prodaji futurs ugovora promptno, kako se to ne bi moralo obaviti u momentu porasta kamatnih stopa. Sadašnje niže kamatne stope će finansijski manje opteretiti prodavca nego što će biti njegovo opterećenje od viših kamatnih stopa (pri prodaji za 60 dana). Prodaja futurs ugovora se koristi kao zamena za promptnu prodaju obveznica iz portfelja korporacijskog preduzeća. „*Kratko*“ podešavanje pozicije je prisutno i kod preduzeća koja se žele zadužiti 90-og dana od danas na finansijskom tržištu. S obzirom da se rast kamatnih stopa očekuje baš u tih 90 dana, preduzeće koje je budući dužnik ne čeka to vreme da se zadužuje, već prodaje momentalno futurs ugovore po trenutnoj kamati, štiteći se na taj način od budućeg rasta kamata.<sup>44</sup>

*Spot pozicija* obveznica se odnosi na momentalnu kupovinu ili prodaju obveznica na tržištu i korporativnom preduzeću može doneti dobit ili gubitak zavisno od kretanja tržišne kamatne stope. Ako dotično preduzeće želi da izvrši podešavanje pozicije svog portfolia obveznica, a kamatne stope se povećaju, tada vrednost dotičnog portfolia

<sup>43</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Subotica, 2001. godine, str. 550

<sup>44</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Subotica, 2001. godine, str. 550

opada i smanjuje se dobitak. Dalji rast kamata za posledicu će imati smanjenje vrednosti portfolia obveznica i gubitak na spot poziciji preduzeća.

Korporativno preduzeće, da bi podesilo poziciju portfolia, definiše futurs ugovor na obveznice tako da izvrši zamenu „dugačke“ pozicije na spot tržištu i „kratke“ pozicije na futurs tržištu. Usled rasta kamatne stope, vrednost futurs ugovora se povećava i izlazi se iz zone gubitka u trgovanju obveznicama. Daljim rastom kamatnih stopa ulazi se u zonu dobitka na futurs pozicijama, a to predstavlja „kratko“ podešavanje pozicije obveznica, uz rizik za učesnike na finansijskom tržištu koji podešavaju obveznice. „Dugačke“ i „kratke“ pozicije se poništavaju, jer ni jedna od njih ne reaguje na dati rast kamatnih stopa, karakteristično je da spot i futurs pozicija rizik je uvek prisutan sa učesnicima koji podešavaju pozicije. Dakle, za podešavanje „dugačke“ pozicije obveznica, značajno je da sa sobom nosi fiksni prihod, dok futurs „kratka“ pozicija donosi promenljiv prihod u zavisnosti od pada ili rasta kamatnih stopa.

Porast kamatnih stopa umanjuje vrednost spot, a povećava vrednost futurs pozicija, pa „dugačka“ pozicija sa fiksnim prihodom prelazi u „kratku“ poziciju sa promenljivim prihodom. Korporativni menadžment treba da dobro proceni pravo vreme kada treba napustiti „dugačku“ i preći na „kratku“ poziciju podešavanja obveznica. Jedino se dobrom i adekvatnom procenom pozicija i preduzimanjem pravovremenih koraka može anticipirati i minimizirati rizik u poslovanju.

Kod opcija je, u odnosu na obveznice kod kojih je na futurs tržištu izražen gubitak od niskih kamata, gubitak ograničen do iznosa plaćene premije. Te premije ograničavaju finansijski gubitak, za razliku od futurs obveznica, pa su povećanjem kamatnih stopa uz pomoć terminskog tržišta prešle u zonu dobitka. Ako bi se podešavale „dugačke“ pozicije obveznica sa fiksnim prihodom, tada bi bila poželjna kupovina dugovnih opcija, pogodnih za podešavanje rizika. Prelaskom obveznica u dugovne opcije izvesno je da će se javiti promena kamatnih stopa.

Mogućnost opoziva određene obveznice stvara korporativnom preduzeću mogućnost i uslove da izvrši otkup obveznice po određenoj ceni pre utvrđenog roka njenog dospeća. Postoje *odgodiv* i *neodgodiv opoziv obveznice*.<sup>45</sup>

Ako je opoziv neodgodiv, emitent može otkupiti obveznicu po pozitivnoj ceni i može biti izmiren odmah, a ako je opoziv odgodiv, tada emitent može za određeni vremenski period izvršiti otkup obveznice. Period odgodivog opoziva je najčešće u praksi 5 godina za javna i 10 godina za industrijska preduzeća, a tokom vremena utvrđenog odgodivog perioda iskupa, kupac obveznice je zaštićen od bilo kakvog poziva njenog emitenta za njen iskup.

Svaka mogućnost opoziva obveznice daje mogućnost emitentu iste da je povuče i refinansira emisiju obveznice po nižim cenama nego što je visina kamatne stope. Mogućnost opoziva obveznice bi predstavljala moguću korist za emitenta i gubitak za kupca obveznice.

Postupak opoziva obveznice ima svoju cenu. Ako su kamatne stope na emitovane obveznice visoke i u budućnosti će se očekivati njihov pad, tada će i privilegija opoziva

---

<sup>45</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Subotica, 2001. godine, str. 546



imati vrednost, a emitenti su tada spremni da plate premiju u obliku prinosa za privilegiju opoziva obveznica, jer računaju na opadanje prinosa po obveznici. Procenom da će kamatne stope u budućnosti opasti, investitor dobro razmišlja o ulaganju u obveznice koje nose sa sobom privilegiju opoziva, jer cenu obveznice neće određivati vrednost običnih akcija, nego očekivano kretanje budućih kamatnih stopa. Dosadašnje iskustvo pokazuje da će doći do rasta vrednosti opoziva obveznice sa većim očekivanim kretanjem budućih kamatnih stopa.

U slučaju opcije bez opoziva tada će njena vrednost opadati po opadajućoj stopi onako kako se povećava kamatna stopa. Za opciju sa opozivom je karakteristično da je ograničena cenom opoziva i to do nivoa rasta kamatne stope. Razlika obveznice bez opoziva i sa opozivom je u ceni opoziva<sup>46</sup>:

$$\text{Obveznice bez opoziva} = \text{Obveznica sa opozivom} + \text{Cena obveznice}$$

Ukoliko se poveća cena opoziva obveznice, smanjuje se vrednost obveznica sa opozivom u odnosu na one bez opoziva. Ukoliko je smanjenje kamatne stope na obveznice značajno, to će imati direktnog uticaja na povećanje cene opoziva. Vrednost obveznica bez opoziva može biti precenjena u odnosu na obveznice sa opozivom, pa je prvo neophodno utvrditi cenu opoziva da bi se moglo objektivno i realno odrediti da li je cena obveznice sa opozivom i bez opoziva pogrešno određena. Dakle, rast i pad kamatne stope predstavlja osnovni faktor kod definisanja cene opoziva.

U praksi su poznati slučajevi nadoknađivanja emisije obveznica od strane preduzeća emitenta i to pre vremena dospeća dotične emisije obveznica. To suštinski predstavlja opoziv postojeće emisije i njenu zamenu sa novom emisijom obveznica. Preduzeće emitent se opredeljuje kada se kamatna stopa naglo smanjuje u odnosu na dan izdavanja obveznica. Menadžment emitenta je u obavezi da izvede kalkulaciju troškova opoziva obveznica i troškova izdavanja novih. Ako je kalkulacija cena pozitivna, emitent obveznica će se opredeliti za aktivnost nadoknađivanja emisije obveznica. U ovom slučaju je prisutan period preklapanja obveznica, koji predstavlja vreme prodaje novih obveznica i povlačenja starih obveznica.

## 7. Intelektualni kapital preduzeća

Živimo u vremenu koje nagoveštava da je veoma važno postati aktivan u oblasti istraživanja intelektualnog kapitala. Prostranstva i izvori na Zemlji su ograničeni za razliku od ljudskog znanja, koje je za sada neomeđeno. Javlja se potreba da se pređe na novu jedinicu mere civilizacije, što je upravo raspoloživost intelektualnog kapitala. Nosilac najvećeg dela intelektualnog kapitala je čovek sa svojim znanjem, umećem i idejama. Pojmom intelektualni kapital obuhvaćen je epicentar daljeg razvoja čovekove civilizacije. Glavni intelektualni napor čoveka u prošlosti je bio okrenut okruženju, a znatno manje svojoj mentalnoj strukturi i posebno kognitivnim procesima. Predviđa se da će jedan od izazovnih pravaca istraživanja u nauci i tehnologiji biti kako da se podigne intelektualni kapacitet i kreativnost ljudi, što je osnovni agens za stalno napredovanje civilizacije u ovom milenijumu. Intelektualni kapital čine dve osnovne grane stabla, a to su intelektualna vrednost ljudi i strukturni kapital znanja, tj. baza podataka, knjige, softver, hardver, inovacije itd.

---

<sup>46</sup> Vunjak, N., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Subotica, 2001. godine, str. 547

"Najvažniji i zaista jedinstven doprinos menadžmenta u 20. veku bio je pedesetorostruko unapređenje produktivnosti manualnog radnika u proizvodnji. Najvažniji doprinos menadžmenta u 21. veku je da slično tome unapredi produktivnost umnog rada (*knowledge work*) i intelektualnih radnika/radnika znanja (*knowledge workers*). Najvažnija imovina poslovnog subjekta 21. veka će biti njeni umni radnici i njihova produktivnost."<sup>47</sup>

Uspom "nove ekonomije", koja je najvećim delom zasnovana na informaciji i znanju, nastoji da poveća značaj intelektualnog kapitala kao poslovnog i istraživačkog sadržaja. Intelektualni kapital je uključen u noviju ekonomiju, upravljački, tehnološki i sociološki razvoj društva na način koji ranije nije bio u toj meri poznat i korišćen. Gledajući ovaj razvoj kroz filter informatičkog društva, ekonomije zasnovane na znanju, mrežnog društva ili inovacija, postoji mnogo toga što podržava tvrdnju da je intelektualni kapital instrument i determinanta preduzetničkih vrednosti i nacionalne ekonomije.

## 7.1. Determinante intelektualnog kapitala preduzeća

Izraz intelektualni kapital je postao sve češće pominjan i veoma raširen u ekonomskoj literaturi, literaturi biznisa i menadžmenta, računovodstvenoj literaturi itd. u poslednje vreme.

Intelektualni kapital je uključen u ekonomiju, upravljački, tehnološki i sociološki razvoj na način koji do sada nije bio poznat i upotrebljavan.

Naročito je naglašena njegova važnost u:

- (1) „revoluciji informatičke tehnologije i informatičkog društva,
- (2) rastu važnosti znanja i ekonomije zasnovane na znanju,
- (3) promeni u načinu na kojem se vrše međuljudske aktivnosti i promeni veza-  
noj za mrežno društvo,
- (4) porastu inovacija kao glavne determinante konkurentnosti."<sup>48</sup>

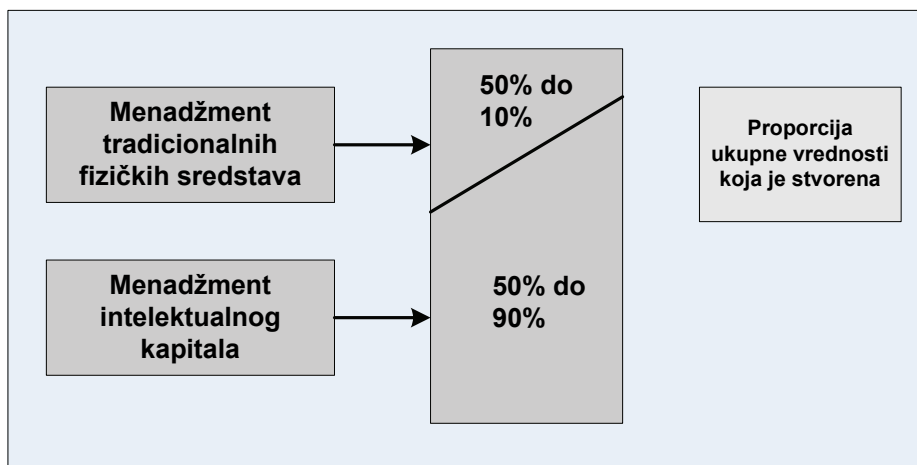
Međutim, ako su ovi razvoji posmatrani kroz filter informacionog društva, ekonomije zasnovane na znanju, mrežnog društva ili inovacija, postoji velika podrška za postavljanje intelektualnog kapitala kao instrumenta u determinisanju preduzetničke vrednosti i nacionalnog ekonomskog rasta.

U praksi se sve češće javljaju slučajevi da je knjigovodstvena vrednost nekog poslovnog subjekta znatno ispod njegove tržišne vrednosti. Da ne postoji razlika između tržišne i knjigovodstvene vrednosti bilo bi veoma lako utvrditi cenu nekog poslovnog subjekta prilikom kupovine, jer bi ona bila jednaka vrednosti u bilansu. Iz prakse je dobro poznato da se skoro nikad knjigovodstvena i tržišna vrednost poslovnog subjekta ne poklapaju. "Novije procene sugerišu da 50-90% stvorene vrednosti u poslov-

<sup>47</sup> Drucker P., Nova zbilja, Novi Liber, Zagreb, 1992, str.68.

<sup>48</sup> Petty R., Guthrie J., Intellectual capital literature review, Measurement, reporting and management, The University of Hong Kong, Hong Kong and Macquarie Graduate School of Management, Sidney, Australia, 2001, p.157.

nom subjektu potiču od menadžmenta intelektualnog kapitala, a ne od menadžmenta tradicionalnih fizičkih sredstava."<sup>49</sup>.



**Slika br. 1** Vrednost koju je stvorila korporacija

Za opis prethodno prezentovanih razlika se koristi ponekad stavka "goodwill" u knjigovodstvenim izveštajima, koja može ukazati samo na razliku u vrednostima, ali ne kazuje ništa o prirodi te razlike. U industrijskim granama koje su intelektualno intenzivne, relativno najveći udeo ima vrednost intelektualnog kapitala. Jedan od zadataka koncepta intelektualnog kapitala jeste vrednovanje razlike i sistemski opis između knjigovodstvene i tržišne vrednosti poslovnog subjekta.

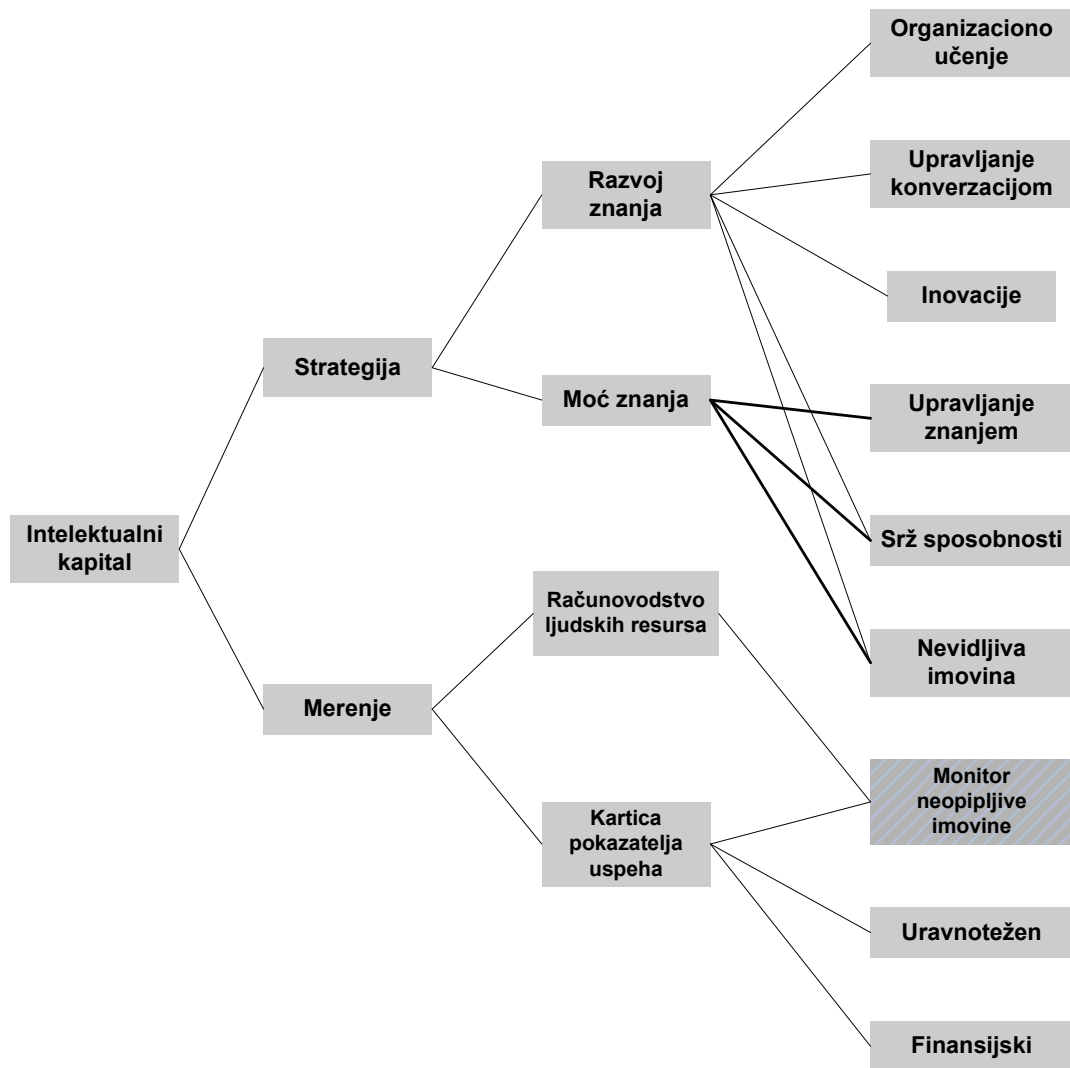
Teoretičar Roos i drugi autori smatraju da "intelektualni kapital može da se poveže sa drugim disciplinama kao što su korporacijska strategija i proizvodnja alata za merenje".<sup>50</sup> Iz strategijske perspektive, intelektualni kapital se koristi da se stvori i upotrebi znanje da bi se povećala vrednost poslovnog subjekta. S druge strane, ugao posmatranja se koncentriše na to "kako novi mehanizmi izveštavanja mogu biti stvoreni da bi omogućili i nefinansijske, kvalitativne delove intelektualnog kapitala da budu mereni uz tradicionalne merljive finansijske podatke."<sup>51</sup> Malo modifikovan prikaz za određivanje položaja intelektualnog kapitala<sup>52</sup> se može videti na slici 2.

<sup>49</sup> Hope J. And Hope T., *Competing in the third wave: The ten key management issues of the information age*. Boston: Harvard Business School Press, 1998,p.60.

<sup>50</sup> Roos, J., Roos, G., Dragonetti, N. and Edvinsson, L., *Intellectual Capital: Navigating in the New Business Landscape*, Macmillan Business, London, 1997 p.13.

<sup>51</sup> Johanson, U., Mortensson, M. and Skoog, M., "Measuring and managing intangibles: eleven Swedish exploratory case studies", paper presented at the International Symposium Measuring Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects, OECD, Amstrdam, June, 1999 p.12.

<sup>52</sup> Roos, J., Roos, G., Dragonetti, N. and Edvinsson, L., *Intellectual Capital: Navigating in the New Business Landscape*, Macmillan Business, London, 1997 p.15.



**Slika br. 2** Model pokazuje kako može biti određen položaj intelektualnog kapitala

Ovaj pregled se delom fokusira na proceni nivoa do kojeg je intelektualni kapital sadržan u procesu snage i razvoja organizacionog znanja. Ipak, glavna preokupacija je da se poveća poverenje u intelektualni kapital, bacajući svetlo na njega kroz uključivanje eksplicitnih mera izjava u godišnji izveštaj poslovnog subjekta i za interne potrebe menadžmenta.

Jedna od definicija intelektualnog kapitala je ona koju nudi OECD (Organizacija za Ekonomsku Saradnju i Razvoj) kao "ekonomsku vrednost dve kategorije koje predstavljaju nematerijalnu imovinu jedne kompanije:

- (1) organizacioni (strukturni) kapital i
- (2) ljudski kapital.

Tačnije, strukturni kapital se odnosi na stvari kao što su vlasnički softverski sistemi, distribucione mreže i lanci ponude. Ljudski kapital podrazumeva ljudske resurse unutar organizacije (npr. resurse zaposlenih) i resurse izvan organizacije, uglavnom

kupaca i dobavljača".<sup>53</sup> Često se termin intelektualni kapital koristi kao sinonim za neopipljivu imovinu. Definicija ponuđena od strane OECD-a u svakom slučaju čini odgovarajuću razliku tako što intelektualni kapital određuje pre kao podskup, nego kao celinu samog pojma sveobuhvatne neopipljive imovine. Postoje delovi koji su po prirodi neopipljivi, a ipak ne predstavljaju deo intelektualnog kapitala poslovnog subjekta. Jedan od njih je reputacija poslovnog subjekta. Reputacija može biti proizvod ili rezultat pravilnog korišćenja intelektualnog kapitala poslovnog subjekta, ali nije deo intelektualnog kapitala.

Društvo upravljačkih računovođa Kanade (The Society of Management Accountants of Canada – SMAC) definiše intelektualna sredstva na sledeći način: "U uslovima knjigovodstvenog bilansa, intelektualna sredstva su one stavke bazirane na znanju, koje poseduje kompanija i koje će proizvesti tokove koristi za kompaniju."<sup>54</sup> Ovo može uključiti tehnologiju, menadžment i procese konsaltinga, kao i širenje ka patentiranoj intelektualnoj svojini.

U jednom izveštaju o aktivnostima osiguravajuće kompanije Skandia, Edvinsson definiše intelektualni kapital kao "posedovanje znanja, primenjeno iskustvo, organizacionu tehnologiju, odnose s klijentima i profesionalne veštine koje obezbeđuju Skandiu AFS konkurentnom oštricom na tržištu".<sup>55</sup> Mnogi autori orijentisani na računovodstveni aspekt (Stewart, Edvinsson, Sveiby) definišu intelektualni kapital kao razliku između tržišne vrednosti poslovnog subjekta i njenog bilansa poslovanja tj. knjigovodstvene vrednosti, pri čemu finansijski kapital uključuje svu fizičku i monetarnu aktivu, dok intelektualni kapital čine sva "nevidljiva" sredstva i procesi poslovnog subjekta (slika 3).



**Slika br. 3** Tržišna vrednost poslovnog subjekta i intelektualni kapital

Intelektualni kapital podrazumeva znanje koje se može pretvoriti u profit. Sa ovog aspekta se fokusiraju sposobnosti, kreativnosti, ideje, invencije, veštine, iskustva, kulture, motivacije...; mreže informatičkih tehnologija kojima se prenosi znanje i informacije, baze podataka, softver, procesi, pristupi, patenti, licence, prava, kultura poslovnog subjekta, odnosi s kupcima i partnerima itd.

<sup>53</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development(OECD), "Guidelines and instructions for OECD Symposium", International Symposium Measuring Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects, June, Amsterdam, OECD, Paris, 1999, p.10.

<sup>54</sup>Society of Management Accountants of Canada (SMAC): The management of intellectual capital: The issues and the practice. Issues Paper # 16. The Society of Management Accountants of Canada, 1998, p.6.

<sup>55</sup> Edvinsson, L., 'Developing intellectual capital at Skandia', Long Range Planning, 30/3, 1997, p. 366-373.

Intelektualni kapital se može definisati i kao "organizaciona sposobnost neke nacije, vlade, korporacije ili u praksi i nekog društvenog organizma – da stiče i koristi informacije, da proveri okruženje, identifikuje nove pretnje i izazove, kao i da na kreativan način odgovori na nove izazove. Pri tome je važno istaći da je sposobnost organizacije da akumulira i memoriše informacije obično mnogo veća od njene sposobnosti da te iste informacije analizira i ocenjuje. Intelektualni kapital čine:

- (1) svi zaposleni,
- (2) njihova organizacija,
- (3) sposobnost stvaranja vrednosti koju valorizuje tržište."<sup>56</sup>

Uzimajući u obzir bitne kvalitativne i kvantitativne promene u okruženju, jačanje konkurencije na globalnom nivou i sve jače cirkulisanje informacija u svetu, intelektualni potencijali dovode do fantastičnih naučnih dostignuća koja se transformišu u visoke tehnologije, a zatim i u proizvodnju. To je sposobnost, inventivnost i veština ekipe farmaceuta koja je u stanju da otkrije novi lek vredan milijarde dolara ili know-how tima zaposlenih koji mogu osmisliti mnogo načina kako da poboljšaju efikasnost proizvodnog pogona u fabrici. Veoma je teško identifikovati intelektualni kapital, još ga je teže izmeriti, a najteže je upotrebiti ga efikasno. Intelektualni kapital u eri "nove ekonomije" ima izuzetno veliki doprinos povećanju vrednosti poslovnog subjekta.

Korist od intelektualnog kapitala<sup>57</sup> za poslovni subjekt se može prikazati na slici br. 4.



**Slika br. 4** Korist od intelektualnog kapitala

<sup>56</sup>Miljanović M., Popović D., Kučinar R., časopis Kvalitet, članak pod nazivom "Konkurentna prednost u sferi intelektualnog kapitala", Beograd, 2004. god., str. 55.

<sup>57</sup> Stewart T.A., Intellectual Capital, the New Wealth of Organizations, Doubleday, New York, 1997, p.54.

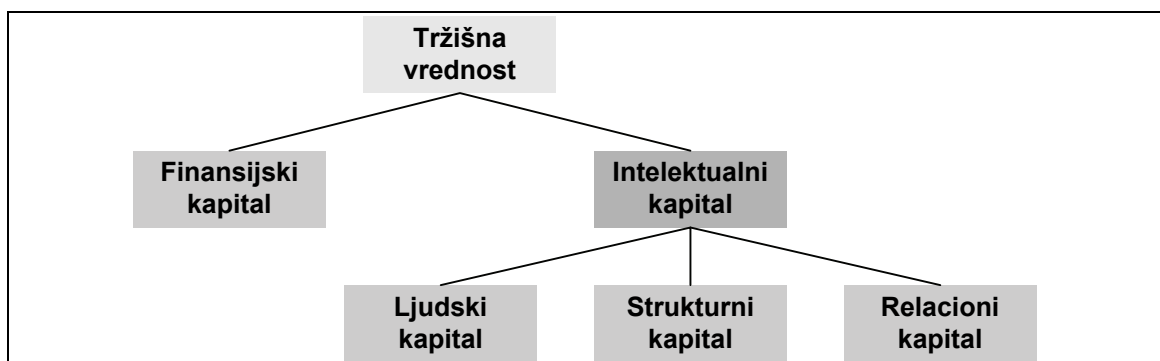
U švedskoj osiguravajućoj kompaniji Skandia AFS se često čuje rečenica da je "intelektualni kapital nešto što ne možete da dodirnete, ali vas ipak čini bogatim".

## 7.2. Struktura i finansijski izvori intelektualnog kapitala preduzeća

Intelektualni kapital može da dostigne 80% do 90% vrednosti poslovnog subjekta, naročito u industrijskim granama koje su intelektualno intenzivne, ali tako da njegova vrednost (razlika između tržišne i računovodstvene vrednosti) ostaje (ne)pokrivena nevidljivim bilansom stanja.

Zvanično, računovodstvo meri opipljivu imovinu, međutim sve više se ukazuje potreba da treba napraviti sisteme obračuna za neopipljivu imovinu. Ukazano je na potrebu povezivanja intelektualnog kapitala sa ciljevima koji će dovesti do konkurentske prednosti. Mnogi poslovni subjekti eksperimentišu sa upravljanjem intelektualnim kapitalom da bi se to postiglo. Iz ovih napora se pojavilo nekoliko metoda merenja, izveštavanja i upravljanja intelektualnim kapitalom, a svaki je poprimio nekako drugačiji prilaz.

Najčešće se prikazuje kroz strukturu vrednosti poslovnog subjekta kao razlika između tržišne vrednosti i finansijskog kapitala što jasno prikazuje slika 5.

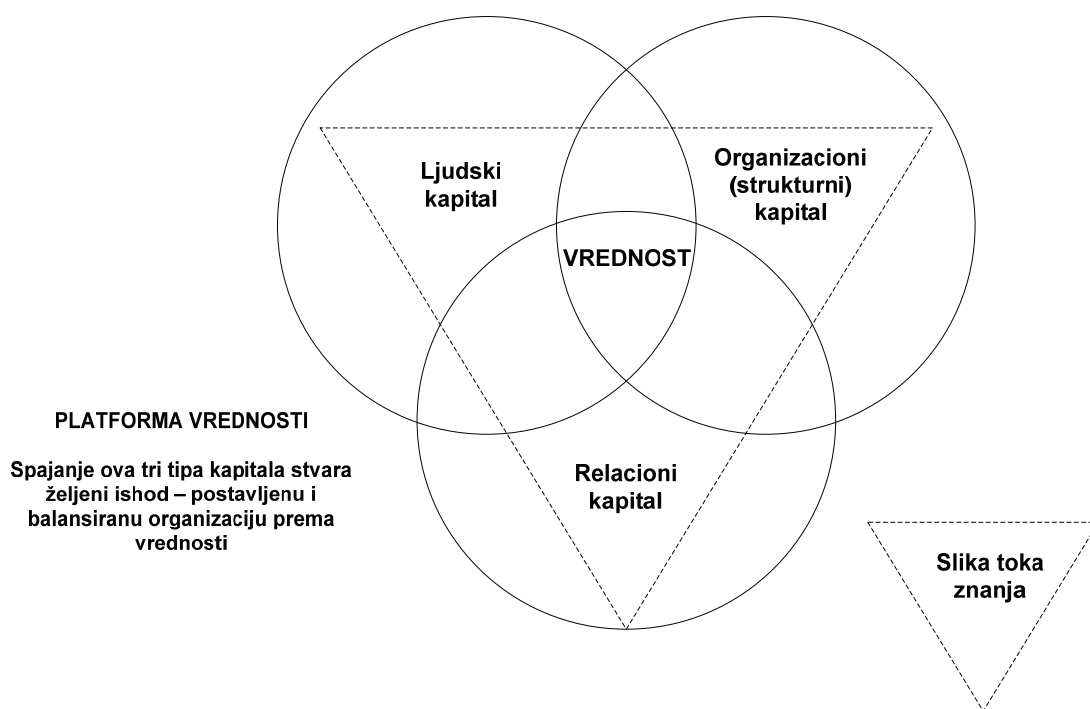


**Slika br. 5** Tržišna vrednost poslovnog subjekta i intelektualni kapital

Struktura vrednosti poslovnog subjekta je prikazana na slici 5. Tržišna vrednost (market capital) poslovnog subjekta i stvarna vrednost se mogu poistovetiti, mada ne mora uvek biti zadovoljena ta pretpostavka. Tržišna vrednost se sastoji od finansijskog kapitala koji se kvantifikuje i evidentira u knjigovodstvenim izveštajima i od intelektualnog kapitala koji predstavlja razliku između tržišne vrednosti i finansijskog kapitala. Intelektualni kapital se može podeliti na ljudski kapital (human capital), strukturni kapital (structural capital) i relacioni kapital (customer capital).

Jedan model intelektualnog kapitala su zajednički razvili Leif Edvinsson, Hubert St Onge, Charles Armstrong i Gordon Petrash i nazvali ga "platforma vrednosti" (value platform), koji se može videti na slici 6.<sup>58</sup>

<sup>58</sup> Edvinsson, L. and Malone, M., *Intellectual capital: Realising your company's true value by finding its hidden brainpower*. New York: Harper Collins Publishers Inc, 1997, p.25.



**Slika br. 6** Intelektualni kapital – platforma vrednosti

Platforma vrednosti opisuje intelektualni kapital putem tri glavne komponente koje su u međusobnom odnosu da bi formirale vrednost, koja se stvara u poprečnom preseku krugova. Ljudski kapital ima ulogu oblikovanja organizacionog (strukturnog) kapitala u poslovnom subjektu, a zajedno oba utiču jedan na drugi da bi stvorili relacioni kapital. Finansijski kapital se nalazi u centru ova tri oblika kapitala i predstavlja vrednost koja je stvorena interakcijom ove tri komponente.

Ljudski, organizacioni i relacioni kapital sadrže elemente koji su prikazani u tabeli br. 3.<sup>59</sup>

<sup>59</sup> Edvinsson, L. and Malone, M., *Intellectual capital: Realising your company's true value by finding its hidden brainpower*. New York: Harper Collins Publishers Inc, 1997, p.26.



**Tabela br. 3** Elementi intelektualnog kapitala

LJUDSKI KAPITAL	RELACIONI ( KLIJENTSKI ) KAPITAL
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Know- how</li> <li>• Obrazovanje</li> <li>• Stručna kvalifikacija</li> <li>• Znanje koje se odnosi na rad</li> <li>• Profesionalne procene</li> <li>• Psihometrijske procene</li> <li>• Kompetentnosti koje se odnose na rad</li> <li>• Preduzetnički elan, inovativnost, proaktivne i reaktivne sposobnosti, prilagodljivost</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Brendovi</li> <li>• Klijenti</li> <li>• Lojalnosti klijenata</li> <li>• Imena kompanija</li> <li>• Zaostale narudžbe</li> <li>• Kanali distribucije</li> <li>• Poslovna saradnja</li> <li>• Ugovori o licenci</li> <li>• Povoljni ugovori</li> <li>• Ugovori o franšizingu</li> </ul>
ORGANIZACIONI (STRUKTURNI) KAPITAL	
<u>Intelektualna svojina</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Patenti</li> <li>• Autorska prava</li> <li>• Prava na dizajn</li> <li>• Poslovne tajne</li> <li>• Zaštitni znak</li> <li>• Uslužna marka</li> </ul>	<u>Sredstva infrastrukture</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Menadžment filozofija</li> <li>• Korporacijska struktura</li> <li>• Menadžment procesi</li> <li>• Informacioni sistemi</li> <li>• Sistem umrežavanja</li> <li>• Finansijski odnosi</li> </ul>

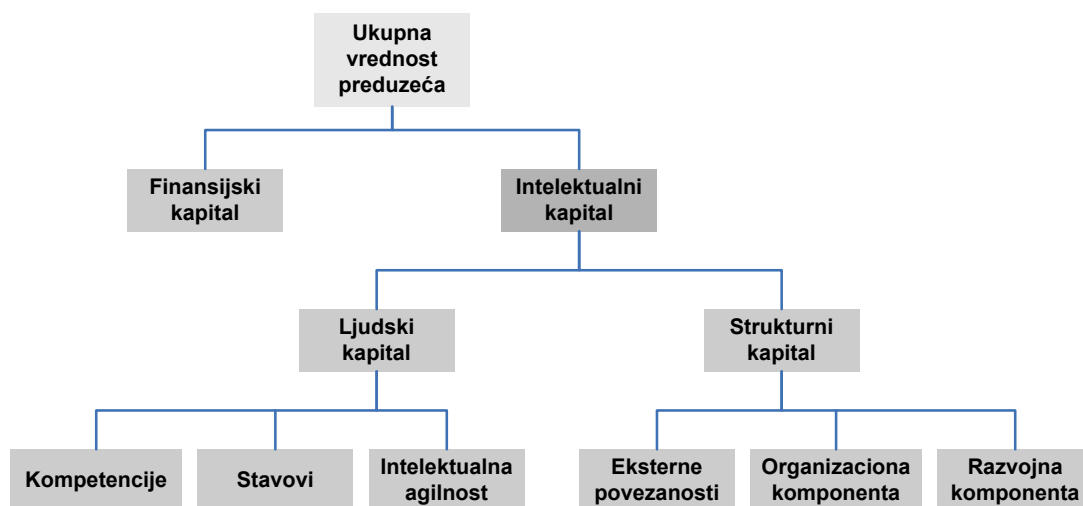
U okviru ovakvog sistema klasifikacije, intelektualni kapital ima sledeće osobine:

- (1) može biti fiksna kao što je to slučaj s patentom ili fleksibilna kada su u pitanju ljudske sposobnosti;
- (2) može biti i input i output procesa stvaranja vrednosti, tj. intelektualni kapital je znanje konvertovano u vrednosti ili,
- (3) krajnji produkt transformacije znanja.

Intelektualni kapital je sveobuhvatniji u odnosu na tradicionalan stav na nematerijalnu imovinu. Računovođe bi trebali da primene svoje veštine u svrhu stvaranja i integriranja znanja unutar poslovnog subjekta, upravljanja i kontrole procesa formiranja intelektualnog kapitala, kao i da procenjuju, izveštavaju i revidiraju rezultate ovih procesa.

Prema nekim autorima intelektualni kapital se sastoji iz dva dela: ljudskog kapitala i strukturnog kapitala. On se može prikazati pomoću modela "grananja" koji predstavlja vizuelizaciju "neopipljive strane" poslovnog subjekta preko pojedinih komponenti intelektualnog kapitala što se vidi na šemi 1.<sup>60</sup>

<sup>60</sup> Roos,J., Roos, G., Edvinsson, L., Dragonetti, N. : Intellectual capital, Navigation in the New Business Landscape, Macmillan Business, Houndmills, Basingstoke and London, 1997, p.17.



**Šema br. 1** Model "grananja" intelektualnog kapitala

Ljudski kapital je izvor ideja i kreativnosti koje poseduju ljudi, za razliku od strukturnog kapitala koji se nalazi u vlasništvu poslovnog subjekta. Strukturni kapital podrazumeva sve ono što ostaje u poslovnom subjektu kada zaposleni odu kućama i poslovni subjekt može njime trgovati. Ljudski i strukturni kapital su međusobno povezani, tako što ljudski kapital izgrađuje strukturni kapital, a što je veći strukturni kapital povećavaju se šanse da će ljudski kapital postizati bolje rezultate.

U literaturi iz ove oblasti se mogu zapaziti različiti nazivi za tri osnovne kategorije od kojih se sastoji intelektualni kapital od strane raznih autora.

Tabela 4 prikazuje terminologiju za ove tri komponente u literaturi najjemenentnijih autora.

**Tabela br. 4** Različiti nazivi za komponente intelektualnog kapitala

STEWART I EDVINSSON	SVEIBY	KAPLAN I NORTON
Ljudski kapital (HC)	Kompetentnost zaposlenih	Perspektiva učenja i rasta
Strukturni kapital (SC)	Interne strukture	Perspektiva internih procesa
Klijentski kapital (CC)	Eksterne strukture	Perspektiva kupaca

### 7.2.1. Ljudski kapital

Područje ljudskog kapitala kao jedno od aspekata intelektualnog kapitala je primilo značajnu pažnju. Ljudski kapital se odnosi na celokupni raspon znanja, sposobnosti, veština, iskustva... menadžera i zaposlenih u poslovnom subjektu koja su neophodna da bi se pružila usluga ili proizvod klijentu. On je individualan, nije u vlasništvu poslovnog subjekta (zaposleni svakoga dana napuštaju poslovni subjekt nakon isteka radnog vremena) i pojavljuje se kao generator inovativnih potencijala poslovnih sistema. Predstavlja pokretačku snagu intelektualnog kapitala i čini osnovu tržišne vrednosti kod poslovnog subjekta koji spadaju u industrijske grane koje su intelektualno intenzivne.

Svi zaposleni i sva njihova znanja nisu deo ljudskog kapitala. Slika 7 kategoriše zaposlene u dvodimenzionalni graf.<sup>61</sup> Ljudski kapital je lociran na ljude koji stvaraju veliku dodatnu vrednost i koje je teško zameniti.

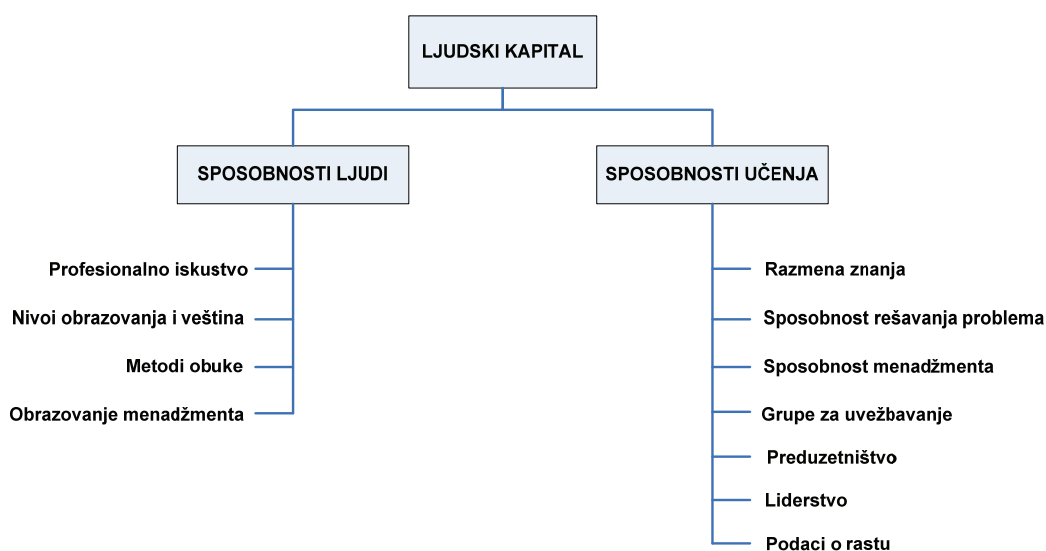
	<b>Neznatna dodatna vrednost</b>	<b>Velika dodatna vrednost</b>
<b>Teška zamena</b>	<b>Informatizacija</b>	<b>Ljudski kapital (HC)</b>
<b>Jednostavna zamena</b>	<b>Automatizacija</b>	<b>Out source</b>

**Slika br. 7** Kategorizacija zaposlenih prema ljudskom kapitalu (HC)

Neke ključne funkcije koje se odnose na ljudski kapital su izvedene iz tradicionalne prakse ljudskih resursa i uključuju:<sup>62</sup>

- (1) izgradnju zaliha kompetencija zaposlenih,
- (2) ispitivanje okruženja i određivanje kompetencija koje je potrebno razvijati ili sticati da bi se zadovoljili strateški ciljevi,
- (3) razvoj sistema za isporuku potrebnog znanja, stručnog usavršavanja ili intelektualne nadgradnje kada je to potrebno i
- (4) razvoj sistema za vrednovanje i nagrađivanje koji će biti povezan sa sticanjem i primenom kompetencija u skladu sa strateškim ciljevima organizacije.

Slika 8 prikazuje komponente ljudskog kapitala<sup>63</sup>



**Slika br. 8** Osnovne komponente ljudskog kapitala

<sup>61</sup> Marković N., časopis Kvalitet, članak pod nazivom "Intelektualni kapital i uravnoteženi pokazatelji uspeha", Beograd, 2003. god., str. 89.

<sup>62</sup> Dzinkowski, R., Management Accounting, The magazine for chartered management accountants, The Chartered Institute Of Management Accountants (CIMA), UK, London, 2000., p. 34.

<sup>63</sup> Petty, R. and Guthrie, J. "The case for reporting an intellectual capital: evidence, analysis and future trends", Dahiya, S.B. (Ed.), The Current State of the Business Discipline, Spellbound Publications, Roh-tak, 2000, p.19.

Svaki uspešni poslovni sistem nastoji da konstantno unapređuje intelektualni potencijal svojih zaposlenih, a posebno lidera i menadžera i sastavi "tim snova", koji bi se uspešno uhvatio u koštac s promenama i izborio sa svim izazovima konkurencije. Teoretičar Akio Morita (osnivač kompanije Sony) kaže: "nema tajnog sastojka ili skrivene formule od kojih zavisi uspeh najboljih japanskih kompanija. Ni teorija, ni planiranje, ni vlada, ne mogu dovesti poštovanje do uspeha: ono može biti jedino rezultat rada ljudi." Mnogi uspešni poslovni subjekti ističu da je zadovoljan zaposleni i produktivan zaposleni. Ako nema zadovoljnih zaposlenih, neće biti zadovoljnih klijenata, a ni zadovoljnih vlasnika poslovnih subjekata.

### 7.2.2. Strukturni kapital

Strukturni kapital podrazumeva organizacione sposobnosti, investicije u sisteme i alate odnosno operativnu filozofiju, koji se razvijaju da zadovolje zahteve tržišta i čiji su zadaci da ubrzavaju protok znanja u poslovnom subjektu i van njega. Ljudski kapital je beskoristan bez sistema i kanala koji ga mogu učiniti produktivnim i ako predstavlja izvor znanja i ideja. Strukturni kapital se smatra najvažnijim elementom intelektualnog kapitala jer je vlasništvo poslovnog subjekta i služi kao logistička infrastruktura i kao pokretač pretvaranja ljudskog kapitala u produktivnu vrednost. Časopis Fortune je objavio članak u kome se kaže "Strukturni kapital ne ide kući preko noći. On može da poveća vrednost ljudskog kapitala upravljajući resursima korporacije (liste potrošača, ideje iz drugih odeljenja) kako bi podržao nove ideje".<sup>64</sup>

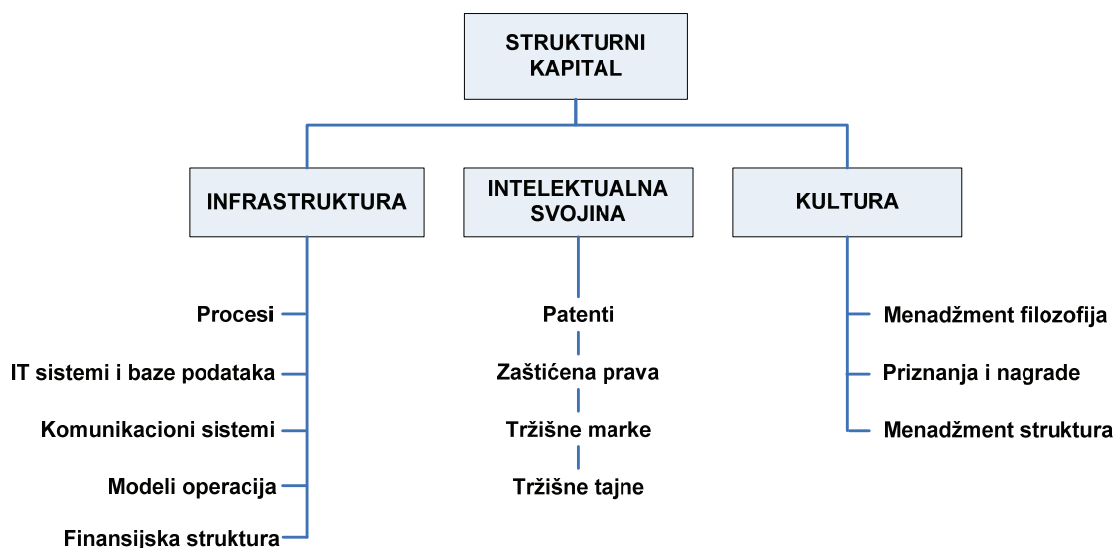
U kategoriju strukturnog kapitala se može svrstati svaki patent, zaštitni znak, menadžment alat, sistem informacionih tehnologija, napor za istraživanje i razvoj... koji se primenjuju ili će biti primenjeni da unaprede efikasnost ili profitabilnost poslovnog subjekta. On se može podeliti na procesni kapital i inovacioni kapital. Procesni kapital se vezuje za sve aktivnosti intelektualnog kapitala povezane sa internom strukturom, organizacionom strukturom, svakodnevnom poslovnim operacijama i drugim praktičnim znanjima korištenim za konstantnu kreaciju vrednosti. Njega karakteriše sistematizovana i kodifikovana sposobnost delovanja poslovnog subjekta. Indikator procesnog kapitala mogu biti: procesi koji su završeni bez greške, prihod od patenata itd.

Inovacioni kapital obuhvata sve one aktivnosti koje će imati uticaja na buduću vrednost kao što su: razvoj novih proizvoda, razvoj novih programa obuke, naponi u okviru reinženjeringa, istraživačko razvojna aktivnost. Indikatori ove kategorije mogu biti: procentualni udeo novih proizvoda u poslovanju, naponi vezani za obuku zaposlenih i sl.

Komponente strukturnog kapitala<sup>65</sup> se mogu prikazati i na slici 9.

<sup>64</sup> Hope J., HopeT., Competing in the third wave: The ten key management issues of the information age. Boston: Harvard Business School Press, 1998, p.14.

<sup>65</sup> Petty, R. and Guthrie, J., Intellectual capital literature review, Measurement, reporting and management, The University of Hong Kong, Hong Kong and Macquarie Graduate School of Management, Sidney, Australia, 2001, p.20.



**Slika br. 9** Osnovne komponente strukturnog kapitala

Strukturni kapital dovodi u sklad sve elemente organizacionih procesa i aktivnosti i povezuje ih u cilju stvaranja vrednosti. Procesi su struktuirani i mereni skupovi aktivnosti dizajnirani da proizvedu specifični output za pojedinačnog klijenta ili tržište. Identifikovanje stvaranja vrednosti u poslovnom subjektu (način na koji se stvara, integriše, transformiše i koristi znanje) zahtevaće jedan horizontalan pregled poslovnog subjekta i presek funkcionalnih odnosa koji egzistiraju u okviru subjekta.

Shodno prethodno navedenom, krajnji rezultat može biti identifikovan i vrednovan kao:

- (1) patent, konsalting proces, zaštitni znak,
- (2) poboljšanje efikasnosti poslovnog subjekta mereno uštedom troškova, profitom, rastom prihoda, povratom investicija,
- (3) poboljšane inovativne sposobnosti merene raznolikošću indikatora individualnog i timskog učinka.

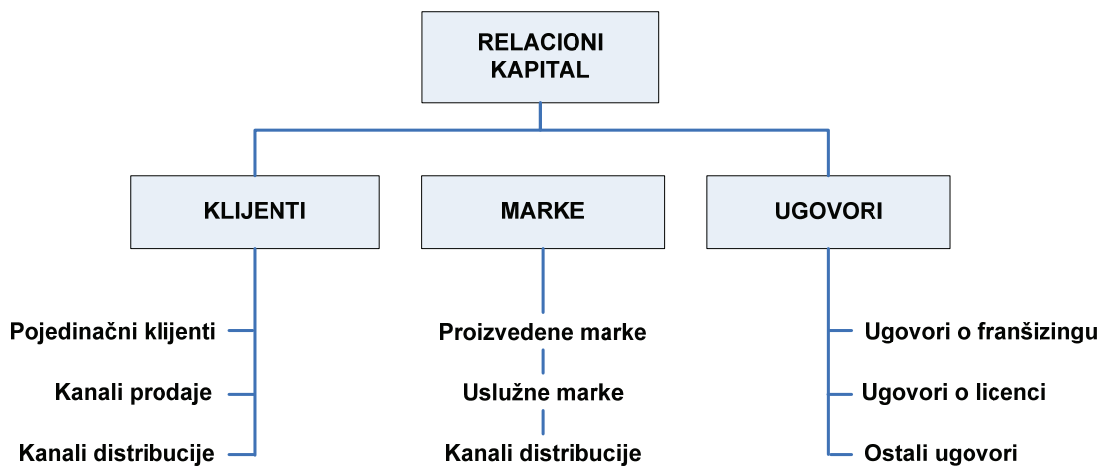
### 7.2.3. Relacioni kapital

Relacioni (klijentski) kapital ima ogroman značaj zbog toga što obuhvata vrednost relacija, sve odnose i veze s klijentima, poslovnim partnerima, kupcima, dobavljačima, segmentima tržišta. Lanac stvaranja vrednosti (materijalnih i nematerijalnih) počinje i završava se s potrošačem, od koga svakako zavisi i opstanak svih proizvodnih i uslužnih delatnosti, a čijem zadovoljstvu, zahtevima i željama treba posvetiti najviše pažnje. Tako na primer, ime poslovnog subjekta, inovativnost proizvoda, jedinstvenost rešenja, marka proizvoda, imidž, posebnost doživljaja, bonus, nagrada, popust, post prodajna usluga, privlače i zadržavaju klijente, a istovremeno raste i konkurentna sposobnost poslovnog subjekta.

Poslovni subjekti treba da usmere mnogo energije kako bi zadržali postojeće klijente, jer se smatra da je pronalaženje novih klijenata pet do sedam puta skuplje od čuvanja postojećih. Lojalni klijenti koji troše veliki procenat svog novca na usluge i proizvode koje nudi poslovni subjekt obezbeđuju veći profit, više posla, veće tržišno učešće i

više novih klijenata (na osnovu preporuke lojalnih klijenata). Sa porastom lojalnosti se smanjuju troškovi poslovanja. Cilj svih poslovnih subjekata treba da bude dugoročno zadržavanje klijenata.

Relacioni kapital i njegove komponente<sup>66</sup> mogu imati sledeću strukturu:



**Slika br. 10** Osnovne komponente relacionog kapitala

Različite tehnike i alati za analiziranje su razvijani kako bi se što bolje razumela vrednost klijenata i njihove percepcije.<sup>67</sup>

Profili tržišnog opažanja kvaliteta se razvijaju putem anketiranja klijenata u svrhu identifikovanja kakav kvalitet u stvari žele klijenti. Pri tome se ističe koji su konkurenti najbolji za svaki aspekt kvaliteta i razvijaju sveobuhvatne performanse merila kvaliteta zasnovane na definiciji kvaliteta koju klijenti stvarno primenjuju prilikom donošenja odluka o kupovini.

Vrednosne mape klijenata ilustruju, kako klijent odlučuje između raznih konkurentskih poslovnih subjekata i proizvoda. Mape sadrže informacije, za koje se poslovne subjekte može očekivati da će povećavati učešće na tržištu i na koji način.

What/who matrica omogućava poslovnim subjektima da određuje odgovornost za akcije koje će osigurati uspeh u obezbeđivanju vrednosti za klijenta. Ova matrica pokazuje jednom poslovnom subjektu koji poslovni procesi utiču na njegove performanse kao i na performanse njegovih konkurenata za svaku karakteristiku kvaliteta. Matrica pokazuje ko poseduje proces koji ima najveće dejstvo na performanse poslovnog subjekta nasuprot nekog specifičnog konkurenta. Dotični vlasnik poslovnog procesa (u organizaciji) je tada sposoban za koordiniranje procesa i funkcija koje zahtevaju da se poboljšaju performanse vrednosti za klijenta.

<sup>66</sup> Petty, R. and Guthrie, J., Intellectual capital literature review, Measurement, reporting and management, The University of Hong Kong, Hong Kong and Macquarie Graduate School of Management, Sydney, Australia, 2001, p. 22.

<sup>67</sup> Dzinkowski, R., Management Accounting, The magazine for chartered management accountants, The Chartered Institute Of Management Accountants (CIMA), UK, London, 2000, p. 34.

Poslovni subjekti trebaju da istražuju i mere zadovoljstvo i lojalnost klijenata kako bi razumeli vrednosti koje klijenti smatraju važnim. Merni parametri zadovoljstva i lojalnosti klijenata se dele na direktne i indirektne. Direktni parametri se dobijaju ocenom ponašanja klijenata kroz rezultate prodaje, tržišno učešće, prihode i profite, dok su indirektni parametri usredsređeni na percepcije klijenata. Ako poslovni subjekti povećaju procenat «zadržavanja» klijenata za 2%, to je ekvivalentno smanjenju njihovih troškova poslovanja za 10%.

Za uspešno poslovanje poslovnog subjekta izuzetno je važno poznavanje klijenta, jer poznavanje njegovih potreba, želja i interesa smanjuje rizik plasmana novih proizvoda i usluga. Timski rad visoko motivisanih pojedinaca, koncentracija na kvalitet i dizajn, organizaciono znanje, efikasno upravljanje, otvorena organizaciona struktura, procesi inovacija, plasiranje novih proizvoda i usluga su aktivnosti koje dovode do zadovoljstva klijenata, a istovremeno do konkurentske prednosti i sticanja leaderskog položaja na globalnom tržištu.

### 7.3. Finansijski metodi merenja intelektualnog kapitala preduzeća

Merni sistem je do nedavno počivao na relaciji: ukupni prihod, profit, troškovi, jer se istorijski gledano bogatstvo stvaralo povećanjem obima proizvodnje. Današnje vreme potiskuje samo obim proizvodnje i daje sve veći značaj odnosu između poslovnog rezultata i korištenih resursa, što ukazuje da se povećanjem dodavanja vrednosti na proizvode i usluge stvara bogatstvo. Poslovni subjekti ulažu u dva ključna resursa, tradicionalni (fizički i finansijski) kapital i u novi, intelektualni kapital. Merni sistemi i tradicionalne finansijske metrike više ne predstavljaju realnost. Zaposlenima kao generatorima i nosiocima znanja je potrebno dati status koji zaslužuju, jer je znanje ključni resurs 21. veka i podrazumeva ono što su nekada bili zemlja, manualni rad i novac. Računovodstvo bi trebalo da prihvati ideju da je radnik s znanjem najvrednija imovina poslovnog subjekta u 21. veku, koji više ne proizvode komade nečega, već proizvode vrednost (npr. softver, pruža usluge).

Može se reći, da je intelektualni kapital prisutan u praksi dugi niz godina u obliku "zdravog razuma". Kao primer mogu se navesti investitori na tržištu akcija, koji ga procenjuju kroz sve one informacije koje nisu sadržane u finansijskim izveštajima. Veoma lako se može prihvatiti tvrdnja, da je vrednost intelektualnog kapitala jednaka budućoj konverziji neopipljive imovine u finansijsku dobit poslovnog subjekta. Međutim, postavlja se pitanje: kako kvantifikovati njegovu vrednost. Oblast intelektualnog kapitala sve više skreće pažnju i pored toga što se nalazi u embrionalnoj fazi razvoja. Realan problem se javlja u pogledu merenja intelektualnog kapitala. Usled nedostatka empirijskih istraživanja i prisutnosti mnogobrojnih metoda za merenje, procenu vrednosti i finansijsku procenu čija svrha, prednosti i slabosti nisu još uvek utvrđene u potpunosti, postoji konfuzija vezana i za terminologiju.

Okruženje zemalja u tranziciji još uvek ne posvećuje odgovarajuću pažnju ovoj oblasti zbog nedovoljne informisanosti o naučnim dostignućima i njihovom doprinosu poboljšanju poslovanja. Uvid u sopstvene skrivene izvore vrednosti i neopipljive resurse omogućava poslovnim subjektima dugoročnu konkurentnost i doprinosi poboljšanju njihovog poslovanja. Sposobnost identifikovanja postojećeg skrivenog potencijala stimuliše njegovo efikasno korišćenje i konvertovanje u nove proizvode ili usluge. Ključni uzroci nekonkurentnosti poslovnih subjekata jesu: neiskorišćenost postojećeg

nevidljivog kapitala i finansijski problemi tj. nedostatak vidljivog kapitala. Važne aktivnosti u svakom poslovnom subjektu su: merenje, dokumentovanje, evidentiranje i kontinuirano praćenje poslovnih performansi i ostvarenih rezultata. Tradicionalni finansijski merni sistem, bilans stanja i uspeha i drugi finansijski oblici izveštavanja obuhvataju finansijski kapital tzv. opipljivi kapital, nasuprot intelektualnom kapitalu koji ne može biti adekvatno iskazan u finansijskim izveštajima u poslovanju preduzeća. Značaj intelektualnog kapitala nameće širom sveta potrebu za efikasnim metodama za praćenje tokova i upravljanje intelektualnim kapitalom, u cilju postizanja što boljih poslovnih performansi.

Ključni motivi i razlozi razvoja metoda za merenje i procenu intelektualnog kapitala su nastali radi:

- (1) poboljšanja internog upravljanja,
- (2) poboljšanja eksternog izveštavanja,
- (3) zakonske zaštite i transakcija postojećih neopipljivih resursa.

Postoji nekoliko alternativnih metoda vrednovanja intelektualnog kapitala. "Ako se definiše kriterijum u novčanom smislu, tada se vrednost određuje metodom finansijske procene. Ukoliko se vrednovanje vrši na osnovu nenovčanog kriterijuma koji se može prevesti u fenomen opažanja, tada se vrednost određuje metodom merenja vrednosti. Kada se kriterijum ne može prevesti u fenomen opažanja jer zavisi od ličnog stava subjekta koji vrednuje, vrednost se određuje metodom procene vrednosti."<sup>68</sup> Presudan faktor razlike je upotreba vrednosti kao kriterijuma, upotreba novca kao merne jedinice za vrednost i sposobnost opažanja kriterijuma ili merene promenljive.

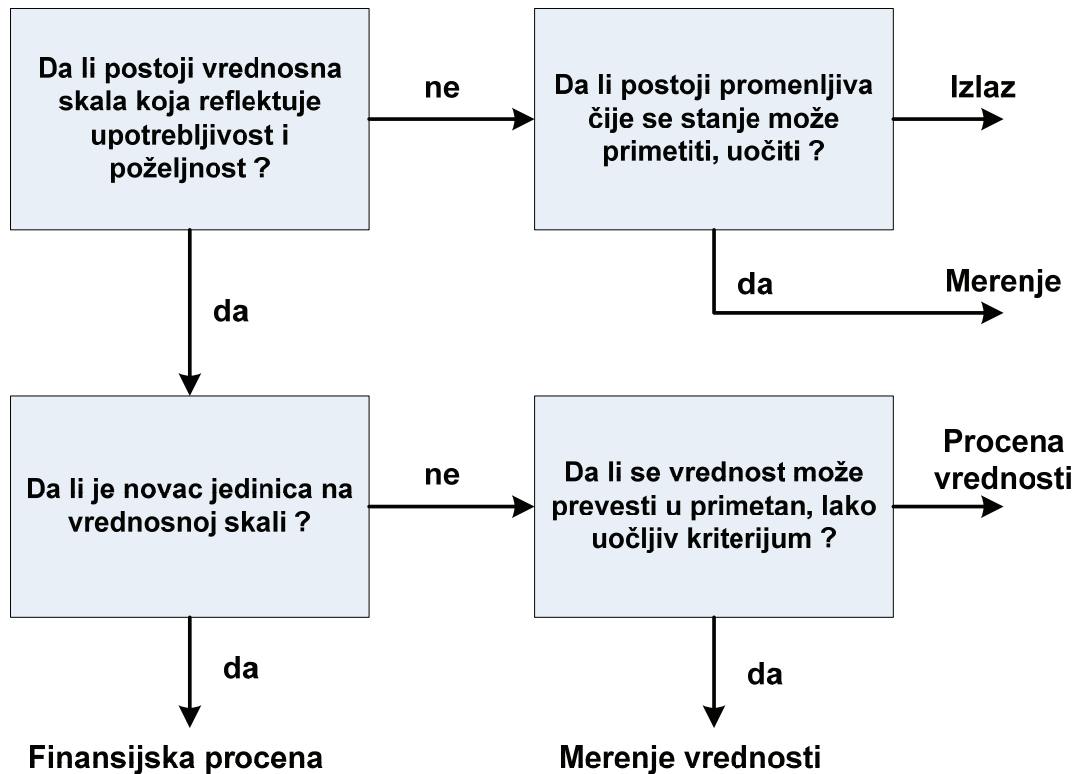
Odnos između finansijske procene, merenja vrednosti, procene vrednosti i merenja odnosno četiri različite grupe metoda za određivanje vrednosti se može prikazati na šemi 2.<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> Andrienssen D., Making sense of intellectual capital: designing a method for the valuation of intangibles, elsevier Butterworth-Heinemann, Burlington, USA 2004, p. 67.

<sup>69</sup> Andrienssen D., Making sense of intellectual capital: designing a method for the valuation of intangibles, elsevier Butterworth-Heinemann, Burlington, USA 2004., p. 15.





Šema br. 2 Finansijska procena, merenje vrednosti, procena vrednosti i merenje

Oblast intelektualnog kapitala sve više skreće pažnju na sebe i veliki broj poslovnih subjekata širom sveta priznaje i prihvata neophodnost njegovog praćenja, merenja i obuhvatanja. Brojne teškoće i izazovi koji se pojavljuju prilikom njegovog merenja predstavljaju osnovne razloge zbog čega nije u dovoljnoj meri prisutna praktična primena intelektualnog kapitala. Priroda i specifične karakteristike intelektualnog kapitala u odnosu na postojeće merne sisteme poslovnih performansi, ističe sledeće razloge:

- (1) Pravila računovodstva su dizajnirana za vidljiva i finansijska sredstva (fabričke hale, opreme, novac) koja su predstavljala ključni izvor bogatstva u industrijskoj eri. Radi poboljšanja upravljačkih odluka u eri znanja nužno je dopuniti finansijski sistem za merenje nefinansijskim merama intelektualnog kapitala.
- (2) Veoma je teško meriti neke komponente intelektualnog kapitala. Na primer kreativnost je nepredvidiv proces sa nepredvidivim rezultatima.
- (3) Svojstvenost intelektualnog kapitala koja se ogleda u tome da ono što je vredno i korisno za jedan poslovni subjekt, može biti bezvredno i beskorisno za drugi poslovni subjekt.
- (4) Intelektualni kapital može imati dve dimenzije, s obzirom da neke od metoda ističu statički i dinamički karakter, praveći razliku između neopipljivih resursa i neopipljivih aktivnosti.

Intelektualni kapital može uticati i na njega se može uticati jedinstvenom kulturom poslovnog subjekta i posebnim procesima i odnosima koji se razvijaju unutar poslovnog subjekta. Ova sklonost ka složenosti sugerise da bi rigorozan pristup upravljanju,

meranju i izveštavanju o intelektualnom kapitalu zahtevao brojne mere za procenu intelektualnog kapitala u okviru poslovnog subjekta.<sup>70</sup>

**Tabela br. 5** Mere za upravljanje intelektualnim kapitalom

<p>INDIKATORI LJUDSKOG KAPITALA</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reputacija zaposlenih u kompaniji</li> <li>• Godine iskustva u profesiji</li> <li>• Procenat početnika (procenat zaposlenih sa manje od dve godine iskustva)</li> <li>• Motivacija zaposlenog</li> <li>• Proporcija zaposlenih koji sugerišu razvoj novih ideja (proporcija primenjivanja)</li> <li>• Dodatna vrednost po zaposlenom</li> <li>• Dodatna vrednost po dolaru plate</li> </ul> <p>INDIKATORI ORGANIZACIONOG KAPITALA</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj patenata</li> <li>• Prihod po troškovima za istraživanje i razvoj</li> <li>• Trošak održavanja patenta</li> <li>• Trošak životnog ciklusa projekta po dolaru prodaje</li> <li>• Broj računara povezanih s bazom podataka</li> <li>• Broj pristupanja bazi podataka u cilju konsultovanja</li> <li>• Doprinosi zaposlenih bazi podataka</li> <li>• Nadogradnja baze podataka</li> <li>• Obim korištenja informacionih sistema i povezanost</li> <li>• Troškovi informacionog sistema po dolaru prodaje</li> <li>• Prihod po dolaru troška informacionog sistema</li> <li>• Zadovoljstvo uslugama informacionog sistema</li> <li>• Odnos stvorenih novih ideja prema praktično primenjenim idejama</li> <li>• Broj uvođenja novih proizvoda</li> <li>• Uvođenja novih proizvoda po zaposlenom</li> <li>• Broj multifunkcionalnih projektnih timova</li> <li>• Proporcija prihoda prema uvođenjima novih proizvoda</li> <li>• Petogodišnji trend životnog ciklusa proizvoda</li> <li>• Prosečna dužina vremena za dizajn i razvoj proizvoda</li> <li>• Vrednost novih ideja (ušteđen novac, zarađen novac)</li> </ul> <p>INDIKATORI RELACIONOG I KLIJENTSKOG KAPITALA</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Rast obima poslovanja</li> <li>• Proporcija prodaje prema stalnim klijentima</li> <li>• Lojalnost brendu</li> <li>• Zadovoljstvo klijenta</li> <li>• Žalbe klijenta</li> <li>• Udeo vraćenih proizvoda u ukupnom broju prodatih proizvoda</li> <li>• Broj udruženja dobavljača i udruženja kupaca i njihova vrednost</li> <li>• Proporcija poslova kupca (dobavljača) koji vaš proizvod (usluga) reprezentuje (izraženo u dolarima)</li> </ul>
---

Ukoliko nije više ključno pitanje: "da li" meriti intelektualni kapital, onda je neophodno potražiti odgovor na sledeće pitanje, a to je: "kako" ga meriti, odnosno kako određivati njegovu vrednost? Veliko interesovanje naučne i stručne javnosti za određivanje vrednosti intelektualnog kapitala je rezultiralo mnogobrojnim istraživanjima u ovoj oblasti, pa su se poslednjih petnaest godina pojavile brojne metode, različite po ciljevima, karakteristikama i ponuđenim rešenjima. Uprkos rastućem broju publikaci-

<sup>70</sup> Society of Management Accountants of Canada (SMAC): The management of intellectual capital: The issues and the practice. Issues Paper # 16. The Society of Management Accountants Of Canada, 1998, p.14.

ja može se zaključiti, da poslovni subjekti samostalno kreiraju nova konceptualna i tehnička unapređenja vezana za intelektualni kapital i zbog toga pokazuju jaku zainteresovanost za praktičnu primenu.

Metodi se generalno razlikuju po novčanom vrednovanju ili po sistemu indikatora, pokušavajući da pokriju aspekte koje je teško definisati putem novčanih izraza, kao što je praktično iskustvo zaposlenih i ono se vrednuje nefinansijskim tj. kvalitativnim veličinama. "Veza između pristupa zasnovanih na finansijskim (kvantitativnim) aspektima s jedne i nefinansijskim (kvalitativnim) s druge strane, može biti u velikoj uzročnoj vezi sa perspektivama računovodstva poslovnog subjekta u pogledu eksternog izveštavanja ili internog kontrolinga."<sup>71</sup> Zato se finansijski orijentisani pristupi uglavnom koriste u vrednovanju samih poslovnih subjekata, a nemonetarni kriterijumi se obično koriste pri internom kontrolingu (npr. pri razvoju intelektualnog kapitala).

Potreba da se izvrši generalno poređenje zaliha intelektualnog kapitala između firmi je vodilja ka razvoju tri metode koje su:

- (1) izvedene iz proverenih finansijskih izveštaja poslovnog subjekta,
- (2) nezavisne od definicije intelektualnog kapitala koju je usvojio poslovni subjekt:<sup>72</sup>
  - (2.1.) Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti,
  - (2.2.) Tobinov Q,
  - (2.3.) Ukalkulisana nematerijalna vrednost.

### 7.3.1. Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti

Osnovna ideja ove metode se zasniva na izračunavanju razlike između tržišne kapitalizacije poslovnog subjekta i njegove knjigovodstvene vrednosti. Činjenica je, da će vrednost intelektualnog kapitala biti reprezentovana putem razlike između knjigovodstvene i tržišne vrednosti. Ako je tržišna vrednost poslovnog subjekta 11 miliona dolara, a njegova knjigovodstvena vrednost iznosi 8 miliona dolara, tada ostatak od tri miliona predstavlja vrednost intelektualnog kapitala. Glavna prednost ove metode jeste njena jednostavnost, tj. relativno jednostavna mogućnost procenjivanja vrednosti intelektualnog kapitala poslovnog subjekta, posebno posmatrana iz eksternog okruženja. Ova forma izračunavanja je lako primenljiva, pretpostavljajući da je sve što ostane neopipljivo nakon oduzimanja knjigovodstvene vrednosti. Problem ove metode je očigledan, jer kao što je to slučaj i sa ostalim pokazateljima za merenje, što je lakši postupak izračunavanja, teže je obuhvatiti kompleksnost. Tržište hartija od vrednosti je pod dejstvom mnogih makroekonomskih faktora, a ne sme se zanemariti i uticaj izazvan raznim špekulacijama. U suštini, do ove numeričke vrednosti intelektualnog kapitala se može doći u slučaju da poslovni subjekt zaista može odrediti realnu tržišnu vrednost bez poteškoća. Osim toga, trenutni računovodstveni model ne omogućava da se poslovni subjekt vrednuje u celosti. Umesto toga se evidentira svako sredstvo pojedinačno u iznosu koji odgovara nacionalnom ili međunarodnom računovodstvenom standardu po kojima se pripremaju finansijski izveštaji (npr. istorijski trošak, izmenjeni istorijski trošak, reprodukciona vrednost i sl.).

<sup>71</sup> Mertins, K., Heisig, P., Vorbeck, J., Knowledge Management, Concepts and Best Practices, Second Edition, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, Germany, 2003, p. 155.

<sup>72</sup> Mertins, K., Heisig, P., Vorbeck, J., Knowledge Management, Concepts and Best Practices, Second Edition, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, Germany, 2003., p. 156.

Tržište je mesto gde se vrednuje poslovni subjekt u celosti u skladu sa going concern principom i strateškim ciljem. Može se dokazati da razlika između ove dve forme vrednovanja može biti definisana kao vrednost intelektualnog kapitala. Ova vrednost će tada biti izložena varijacijama knjigovodstvene vrednosti pojedinačnih sredstava, njihovoj sadašnjoj tržišnoj ceni i različitim nedostacima koji mogu egzistirati u tržišnom vrednovanju. Međutim, mora se priznati ako se intelektualni kapital definiše na ovaj način, tada se spominje celina, uključujući razliku između pojedinačnih sredstava i tržišnog vrednovanja poslovnog subjekta. Postupak izračunavanja intelektualnog kapitala koji primenjuje razliku između tržišne i knjigovodstvene vrednosti može da ima netačnosti. Netačnosti su prisutne zbog toga što se na knjigovodstvene vrednosti može uticati ako poslovni subjekti izaberu ili su uslovljeni da prihvate poreske olakšice u računovodstvene svrhe.

### 7.3.2. Tobinov Q metoda

Metodu pod nazivom Tobinov Q je prvobitno razvio američki ekonomista James Tobin (1918 – 2002) dobitnik Nobelove nagrade u oblasti ekonomije 1981. godine za analizu finansijskih tržišta. Ova metoda je na početku zamišljena za predviđanje ponašanja investicija, a kasnije se pokazala kao dobar pokazatelj kada se upoređuje intelektualni kapital između poslovnih subjekata. Ona koristi vrednost reprodukcioni troškova sredstava poslovnog subjekta kako bi se predvidele investicione odluke poslovnog subjekta, nezavisno od kamatnih stopa. Tobinov Q predstavlja odnos tržišne vrednosti poslovnog subjekta (cena akcije x broj akcija) i reprodukcioni troškova njegovih sredstava. Tržišna vrednost je najverovatnija cena koju bi određeno sredstvo postiglo na otvorenom i konkurentnom tržištu, pod uslovima neophodnim za fer prodaju. Troškovi reprodukcije predstavljaju troškove ponovnog stvaranja koristi ostvarene upotrebom određenog sredstva. Ukoliko su reprodukcioni troškovi sredstava poslovnog subjekta niži od njegove tržišne vrednosti, tada je koeficijent Q veći od 1. U tim slučajevima poslovni subjekt ostvaruje monopolsku dobit, a ako su viši, tj. koeficijent Q manji od 1, onda ostvaruje normalan prinos na svoje investicije. Tobinov Q je moguće primeniti i na pojedinačna sredstva poslovnog subjekta, tako što se tržišna vrednost sredstava stavlja u odnos s troškovima njegove zamene. Ukoliko je koeficijent Q nekog sredstva manji od 1, znači da je tržišna vrednost manja od troškova njegove zamene i nije profitabilno novo ulaganje u ovo sredstvo. Prilikom istraživanja investicija, Tobin je razvio ovaj koeficijent kao meru koja pomaže donošenju odluka o investiranju, odnosno koja otkriva da li bi trebalo povećati ili smanjiti uloženi kapital (investiciju).

Tobinov Q nije prvobitno bio korišten kao procedura za izračunavanje intelektualnog kapitala i prema Tobinu, Q počinje da daje efekte kada poslovni subjekt uživa neuobičajeno visok profit od nečega što drugi poslovni subjekti nemaju. To je odgovarajuća definicija potencijalnog koja se manifestuje u intelektualnom kapitalu kao imovina znanja, u čijem slučaju tržišna vrednost prevazilazi troškove reprodukcije. Teoretičar Stewart predlaže širu upotrebu ovog koeficijenta, jer smatra da se Tobinov Q može koristiti za merenje intelektualnog kapitala i to kao veoma dobra mera. Simbol Q otkriva sposobnost poslovnog subjekta da ostvari neobično visoke profite, jer poseduje nešto što niko drugi nema i Stewart smatra da je Tobinov Q znatno preciznija od metode odnosa tržišne i knjigovodstvene vrednosti. "To nije loša definicija snage intelektualnog kapitala: vi i vaši konkurenti verovatno imate slična osnovna sredstva, ali neko od vas ima nešto jedinstveno – ljude, sisteme, klijente – što mu omogućava da

zaradi mnogo više novca".<sup>73</sup> Međutim, Tobinov Q je zavistan od istih egzogenih varijabli koje utiču na tržišnu cenu kao što je to opisano kod prethodne metode. Upotreba Tobinovog koeficijenta Q kao mere intelektualnog kapitala se zasniva na istim pretpostavkama na kojima se zasniva i upotreba odnosa tržišne i knjigovodstvene vrednosti kao mere intelektualnog kapitala. Obe ove metode su najviše prilagođene da se napravi komparacija vrednosti nematerijalnih sredstava poslovnih subjekata unutar iste industrije, koji uslužuju ista tržišta i imaju sličnu vrstu osnovnih sredstava. Prednost Tobinovog koeficijenta je to što neutrališe politiku amortizacije jer umesto knjigovodstvene vrednosti koristi troškove zamene. Pravljenjem komparacija unutar industrije među osnovnim konkurentima poslovnih subjekata, ovi pokazatelji mogu služiti kao performanse benčmarkova (standardna jedinica kao osnov za poređenje) i mogu biti korišteni za unapređenje internog menadžmenta ili korporativne strategije poslovnog subjekta.

### 7.3.3. Ukalkulisana nematerijalna vrednost

Treća metoda za merenje intelektualnog kapitala pod nazivom Ukalkulisana nematerijalna vrednost (calculated intangible value – CIV) je razvijena od strane NCI Research Illinois, kako bi se izračunala fer tržišna vrednost nematerijalnih sredstava poslovnog subjekta (ova metoda je u skladu s odlukom o prihodima 680609 internog servisa za prihode SAD). Ova metoda izračunava višak prinosa na nepokretna sredstva (hard assets), zatim koristi ovu brojku kao osnovu za određenje proporcije prinosa koji se može pripisati nematerijalnim sredstvima. Intelektualni kapital se izračunava u odnosu na dostignuća prosečnog konkurenta, tj. s prosekom date industrijske grane, međutim "preduslov treba da je zadovoljen, naime da su dostupni podaci o profitu celokupnog kapitala u okviru sopstvenog poslovanja. U vezi s ovim, NCI koristi podatke iz Studija godišnjih izveštaja Robert Morris Asocijacije za preduzeća sa istim kodom privredne grane".<sup>74</sup> Prosečne prihode poslovnog subjekta treba podeliti sa prosekom njegovih materijalnih sredstava za određeni vremenski period. Zatim se ovaj rezultat, koji predstavlja povrat na sredstva upoređuje sa prosekom u industriji. Razliku je potrebno podeliti sa prosekom materijalnih sredstava poslovnog subjekta, kako bi se izračunali prosečni godišnji prihodi od nematerijalnih (neopipljivih) sredstava. Procena vrednosti nematerijalnih sredstava poslovnog subjekta može biti izvedena deljenjem gore pomenutih prosečnih prihoda sa prosečnim troškovima kapitala poslovnog subjekta ili sa kamatnom stopom.

Teoretičar Stewart ilustruje postupak izračunavanja Ukalkulisane nematerijalne vrednosti (CIV), koristeći jednostavan primer preuzet od Merck & Co. koji sledi. Izračunati prosečne prihode pre oporezivanja za 3 godine, koji za Merck iznose 3,694 miliona US dolara. Pogledati iz bilansa stanja vrednost materijalnih sredstava na kraju godine i izračunati njihovu prosečnu vrednost za period od 3 godine: 12,953 miliona US dolara. Podeliti prihode sa sredstvima, kako bi se dobio povrat na sredstva: 29%. Pronaći koliko za isti trogodišnji period iznosi prosečan povrat na sredstva za industriju (ROA – return on assets). Za farmaceutsku industriju iznosi 10% (ako je prinos na imovinu poslovnog subjekta ispod proseka, tada prekinuti izračunavanje jer metod NCI ne funkcioniše). Izračunati višak prinosa. Prosečan prinos na imovinu industrije

<sup>73</sup> Stewart T., *Intellectual Capital, The New Wealth of Organizations*, Bantam Books, London, 1997, p. 225.

<sup>74</sup> Stewart T., *Intellectual Capital, The New Wealth of Organizations*, Bantam Books, London, 1997., p. 227.

(10%) pomnožiti sa prosekom materijalnih sredstava poslovnog subjekta (12,953 miliona US dolara). Ovaj iznos pokazuje koliko će farmaceutske poslovni subjekt prosečno zaraditi sa tom količinom materijalnih sredstava. Dati iznos oduzeti od prosečnih prihoda poslovnog subjekta pre oporezivanja, što je dato već u prvom koraku (3,694 miliona US dolara) i za Merck & Co. ovaj višak iznosi 2,39 miliona US dolara (3,694 – 1,2953). Na ovom primeru se vidi da Merck mnogo više zarađuje na svojim sredstvima, nego što bi zaradili ostali farmaceutske poslovni subjekti. Izračunati prosečnu trogodišnju poresku stopu na prihod i pomnožiti je sa viškom prinosa ( $31\% \times 2,39 = 0,74$ ). Oduzeti ovaj rezultat od viška prinosa, kako bi se dobio iznos nakon oporezivanja ( $2,39 - 0,74 = 1,65$  miliona US dolara). Ovo je premija koja se može pripisati nematerijalnim sredstvima. Za Merck (prosečna poreska stopa je 31%) iznosi 1,65 miliona US dolara. Izračunati neto sadašnju vrednost premije, tako što se premija podeli sa odgovarajućim procentom, kao što je trošak kapitala poslovnog subjekta. Koristeći proizvoljno odabranu stopu od 15%, koja Merck-u donosi 11 miliona US dolara. Ovo je ukalkulisana vrednost (CIV) za nematerijalna sredstva Merck-a, jedina koja se ne pojavljuje u bilansu stanja. Troškovi kapitala poslovnog subjekta će diktirati neto sadašnju vrednost nematerijalnih sredstava. Da bi ukalkulisana nematerijalna vrednost bila unutar i među industrijama potrebno je koristiti prosečni trošak kapitala industrije kao pokazatelj za diskontnu stopu prilikom izračunavanja neto sadašnje vrednosti.

## 7.4. Izveštaji o intelektualnom kapitalu u praksi nekih tržišno razvijenih zemalja

### 7.4.1. PLS Consult izveštaj

PLS je danski konsalting poslovni subjekt, koji od ranih 80 – tih godina radi sa intelektualnim kapitalom. Oni su motivisani željom da izbegnu zastarela rešenja problema svojih klijenata i motivisani strategijom da obezbede solidna rešenja svojim klijentima, što naravno zahteva inovacije i sposobnost za razvoj.

U PLS Consult-u, intelektualni kapital se meri u cilju podrške i održavanja strategije koja se odnosi na sastav osoblja u pogledu starešinstva, profesionalnih kvalifikacija i godina. Merenje, diskusija i prilagođavanje postaje moguće kroz opis ovog profila osoblja.

Za PLS Consult je ovo naročito važno, koji kao konsalting poslovni subjekt živi od sposobnosti i znanja svog osoblja. Na primer, od menadžmenta se ne očekuje sposobnost da vidi sve profesionalne probleme, koje zaposleni mogu videti i rešiti, što daje mogućnost da se kompetencije i odgovornosti decentralizuju i učine ključnim ali i teškim za izvršavanje.

U PLS Consult – u izveštaji o intelektualnom kapitalu se koncentrišu na objektivne statističke informacije o obrazovanju, godinama i iskustvu ljudskih resursa. Kako je ilustrovano u tabeli 18 o sadržaju izveštaja o intelektualnom kapitalu PLS Consult-a, unose se informacije o infrastrukturi poslovnog subjekta i klijentima. Međutim, u ovom poslovnom subjektu dobijaju visok prioritet informacije koje se odnose na ljudske resurse, zato što to može biti upotrebljeno kao direktan element, kada se vodi diskusija o strategiji poslovnog subjekta.

**Tabela br. 6** Ključne kategorije intelektualnog kapitala PLS - a<sup>75</sup>

Kategorija/Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ : Interne ključne Kategorije	„Šta se dešava“ : Efekti
Ljudski Resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj konsultanata</li> <li>• Broj ostalih zaposlenih</li> <li>• Stepenn obrazovanja i rangiranje konsultanata</li> <li>• Troškovi obrazovanja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Udeo zaposlenog u poslovnom prometu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (Po)rast u vrednosti po zaposlenom</li> </ul>
Klijent	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (Relativni) poslovni promet po kategoriji klijenta</li> <li>• (Po)rast poslovnog prometa po kategoriji klijenta</li> <li>• Udeo najvećih klijenata u poslovnom prometu</li> </ul>		
Tehnologija	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investicije u informacione tehnologije (IT)</li> <li>• Troškovi održavanja IT</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Troškovi IT-a u % od prometa</li> </ul>	
Procesi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Troškovi za istraživanje i razvoj</li> </ul>		

Izveštaji o intelektualnom kapitalu PLS Consult – a se koncentrišu na opis „Šta ima“. Oni se usredsređuju na statističke informacije o klijentima, ljudskim resursima i informacionim tehnologijama (IT). Informacije su koncizne i obezbeđuju pregled intelektualnog kapitala.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu su značajni za PLS Consult, zato što omogućavaju poslovnom subjektu da vrši kontrolu koliko je prisutno pridržavanje prihvaćene strategije i koriste se kao jedno od sredstava da podsete jedni druge na prioritet ljudskih resursa u korporacijskoj strategiji. Na ovaj način, izveštaji o intelektualnom kapitalu podsećaju konstantno poslovnog subjekta na njegovu aktuelnu strategiju. Kao što je pomenuto, konkretna merenja se fokusiraju na statističke informacije o klijentima i zaposlenima. Povezanost sa strategijom nije jasno definisana, zato što poslovni subjekt nije definisao odgovarajući sastav ljudskih resursa u datom momentu. Međutim, izveštaji o intelektualnom kapitalu pomažu u iniciranju i podršci diskusija o tome da li neka jedinica „postaje suviše stara“ itd.

PLS Consult funkcioniše sa dva tipa efekata. Jedan efekat je eksterni i demonstrira uspešnu privlačnost pažnje prema poslovnom subjektu, koji je uspostavila kontakte sa novim klijentima i oni mogu biti interesantni za pripremanje neke vrste izveštaja o intelektualnom kapitalu.

Drugi efekat je interni. Ovde, se koriste izveštaji o intelektualnom kapitalu za fokusiranje i održavanje strateških diskusija o prirodi intelektualnog kapitala poslovnog subjekta; da izvrše pritisak na različite nivoe menadžmenta da li su ispunjeni prihva-

<sup>75</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Danmark, 1997, p. 28.

ćeni ciljevi u okviru područja ljudskih resursa koji se odnose na rangiranje, obrazovne profile itd. Navedeno se odnosi na strukturu ljudskih resursa.

Objavljivanje je veoma važno, zato što ono izoštava ozbiljnost strateškog rada poslovnog subjekta. Interni značaj izveštaja o intelektualnom kapitalu dobija na značaju kroz publikovanje. Eksterni efekti za PLS Consult računaju na to da privuku pažnju od strane poslovnog subjekta uopšte i pažnju nekih novih klijenata.

Prema PLS Consult – u, bez neke vrste izveštaja o intelektualnom kapitalu ne bi bilo lako voditi kompaniju sigurnim korakom, koja je u prethodnih pet ili šest godina ostvarila intenzivan rast sa dvostrukim rastom poslovnog prometa svake druge godine. Bez izveštaja o intelektualnom kapitalu nemoguće bi bilo obezbediti precizna objašnjenja ciljeva, naročito onih koji se odnose na profile ljudskih resursa na bazi obrazovanja, iskustva i rangiranja i obezbediti poveravanje kompetencija i odgovornosti za razvoj poslovnog subjekta, oslanjajući se na sopstvene snage i menadžere koji dovoljno poznaju situaciju i ciljeve poslovnog subjekta.

Glavna prepreka je primena, koja se ne razvija automatski. Mora se dati nova energija u primeni izveštaja o intelektualnom kapitalu. U poslovnom subjektu smatraju da će menadžment to postići, a koji često sa humorom ilustruje razlike u profilima zaposlenih (edukacija i iskustvo) između različitih polja odgovornosti.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu u PLS Consult – u su počeli kao „projekat slobodnog vremena“, gde se tokom nekoliko godina diskutovalo o prirodi poslovnog subjekta baziranog na znanju. Projekat je sa uživanjem podržao Karl Erik Sveiby, jedan od ključnih figura u švedskoj debati o izveštajima o intelektualnom kapitalu uslužnih poslovnih subjekata.

Informacije koje otkrivaju strategiju poslovnog subjekta se ne objavljuju. Informacije o klijentima i tržištu se izostavljaju. Osim toga, samo merljive informacije koje podležu reviziji se mogu publikovati za javnost.

#### 7.4.2. Ramboll izveštaj

Ramboll je danski poslovni subjekt inženjera konsultanata koji pišu etička pravila za nekoliko godina. Ramboll je započeo rad sa izveštajima o intelektualnom kapitalu u ranim 1990-tim godinama pod nazivom „Holistički izveštaji“ (The Holistic Accounts). Ramboll priprema izveštaje o intelektualnom kapitalu, jer žele da imaju uvid i u druge aspekte osim finansijskog, koji oduzimaju većinu vremena. Nakon izvesnog vremena poslovni subjekt je imao publikaciju – Ramboll Philosophy – koja prezentuje neke od vrlina, koje poslovni subjekt želi da održi. Opšti trend menadžmenta za struktuiranjem svega (npr. etički izveštaji) je podstakao Ramboll da meri ostvarivanje Ramboll filozofije. To je ujedno i način da se interni menadžeri uvere o postojanju mnogih drugih faktora osim finansijskih faktora neophodnih za rukovođenje poslovnim subjektom.

Ramboll primenjuje adaptiranu verziju TQM modela ( Total Quality Management ) koji obezbeđuje sistematski opis procesa strategije, preko zaposlenih i klijenata do efekata. Holistički izveštaji Ramboll – a se koncentrišu na sledeće tipove informacija:



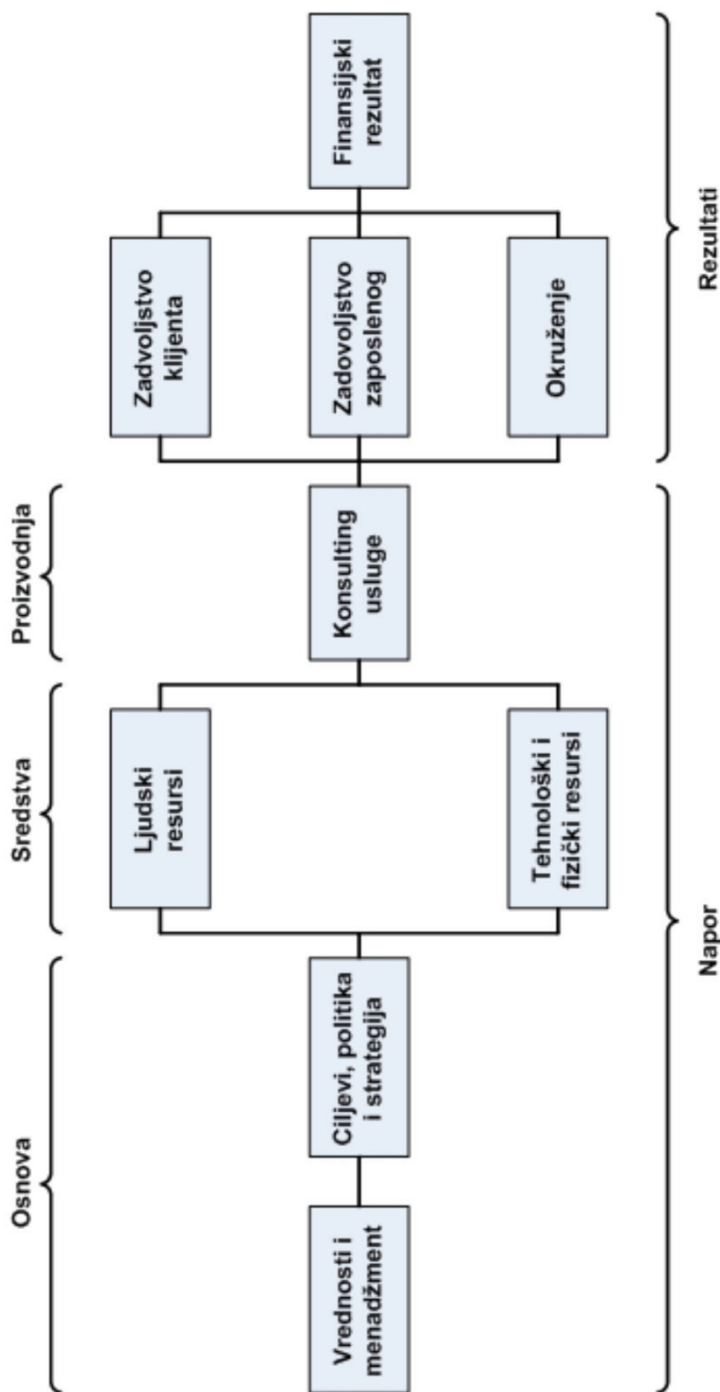
**Tabela br. 7** Ključne kategorije intelektualnog kapitala Rambolla – a:  
Holistički izveštaji<sup>76</sup>

Kategorija/ Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ : Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ : Efekti
Ljudski Resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj zaposlenih</li> <li>• Podela po polovima</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Razvoj menadž- menta</li> <li>• Dodatna obuka</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menadžment procena</li> <li>• Sposobnost za saradnju (kooperativnost)</li> <li>• Zadovoljstvo zaposlenog</li> <li>• Prosperitet zaposlenog</li> <li>• Menadžment procena druš- tvenih događaja</li> </ul>
Klijenti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sektorski i tržišni pos- lovni promet</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zadovoljstvo klijenta</li> </ul>
Tehnologija	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investicije u informa- cione tehnologije (IT)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Koeficijent implementacije sistema za kvalitet menadžmenta</li> </ul>	
Procesi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Troškovi za razvoj stručnosti</li> </ul>		

Izveštaji o intelektualnom kapitalu Ramboll-a se fokusiraju na „Šta je urađeno“ i „Šta se dešava“. Mnoge od mera su pitanja u pogledu zadovoljstva i u manjem obimu klijenata. Izveštaji Ramboll-a su preuzeli sistematsku početnu verziju opšteg TQM modela i samim tim uključuju i mnoge druge tačke merenja. Ovaj model je sistematski model koji objašnjava kako finansijski rezultati mogu biti funkcija zadovoljstva, radne situacije, ciljeva poslovnog subjekta, vrednosti i ciljeva menadžmenta.

Verzija Ramboll – a ovog modela je prikazana u nastavku slika br. 11.

<sup>76</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 30.



Slika br. 11 Holistički izveštaji Ramboll-a

Na osnovu ovog modela, Ramboll postiže strukturirano procesiranje merenja koje se koristi u izveštajima o intelektualnom kapitalu. Model demonstrira povezanost između intelektualnog i finansijskog kapitala poslovnog subjekta, u kojem svaki pravougaonik ima ulogu da formuliše merenja u izveštajima o intelektualnom kapitalu. Očigledno je da je finansijski rezultat ovde efekat zadovoljstva, predstavljajući način na koji se Ramboll filozofija ostvaruje. Model se posmatra s leva na desno, a sa stanovišta menadžmenta se formulišu zahtevi koji se odnose na ljudske resurse i tehnološke resurse. Ovi resursi se pretvaraju u rad, tzv. proizvod poslovnog subjekta, a to su konsalting usluge. Ovakav rad doprinosi klijentima, zaposlenima i okruženju koji su veo-

ma važni, nastojeći da se zadrže klijenti i zaposleni kako bi se ostvario profit poslovnog subjekta (ako su rezultati pozitivni). To je sistematski model koji konkretno izražava povezanost između intelektualnog i finansijskog kapitala.

Pre svega, izveštavanje omogućuje poslovnom subjektu da se osoblju daje ogroman značaj. Izveštaji o intelektualnom kapitalu mogu biti demonstracija poslovnosti poslovnog subjekta neodvojive od Ramboll filozofije. Eksterne publikacije zaposlenima obelodanjuju prisustvo poslovnosti. Zahvaljujući izveštajima o intelektualnom kapitalu, srednji menadžeri počinju da uviđaju značaj strategije ljudskih resursa u odnosu na ukupnu korporativnu strategiju.

Takođe, izveštaji o intelektualnom kapitalu, poboljšavaju internu komunikaciju između višeg i srednjeg menadžmenta, a zaposlenima ova komunikacija pomaže da se definiše način na koji se daje prioritet u radu sa Ramboll filozofijom. Na ovaj način, izveštaji o intelektualnom kapitalu doprinose razvoju identiteta poslovnog subjekta.

Konačno, oni privlače pažnju klijenata, medija itd. i njihov značaj ne bi trebalo da se podcenjuje za PR (public relations).

Ramboll uči da ne treba da bude preterana ambicija samo sa mnoštvom informacionih baza, već dobijene informacije treba iskoristiti, a izveštaji o intelektualnom kapitalu ne bi trebali da se pretvore samo u troškove. Naprotiv, potrebno je potrošiti nešto od resursa i na razvoj modela strukture izveštaja o intelektualnom kapitalu.

Merenja se ne razvijaju, ako se za ništa ne koriste. U aranžmanu instituta za analizu, se na primer registruje zadovoljstvo klijenta u svrhu prikaza drugim klijentima poslovnog subjekta. U izveštajima o intelektualnom kapitalu merenje su, prema tome, povezana u strukturu koju nije neophodno meriti svaki put. Sistematski kontinuitet, dakle, ne treba očekivati u izveštajima o intelektualnom kapitalu. Sistem je možda prevelik u odnosu na njegovu osnovu. Međutim, to nije zato što Ramboll namerava ponovno korišćenje već raspoloživih i sakupljivih podataka. Kod Ramboll-a, radna grupa priprema izveštaje o intelektualnom kapitalu, koju imenuje i kojoj daje podršku viši menadžment.

Informacije koje su poverljive ili od strateškog interesa za konkurente poslovnog subjekta se ne obelodanjuju.

### 7.4.3. Skandia izveštaj

Skandia je švedska osiguravajuća grupacija, koja je postala međunarodno čuvena zbog svog rada sa intelektualnim kapitalom. Sada, Skandia se smatra za najnapredniji primer u širokim krugovima, kako uspešno raditi sa izveštajima o intelektualnom kapitalu.

Skandia veruje da je intelektualni kapital važan, zato što su ravnoteža, perspektiva i jedinstvo neophodni elementi koji se odnose na mogućnosti poslovnog subjekta da podrži stvaranje vrednosti u budućnosti. Cilj je učiniti vidljivim relacije i sredstva koja doprinose rastu i biti sposoban voditi poslovni subjekt u pravcu budućnosti. Ovakav pravac se tipično uklapa u intelektualni kapital kroz stvaranje mera koje opisuju interakciju između finansijskog kapitala poslovnog subjekta, klijenata, procesa i razvoja.

Uzajamno dejstvo se mobilize zahvaljujući zaposlenima.

Ključni koncepti intelektualnog kapitala Skandie su: ime proizvoda/zaštitni znak proizvoda, klijenti, distribucija, konkurenti, menadžment sistemi, sistemi informacionih tehnologija (IT), suština kompetentnosti, ključne ličnosti, partneri itd. Kod Skandie se sve ovo prikuplja u generalni model mera, koji se naziva Navigator. On objašnjava razlike između „juče“ (finansijski fokus), „danas“ (klijentski fokus, procesni fokus, fokus ljudskih resursa) i „sutra“ (inovacioni fokus).

**Tabela br. 8** Ključne kategorije intelektualnog kapitala Skandie:  
Skandia Navigator<sup>77</sup>

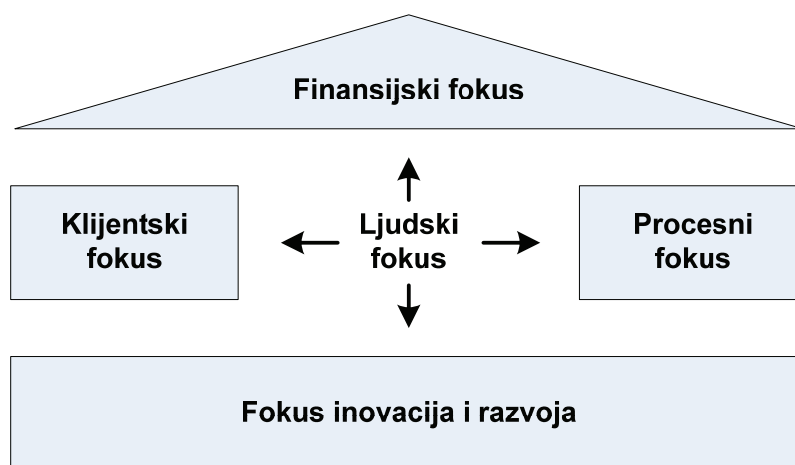
Kategorija/ Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ : Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ : Efekti
Ljudski resursi		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indeks menadžmenta</li> <li>• Indeks motivacije</li> <li>• Indeks ovlašćenja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zadovoljstvo zaposlenog</li> <li>• Poslovni promet po zaposlenom</li> </ul>
Klijenti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj klijenata</li> <li>• Broj kontakata</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ugovori po zaposlenom</li> <li>• Troškovi marketinga po klijentu</li> <li>• Troškovi marketinga po novčanoj jedinici poslovnog prometa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Udeo na tržištu</li> <li>• Stopa izgubljenih klijenata</li> <li>• Stopa produžavanja polisa</li> <li>• Zadovoljstvo klijenta</li> <li>• Telefonska raspoloživost</li> </ul>
Tehnologija	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kapacitet informacionih tehnologija (IT)</li> <li>• Broj internih klijenata IT</li> <li>• Broj eksternih klijenata IT</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj računara po zaposlenom</li> <li>• Broj <i>notebook</i> računara po zaposlenom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IT veštine</li> </ul>
Procesi		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administrativni troškovi po novčanoj jedinici imovine</li> <li>• Administrativni troškovi po novčanoj jedinici poslovnog prometa</li> <li>• Finansijska sredstva imovine po zaposlenom</li> <li>• Troškovi isplate šteta po novčanoj jedinici poslovnog prometa</li> <li>• Troškovi razvoja po zaposlenom</li> <li>• Troškovi istraživanja i razvoja po administrativnim troškovima</li> <li>• Troškovi informacionih tehnologije (IT) po administrativnim troškovima</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Procesno vreme</li> <li>• Stopa grešaka</li> </ul>

<sup>77</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 33.

Prethodna tabela daje kratak pregled glavnih elemenata Navigatorovih mera. To je sveobuhvatno izveštavanje iz 50 različitih filijala. Stoga, svi aspekti izveštavanja nisu sadržani u tabeli broj 8. koja prema tome, pre ilustruje nego što dokumentuje izveštavanje Skandie u praksi.

Ove ključne kategorije se usredsređuju na nekoliko stvari. Ipak, mnoge od mera se bave sa „šta je urađeno“ i „šta se dešava“ tj. naime one se fokusiraju na akcije i efekte koje kreira rad sa intelektualnim kapitalom Skandie. Veći deo informacija Skandie su finansijske prirode, jer poslovni subjekt pridaje važnost opisu na koji način tehnologija, obrazovanje itd. utiču na poslovni promet i resurse. Mere reflektuju promene u finansijskoj strukturi poslovnog subjekta, koje je prouzrokovao razvoj znanja.

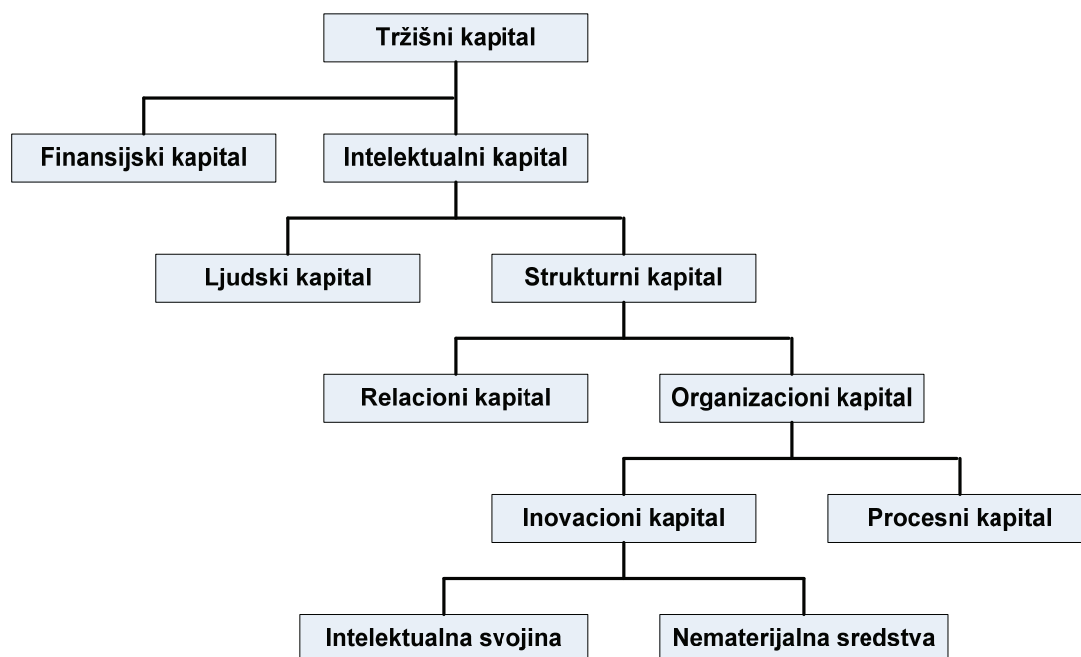
Skandia Navigator je veliki sistem koji kombinuje nefinansijske faktore sa finansijskim aspektima praćenih znatnim analizama i interpretacijom. Struktura ovog sistema je ilustrovana na slici 12.



**Slika br. 12** Ključne kategorije intelektualnog kapitala Skandie: Skandia Navigator

Ljudski fokus je osnova izveštavanja Skandie kao pokretačka snaga iza razvoja relacionog, procesnog i razvojnog kapitala. Finansijski rezultati se ostvaruju kroz uticaj ljudskog kapitala na relacioni, procesni i razvojni kapital. Prikaz celokupnog modela oblika kapitala Skandie je dat na slici 12.

Slika 13 ilustruje mogućnost razlikovanja između nekoliko tipova kapitala integrisanih u tržišnu vrednost poslovnog subjekta. Ovaj model ilustruje problem sa menadžmentom intelektualnog kapitala. Skandia za sada ne razvija merenja svih ovih oblika kapitala, ali to je u principu moguće. Nekako je teže održati konzistentnost, jer vrednost različitih formi kapitala zavisi jedna od drugih. Stoga, specifikacija doprinosu individualnog kapitala na tržišnu vrednost postaje teža ukoliko je detaljnija i specifičnija.



Slika br. 13 Kapital Skandie<sup>78</sup>

Na ovaj način, Skandia je razvila sveobuhvatan šablon različitih tipova kapitala poslovnog subjekta. Osim toga, poslovni subjekt troši mnogo resursa, kroz pisanja i ilustracija, zašto su važni ovi tipovi kapitala. Većina izveštavanja Skandie su opisi filozofije u radu sa intelektualnim kapitalom. U osnovi, bitno je učiniti poslovnog subjekta sposobnim da učestvuje u znanju i informacionom društvu. Razvoj resursa poslovnog subjekta determiniše da li će poslovni subjekt biti u stanju za uspešnu plovidbu kroz buduće izazove. Naglašava se razvijanje kapaciteta da bi se podržale promene. Potreba za ovim je izražena u tekstu koji prati kategorije, gde se sistematski i snažno prezentira scenario strategije i vizije Skandie. Menadžment je potpuno svestan problema da izveštaji o intelektualnom kapitalu Skandie stvarno ne mere intelektualni kapital poslovnog subjekta. Oni se radije fokusiraju na razvoj vrednosti poslovnog subjekta nego na puki izveštaj o iznosu intelektualnog kapitala. Na primer, godišnji izveštaj intelektualnog kapitala Skandie stavlja naglasak na primere usavršavanja rada poslovnog subjekta, kroz implementaciju novih, efektivnijih procesa.

Kategorije su izložene kao relevantni primeri i kao deo razvojnog procesa. One ne predstavljaju uzan izveštaj o vrednosti. One označavaju razvojni proces dalje opisan pomoću primera, koji ilustruju samo usavršavanje. Kategorije mogu, prema tome, biti važne, ali je krucijalno priznati da nije moguće razdvajanje izveštavanja o kategorijama od njihovog odnosa prema strategiji i vizijama poslovnog subjekta. Kategorije se koriste da opišu scenario u kom pravcu ide poslovni subjekt i način na koji se svaki zaposleni može razvijati.

Postoje dva glavna tipa efekata. Jedan je poboljšano razumevanje poslovnog subjekta na tržištu kapitala. Mada je teško biti specifičan kada je u pitanju značaj izveštaja o intelektualnom kapitalu, oni olakšavaju da se opiše budućnost poslovnog subjekta.

<sup>78</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 36.

Ovo ima pozitivan efekat na tržišnu cenu. Drugi efekat je mogućnost ponovnog korišćenja znanja, razvijanjem strukturnog kapitala poslovnog subjekta (npr. nalaženje novih tipova poslovnih procedura). Transfer iskustva, npr. u pogledu administrativnih aspekata nabavke, od jedne poslovne jedinice na drugu, prema tome, postaje moguć 60-70% je smanjeno. Vreme neophodno da se ažurira stečeni biznis sa administrativnim rutinama i metodama izveštavanja Skandia grupe.

Glavni problem, prema Skandiji jeste eliminisati priznanje da izveštaji o intelektualnom kapitalu nisu baš suviše ubedljivi. Poslovnom subjektu su potrebni jedan ili više misionara da uvere zaposlene o budućim uslovima na tržištu. Bitno je „izazvati talase“ koji će uticati na menadžment poslovnog subjekta. Presudno je ubediti zaposlene o njihovoj odgovornosti da „prave biznis“. Mnoge informacije, verovatno većina nisu nove, mada u okviru nekoliko oblasti se moraju utvrditi novi ciljevi, npr. u pogledu primene informacionih tehnologija. Prema Skandiji, Navigator ih može kombinovati i obezbediti jedinstvo, ravnotežu i perspektivu. Takođe, jezik finansija je važan pošto sadrži izvestan stepen konzistentnosti. Novi pogledi o TQM, (Total Quality Management), reinženjeringu poslovnog procesa itd. ne poseduju ovu dozu konzistentnosti.

Skandia u izveštaju daje toliko informacija, koliko je neophodno da se objasni šta poslovni subjekt radi. One objašnjavaju logiku načina rada poslovnog subjekta i to ilustruju pomoću brojki, primera, slika, dijagrama i drugom reprezentativnom tehnologijom, stimulišući ljude da sednu i pokušaju da razumeju razvojne snage poslovnog subjekta. Izveštaji o intelektualnom kapitalu su još eksperimentalni i stoga, ne treba da budu podvrgnuti strogoj regulativi. Tržište će bez sumnje kazniti svakog ko zakida na meri. Poverljive informacije ili informacije bitne za konkurentnost ne treba da se publikuju. To je rezervisano za interne diskusije.

#### 7.4.4. Consultus izveštaj

Consultus je švedski poslovni subjekt za konsalting, koja od 1980-tih godina radi sa intelektualnim kapitalom za nekoliko švedskih poslovnih subjekata. Namera je na identifikovanju kriterija koji doprinose uspehu, stvarajući veći rast u nekim poslovnim subjektima sa istom finansijskom bazom, kao i drugih sa istim rastom. Izveštaji o intelektualnom kapitalu za Consultus, prema tome, ne prezentuju samo deo izveštavanja o poslovnom subjektu, oni su takođe važan proizvod.

Prema Consultus – u, intelektualni kapital se može upotrebiti da pomogne u predviđanju buduće situacije poslovnog subjekta i opisuje njegovu osnovu budućnosti. Namera publikovanja izveštaja o intelektualnom kapitalu za Consultus znači opisati njihove zaposlene i njihove klijente. Na ovaj način, izveštaji o intelektualnom kapitalu deluju kao alat da bi se stvorilo nekoliko elemenata kompetentnosti vidljivih sadašnjim i potencijalnim klijentima i koji će na kraju povećati vrednost poslovnog subjekta.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu se sastoje od nekoliko tipova nematerijalnog kapitala. Izveštaji Consultus-a koji su publikovani se mogu okarakterisati na sledeći način (tabela 9).

**Tabela br 9** Ključne kategorije intelektualnog kapitala Consultus –a:  
Kompletan knjigovodstveni bilans<sup>79</sup>

Kategorija/Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ Efekti
Ljudski Resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Distribucija konsultanata po starosti</li> <li>• Rangiranje konsultanata</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Novostvorena vrednost po konsultantu</li> </ul>
Klijenti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj klijenata</li> <li>• Poslovni promet distribuiran na tipove zadataka</li> <li>• Poslovni promet deset najvećih klijenata</li> <li>• Broj klijenata izvan zemlje</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj klijenata sa dugoročnim odnosima</li> </ul>
Tehnologija			
Procesi			

Ovaj komplet ključnih kategorija se fokusira na opis „šta ima“ u pogledu ljudskih resursa i klijenata poslovnog subjekta. Consultus ne objavljuje u celosti „Kompletan knjigovodstveni bilans“ za javnost. Oni izveštavaju o ograničenom broju indikatora koji se odnose na profil konsultanata i sastav klijenata.

Princip iza „Kompletnog knjigovodstvenog bilansa“ je ilustrovan dole. On se bavi načinom na koji se strukturni, ljudski, relacioni i društveni kapital ( „meki“ faktori čine poslovni subjekt vrednijim nego akcijski kapital ) može pretvoriti u knjigovodstveni bilans. To je obaveza koja označava način na koji se nešto duguje kompaniji i koja zajedno sa relacionim/korisničkim kapitalom, ljudskim kapitalom i društvenim kapitalom mora biti ekvivalent goodwill–u na strani imovine izveštaja.

<b>Knjigovodstvena sredstva</b>	<b>Tuđi kapital</b>
	<b>Neto kapital = finansijski kapital</b>
<b>Goodwill ili badwill</b>	<b>Relacioni / korisnički kapital</b>
	<b>Ljudski kapital</b>
	<b>Strukturni kapital</b>
	<b>Društveni kapital</b>

**Slika br. 14** Ilustracija strukture intelektualnog kapitala Consultus –a<sup>80</sup>

<sup>79</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 37.

<sup>80</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 37.



„Kompletan knjigovodstveni bilans“ rekonstruira knjigovodstveni bilans poslovnog subjekta stavljajući naglasak na sredstva koja se odnose na nematerijalni goodwill ili badwill. Relacioni kapital se tipično odnosi na zadovoljstvo klijenata; ljudski kapital je kvalitativni deo interne efikasnosti (tipično zadovoljstvo zaposlenog); strukturni kapital je kvantitativni deo interne efikasnosti (npr. interni proizvodni sistemi); društveni kapital je aspekt okruženja i aspekt javne korisnosti. Consultus ne izveštava o svim ovim tipovima kapitala. Tipovi kapitala o kojima se izveštava (tj. ljudski i relacioni kapital) se opisuju pomoću sumarijane deskriptivne statistike o profilima zaposlenog i klijenta.

Elementi „Kompletnog knjigovodstvenog bilansa“ mogu podržavati predviđanje o profitnom kapacitetu poslovnog subjekta. Ovo je važno kada se procenjuje potencijal poslovnih subjekata i to je posebno važno za Consultus, jer je „Kompletan knjigovodstveni bilans“ jedan od proizvoda poslovnog subjekta. Publikacija Consultus-a o svojim izveštajima o intelektualnom kapitalu povećava ugled poslovnog subjekta u okviru ovog područja.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu su takođe ključni elementi u sopstvenoj strategiji Consultus-a i radu na utvrđivanju ciljeva. Približno 80-90% rada sa intelektualnim kapitalom je upućeno prema internim aspektima. Glavni efekat je povećana sposobnost poslovnog subjekta da definiše i oliči svoju strategiju. Vlastiti eksterni izveštaji o intelektualnom kapitalu Consultus – a samo konstituišu podkomplet daleko više elaboriranog internog procesa koji tretira formulisanje, konkretizovanje i merenje strategije. Ovo daje mogućnost poslovnom subjektu da izvrši sopstvene ciljeve. Publikovanje izveštaja o intelektualnom kapitalu pomaže u definisanju, kako interno, tako i eksterno pravca poslovnog subjekta u pogledu strategije funkcionisanja organizacije i menadžmenta.

Eksterni izveštaj nije teško sačiniti, za to je potrebno dva dana. Veliki problem se pojavljuje u internom radu sa strategijom i uspostavljanjem ciljeva koji se odnose na klijente, zaposlene, infrastrukturu itd. Utvrđivanje ciljeva je mnogo važnije od samog merenja, zato što poslovnom subjektu pruža mogućnost da identifikuje područja od specijalnog interesa za budućnost. Kroz uspostavljanje ciljeva, poslovni subjekt je sposoban da identifikuje oblasti za koje ciljevi moraju biti definisani. Prema Consultus-u obezbeđenje započinjanja inovacija je jedino moguće identifikovanjem područja za koja se ciljevi moraju definisati.

Sve što konkurentima daje uvid u konkretnu strategiju poslovnog subjekta ne sme ući u izveštaj. Consultus osim toga traži da bilo koje preporuke koje se odnose na izveštaje o intelektualnom kapitalu, ne budu suviše rigidne.

#### 7.4.5. Telia izveštaj

Telia je telekomunikacioni poslovni subjekt koji se sve više suočava sa liberalizovanim tržištem. Dvostruki izazov, biti uspješniji na liberalizovanom tržištu i obezbediti sposobnost poslovnog subjekta za ulazak u informaciono društvo je jedan od razloga pridavanja važnosti unapređivanja strategije ljudskih resursa opisane u izveštajima o intelektualnom kapitalu poslovnog subjekta pod nazivom „Izveštaji o ljudskim resursima“. Strategija se zasniva na sledećim idejama:

- sposobnost je uslov za budući uspeh,
- zajedno sa zaposlenima, Telie je odgovorna za razvoj sposobnosti,
- sposobnost je uslov za poslovnog subjekta koji uči,
- poslovni subjekt koji uči mora da ispunjava zahteve klijenata,
- zaposleni su najvažniji resurs i njihova sposobnost da se razvijaju je glavna garancija za buduću profitabilnost poslovnog subjekta.

Rad Telie na ljudskim resursima čini važan deo celokupne strategije poslovnog subjekta, tako što element ljudskih resursa i element tržišta teže da se pojavljuju zajedno u strategijskom planiranju poslovnog subjekta. Zaposleni moraju sebe učiniti kompetentnim u odnosu na zahteve za budućnost poslovnog subjekta. Stoga, njihovo osposobljavanje i edukacija moraju biti u žiži interesovanja. Svi menadžeri treba da obezbede da njihovo osoblje stekne odgovarajuće obrazovanje i obuku. Izveštaji o intelektualnom kapitalu ovo omogućavaju, zato što daju mogućnost svim menadžerima da učestvuju u definisanju ciljeva osposobljavanja.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu moraju se koristiti da doprinesu menadžerima poslovnog subjekta da budu svesniji svojih resursa i biće od pomoći u shvatanju da se zaposleni motivišu da učestvuju u razvoju poslovnog subjekta. Ovo je esencijalno, kako bi se identifikovali i razvijali ljudski resursi koji će oformiti osnovu za budućnost poslovnog subjekta. U informacionom društvu, ljudi moraju biti zadovoljni da bi radili produkt i ovo zadovoljstvo mora biti opisano i saopštavano, kako bi privuklo pažnju menadžmenta.

Forma izveštaja o intelektualnom kapitalu se sastoji od 11 stavki, koje do sada nisu definisane u uslovima ciljeva i brojki, međutim, i celokupni menadžment informacioni sistem će biti prinuđen da se razvija na osnovu ovih 11 stavki:

- naši zaposleni,
- naši menadžeri,
- interna komunikacija,
- potreba za ljudskim resursima,
- regrutovanje i interna preraspodela,
- razvoj sposobnosti,
- organizacione i radne metode,
- nagrađivanje i uslovi rada,
- radno okruženje,
- podjednake mogućnosti i kulturne varijacije,
- saradnja sa osobljem u organizaciji.

Ovih 11 stavki predstavljaju trenutni kontinuitet principa Telie menadžmenta ljudskih resursa.

Za sada, izveštaji o intelektualnom kapitalu sastoje se od informacija prikazanih u tabeli 10.

**Tabela br. 10** Ključne kategorije intelektualnog kapitala Telie:  
Izveštaji o ljudskim resursima<sup>81</sup>

Kategorija/Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ Efekti
Ljudski Resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poslovni promet osoblja</li> <li>• Povrede na radu</li> <li>• Edukacija osoblja</li> <li>• Polovi/jednakost</li> <li>• Troškovi za regrutovanje i razvoj</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Troškovi za različite tipove poslovnog prometa osoblja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rezultati po zaposlenom</li> <li>• Bilans ljudskih resursa</li> <li>• Izveštaj o prihodu ljudskih resursa</li> </ul>
Klijenti			
Tehnologija			
Procesi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Raspodela osoblja po funkcijama</li> <li>• Raspodela osoblja po glavnim zadacima</li> </ul>		

Ovi izveštaji o intelektualnom kapitalu se koncentrišu na „šta ima“. Oni se usredsređuju na opis sastava i profila ljudskih resursa. Osim toga, izveštaji o intelektualnom kapitalu se sastoje iz dva dela. Jedan je bilans uspeha ljudskih resursa, a drugi bilans stanja ljudskih resursa. Ovo je ilustrovano u tabeli 11.

**Tabela br. 11** Izveštaj o ljudskim resursima ( 1995 )<sup>82</sup>

Bilans uspeha ljudskih resursa (u milionima SEK)		Bilans stanja ljudskih resursa (u milionima SEK)	
PRIHODI	41 060	AKTIVA	
Plate za rad	8 740	Obrtna sredstva	13 164
Razvoj / edukacija	581	Sredstva za regrutovanje	666
Poslovni promet osoblja	1 752	Sredstva za edukaciju	653
Izostanci usled bolesti	316	Osnovna sredstva	44 210
Društvene aktivnosti	328	Ukupna aktiva	58 693
UKUPNI TROŠKOVI OSOBLJA	11 717	PASIVA	
Drugi troškovi uključujući depresijaciju	24 700	Kratkoročne obaveze	16 079
Rezultat nakon depresijacije	4 643	Dugoročne obaveze	20 113
Po zaposlenom	141	Neoporezive rezerve	13
		Vezani neto kapital	17 403
		Kapital za regrutovanje	666
		Kapital za edukaciju	653
		Neraspoređene rezerve iz profita	3 766
		Ukupna pasiva	58 693

Ovi izveštaji se proširuju primedbama koje opisuju kako se izračunavaju stavke koje se odnose na ljudske resurse. Struktura ovih izveštaja je tako potpuno paralelna sa finansijskim izveštajima.

<sup>81</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 39.

<sup>82</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 40.

Drugi deo se sastoji od različitih informacija o sastavu osoblja, radnih funkcija itd. Ovaj deo opisuje strukturu ljudskih resursa, uključujući dane za edukaciju itd.

Kao što je pomenuto, svih 11 stavki još nisu inkorporisane u izveštaje o intelektualnom kapitalu. Oni će to svakako biti. Finansijski deo izveštaja o intelektualnom kapitalu se zasniva na knjigovodstvenoj proceni i prema tome su neka vrsta tehničke konzistencije u modelu, međutim 11 stavki se razvijaju kroz duge diskusije u poslovnom subjektu. One su strategijska osnova poslovnog subjekta u radu sa intelektualnim kapitalom.

Prema Teliji, jedan od glavnih efekata je imidž koji je postigao poslovni subjekt. To doprinosi da se drugi poslovni subjekti i institucije zainteresuju za slične probleme, obraćajući se Teliji za saradnju na principima razvoja ljudskih resursa. Drugi bitan efekat je interni efekat koji pridaje važnost menadžmentu u radu sa ljudskim resursima. Izveštaji o intelektualnom kapitalu publikuju samo mali deo sistematizovanih personalnih informacija sa kojima raspolaže poslovni subjekt. Definisanjem standardne reference, menadžeri mogu upoređivati sebe u odnosu na druge jedinice i postoji moguća svaka

Izveštaji o intelektualnom kapitalu, osim toga, stimulušu kontakte sa drugim poslovnim subjektima koje žele da razviju njihovu strategiju ljudskih resursa. Ovo obezbeđuje dragocen doprinos u vlastitom radu poslovnog subjekta sa ovakvom strategijom. U osnovi, razvijanje sistema za merenje i izveštavanje o intelektualnom kapitalu poslovnog subjekta nije lako. Pokušaj da se poveća intelektualni kapital poslovnog subjekta mora biti sistematizovan u ciljevima i merenjima koja mogu obezbediti konzistentan opis efikasnosti napora u okviru individualnih polja odgovornosti. Cilj je imati jedno interno sveobuhvatno izveštavanje svaka tri meseca. Ovo će pretvoriti izveštaje o intelektualnom kapitalu u aktivan deo menadžmenta poslovnog subjekta, u kome menadžeri moraju biti angažovani u razvijanju njihovih zaposlenih. Ciljevi se moraju utvrditi za njih u okviru ovog polja.

Informacija se stiče kroz sistematski dijalog sa lokalnim menadžerima. Informacioni sistem konsoliduje zahteve korisnika. Do najpovoljnijeg modela se dolazi kroz diskusije. Jednakaest stavki, prema tome predstavljaju ogroman i ambiciozan cilj, naročito jer nisu bili definisani nakon modela koji prikazuje njihovu povezanost. Informacije koje su poverljive i stoga relevantne za konkurente ne smeju se saopštavati. Međutim, ideje o menadžmentu ljudskih resursa moraju biti prezentirane. Ovo može biti važno kada se ukažu buduće prilike za regrutovanje novog osoblja.

#### 7.4.6. Izveštaj A B B

Sverige A B B je najveći švedski industrijski poslovni subjekt. On ima približno 27.000 zaposlenih i poslovni promet približno 40 biliona SEK. Glavni deo rada A B B-a sa intelektualnim kapitalom je nastavak projekta T 50 iniciranog od kraja 1980-ih godina. Namera ovog projekta je da smanji vreme svakog rada (naročito različite vrste vremena za rukovođenje) do 50%. Ovo je podrazumevalo znatno angažovanje od strane zaposlenih. Deo projekta je bio, prema tome, da mobiliše zaposlene, dobavljače i klijente po redosledu da mogu da se lociraju i postignu tih 50%

A B B se mora transformisati u stanje razvoja, gde zaposleni imaju reč u odlučivanjima poslovnog subjekta. Intelektualni kapital je povezan sa organizacijom razvojnog projekta T 50, s ciljem reduciranja svakog vremena (naročito vremena rukovođenja) do 50%. Ovo zahteva uključivanje svih zaposlenih na svim nivoima u proces donošenja odluka. Da bi se podržala ova strategija, koja se ne može implementirati preko noći, izveštaji o intelektualnom kapitalu su neophodni, kao simbolizovanje dugoročnog angažovanja poslovnog subjekta na posebnoj strategiji razvoja sposobnosti. Ova strategija vrši uticaj putem komunikacija, pošto je za kompaniju posebno važno svačije razumevanje pravca poslovnog subjekta i razloga za ovaj pravac. Izveštaji o intelektualnom kapitalu moraju odražavati rezultate zaposlenih u pogledu T 50 i prema tome ih motivisati da razvijaju radno mesto, kao i da ih učine vidljivim za javnost. Osim toga, prema dobavljačima i klijentima, izveštaji o intelektualnom kapitalu će demonstrirati angažovanje A B B da menja strategiju i važnost toga u vezi sa njihovom ulogom u saradnji sa poslovnim subjektom.

Veliki deo izveštavanja A B B – a je više tekst nego brojke. U letcima, knjigama, časopisima, A B B pokušava da pruži primere na koji način poslovni subjekt poseduje mogućnosti prestrukturiranja, povećanja efikasnosti, investiranja u novu informacionu tehnologiju kako u proizvodnju, tako i u administraciju kroz obrazovanje i razvoj poslovnog subjekta.

U isto vreme pozivaju se klijenti i dobavljači da vide i saznaju o T 50, tako da sami mogu da se uvere u promene koje nastaju. Mnoga saopštenja u vezi sa razvijanjem procesa organizacije se pojavljuju kroz prezentacije, slike i tekst, a skoro nikako putem brojki. Saopštenja uključuju prezentacije koje prikazuju kratke preglede efekata T 50 u lokalnom okruženju pomoću ilustracija, priča i primera. Ovo takođe uključuje laboratoriju knjiga sa naučnim sadržajem i stotinama stranica koje objašnjavaju i sistematizuju ideje.

Ceo ovaj materijal se usredsređuje na razvijanje sposobnosti. Izveštavanje poslovnog subjekta se takođe fokusira na ovo, ali ne isključivo.

**Tabela br. 12** Ključne kategorije intelektualnog kapitala ABB – a<sup>83</sup>

Kategorija/ Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ Efekti
Ljudski resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poslovni promet osoblja</li> <li>• Izostanci usled bolesti</li> <li>• Udeo zaposlenih žena</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Udeo zaposlenih sa intervjuima procene uspešnosti</li> <li>• Udeo zaposlenih sa zacrtanom karijerom</li> <li>• Obrazovno vreme po zaposlenom</li> <li>• Udeo kompanija sa matricom kompetentnosti</li> <li>• Godišnja procena profila menadžera</li> <li>• Učešće u radu razvoja kompanije</li> <li>• Troškovi obrazovanja po zaposlenom</li> <li>• Troškovi obrazovanja kao % od poslovnog prometa</li> <li>• Troškovi osoblja kao % od ukupnih troškova</li> <li>• Troškovi osoblja po zaposlenom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zadovoljstvo zaposlenog</li> <li>• Izveštaj o ljudskim resursima</li> <li>• Novostvorena vrednost po novčanoj jedinici troškova za ljudske resurse</li> </ul>
Klijenti			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Raspoloživost</li> <li>• Obim usluga</li> <li>• Pouzdanost ponude</li> </ul>
Tehnologija			
Procesi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investicije u službe i fabričke hale</li> <li>• Ukupni troškovi kvaliteta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vreme razvoja proizvoda</li> <li>• Vreme rukovođenja</li> <li>• Blagovremenost</li> </ul>	

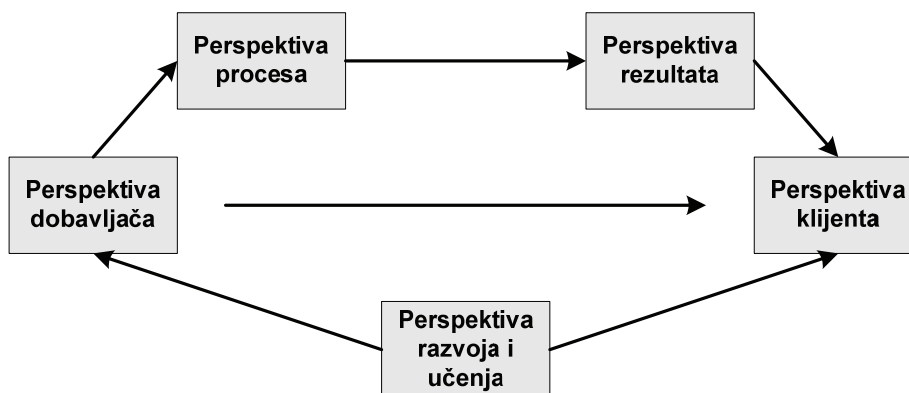
Izveštaji o intelektualnom kapitalu ABB-a su obimni. Međutim, oni se usredsređuju na „šta je urađeno“ i do izvesnog stepena „šta se dešava“. Tabela prikazuje definiciju mnogih tačaka merenja u ABB. Treba ipak naglasiti da sve podružnice ABB – a ne koriste iste mere. Tabela, prema tome, treba da se posmatra kroz primeri mera u izveštajima o intelektualnom kapitalu. Ovde, se meri njihov nivo i oni se upoređuju sa određenim ciljem. Mere ABB-a se često zasnivaju na zadovoljstvu sa strategijom i edukacioni napori se uvrštavaju u program rada poslovnog subjekta.

<sup>83</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 42.

**Tabela br. 13** Računovodstveni rezultat A B B – a o ljudskim resursima izgleda kao što sledi<sup>84</sup>:

SEK u mlionima		
Prihodi		XXXX
- Troškovi dobavljača		XXXX
- Depresijacija (amortizacija)	XXXX	
= Neto porast vrednosti		XXXX
- Troškovi osoblja		XXXX
* Troškovi poslovnog prometa osoblja	xxx	
* Troškovi izostanaka	xxx	
* Troškovi razvoja osoblja	xxx	
* Razvoj sposobnosti	xxx	
* Plate za rad	xxx	
* Društveni troškovi	xxx	
* Penzioni planovi	xxx	
= Rezultat		XXXX

A B B pravi jasnu razliku između eksternog dela izveštaja o intelektualnom kapitalu koji se odnosi tipično na element ljudskih resursa i na interni deo koji se odnosi na korporacijsku strategiju. Za interni deo se razvija sistem za merenje i izveštavanje – EVITA. EVITA sistematski postavlja ciljeve i mere za nekoliko tipova ključnih kategorija. (Slika 15. )<sup>85</sup>.



**Slika br. 15** EVITA ABB –a

U EVITI, ove perspektive su konkretizovane sledećim informacijama:

<sup>84</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 43.

<sup>85</sup> Isto, p. 44.

Tabela br. 14 EVITA A B B

Perspektiva Klijenta	Perspektiva razvoja i učenja	Perspektiva dobavljača	Perspektiva procesa	Perspektiva rezultata
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zadovoljstvo klijenta</li> <li>• Pouzdanost ponude</li> <li>• Kvalitet proizvoda</li> <li>• Određivanje stope velikog uspeha</li> <li>• Udeo na tržištu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inovacije procesa</li> <li>• Broj lansiranja proizvoda</li> <li>• Učešće</li> <li>• Fleksibilnost</li> <li>• Razvoj sposobnosti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poboljšano vreme rukovođenja</li> <li>• Pouzdanost nabavke</li> <li>• Kvalitet proizvoda</li> <li>• Indeks saradnje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poboljšanje vremena rukovođenja</li> <li>• Vezani kapital u materijalu u proizvodnji</li> <li>• Udeo besprekorne proizvodnje</li> <li>• Produktivnost</li> <li>• Pouzdanost nabavke</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obim</li> <li>• Bruto marža</li> <li>• Neto rezultat</li> <li>• Poslovni rezultat</li> <li>• Prinos na investicije</li> </ul>

A B B postaje produktivniji sa porastom poslovnog prometa po zaposlenom od približno 65.000 SEK do približno 150.000 SEK. Ovome treba dodati značajno smanjenje vremena rukovođenja. Pored toga, izveštaji o intelektualnom kapitalu pomažu implementaciji novih menadžment metoda. Fiksni okviri za izveštaje o intelektualnom kapitalu nisu bili obezbeđeni od početka. A B B je želeo da svaki poslovni subjekt učestvuje u razvoju. Ovo se događalo „organski“ tako da je viši menadžment komentarisao izveštaje o intelektualnom kapitalu koji su im se prosleđivali. Skrećući pažnju na dobre primere, proces razvoja najboljih izveštaja o intelektualnom kapitalu je iniciran među podružnicama. Izveštaji o intelektualnom kapitalu su sredstva da se ažurira koncepcija menadžmenta. Ideja kako da se razvijaju metode menadžmenta u A B B-u se širila. Konačno, tržište kapitala je zainteresovano za izveštaje o intelektualnom kapitalu, iako se tržište fokusira na njihovo prevođenje u cash flow. Ovo može biti moguće za ABB jer cilj od 50% smanjenja vremena rukovođenja moglo bi ubrzo da utiče na vezani kapital.

Prema A B B-u, sistemi za podršku intelektualnom kapitalu moraju se pripremiti u podružnicama, s obzirom na činjenicu da je glavna funkcija višeg menadžmenta da širi ideju o ljudskom kapitalu kao veoma važnom i vrednog pažnje od strane menadžera poslovnog subjekta. Dakle, razvijanje sistema nije naročito teško iz perspektive višeg menadžmenta. Pojedina odeljenja mogu učiti jedan od drugog kroz snagu dobrog primera. Kada viši menadžment pohvali dobre primere, druga odeljenja će biti motivisana da kopiraju primer ili urade nešto što je bar približnog kvaliteta. Ovo utvrđuje neprekidnu proceduru benchmarking-a .

Sistemi moraju dolaziti iz podružnica i moraju se razvijati konkurentno sa potrebom za njima. Opšta strategija za strukturu informacionog sistema, prema tome ne postoji od početka. Ona se razvija kroz pokušaje i greške. Ako mislite da možete povezati elemente ljudskog kapitala u završen, uređen i logičan model, A B B je mišljenja da vi možda niste razumeli o čemu se tu radi: Vama je potrebna vizija i strategija u koju verujete. Vi morate verovati da su zadovoljni zaposleni produktivni zaposleni.

Tržište kapitala takođe pokazuje zainteresovanost za izveštaje o intelektualnom kapitalu. Ovi izveštaji su interesantni za tržišta kapitala jer predstavljaju nešto novo. Međutim, ovo ne znači da je tržište kapitala počelo da diskredituje tradicionalne finansijske analize. Oni samo vole da posmatraju kako A B B eksperimentiše sa izveštavanjem. Mora postojati mnogo izvora, a ne samo izveštaji povezani sa godišnjim



izveštajima. Izveštavanje se mora pojaviti u štampi, časopisima i knjigama. Sve što je značajno za poslovni subjekt, zaposlene, klijente i dobavljače mora biti objavljeno. Izveštavanje mora odražavati zahteve A B B – a u pogledu njih samih u okruženju kroz opis odnosa dobavljača i klijenata sa poslovnim subjektom.

#### 7.4.7. Sparekassen Nordjylland (Spar Nord ) izveštaj

Sparekassen Nordjylland (ili Spar Nord kako je često nazivaju) je danska regionalna banka dobro poznata zbog svojih Etičkih izveštaja fokusiranih na merenje vrednosti koje poslovnom privlače stranke. Sparekassen Nordjylland sada radi sa izveštajima o kvalitetu (Quality Accounts), nastavak Etičkih izveštaja koji objašnjavaju menadžmentu „meke“ aspekte poslovnog subjekta.

Znanje zaposlenih i klijenata će stimulisati razvoj kompleta politika u svrhu porasta zadovoljstva klijenta i njegove lojalnosti (tj. mogućnost ponovnog biznisa). Izveštaji o kvalitetu Sparekassen Nordjylland–a moraju učiniti Etičke izveštaje više orijentisane na menadžment. Poslovni subjekt, naročito ne želi da se fokusira na konsenzus oko problema, želeći takođe da istakne važnost ovog problema zainteresovanim stranama. Na ovaj način će Izveštaji o kvalitetu pomoći poslovnom subjektu da bude profitabilniji ustanovljavanjem kada klijent ostaje lojalan. Stavljajući se naglasak na kombinaciju profitabilnosti, strategiju klijenata i zaposlenih i poslovni subjekt će definisati i utvrditi mesta gde se moraju izvršiti poboljšanja. U vezi ovog, neophodno je publikovanje da se podrži dijalog sa zainteresovanim stranama.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu su sastavljeni od odgovora na brojna pitanja o kojima je doneta saglasnost sa glavnim partnerima poslovnog subjekta (npr. akcionarima, lokalnom zajednicom, zaposlenima). Izveštavanje pokriva sledeća područja:

**Tabela br. 15** Ključne kategorije intelektualnog kapitala Spar Nord –a<sup>86</sup>:

Kategorija/Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ : Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“, : Efekti
Ljudski Resursi			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dobrobit</li> <li>• Usluga klijentu</li> <li>• Samostalnost</li> <li>• Apresijacija</li> <li>• Razvoj ličnosti</li> <li>• Angažovanje</li> <li>• Zajednica/jedinstvo</li> <li>• Bezbednost</li> <li>• Komunikacija</li> </ul>
Klijenti		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kompetentnost zaposlenih</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uzajamno poverenje</li> <li>• Komunikacija</li> <li>• Angažovanje/jedinstvo u zajednici</li> <li>• Ljudski respekt</li> </ul>

<sup>86</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 46.

			<b>Ne – klijenti:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Angažovanje/jedinstvo u zajednici</li> </ul>
Tehnologija			
Procesi			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zadovoljstvo sa susreta između kompanije i klijenta</li> <li>• Dostignuće vrednosti reputacije (etike)</li> </ul> <b>Mišljenje akcionara</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Finansije i rezultati</li> <li>• Angažovanje/jedinstvo u zajednici</li> <li>• Poverenje</li> <li>• Otvorenost/kooperacija</li> <li>• Kvalitet i kompetentnost</li> </ul>

Ovo izveštavanje se fokusira na „šta se dešava“. Ono se usredsređuje na zadovoljstvo različitih zainteresovanih strana. Interesantno je ispitivanje poslovnog subjekta neklijenata za njihovo mišljenje.

Izveštaji o kvalitetu su bazirani na merenju „mesta susreta“ između poslovnog subjekta i klijenata. Poslovni subjekt je definisao sledeća mesta susreta: telefon, korespondencija, IT, lični kontakt, konsalting servisi, proizvodi i koncepti. Na ovaj način, poslovni subjekt naglašava područja poboljšanja koja su u pitanju.

Ključna tačka je povezivanje zadovoljstva klijenata sa strategijom za ostvarenom profitabilnosti kada zadovoljstvo prelazi u lojalnost. Poslovni subjekt pokušava da kreira ovu lojalnost putem diskusija da li su klijenti zadovoljni aktivnostima poslovnog subjekta i procenivanjem da li su važna ili ne područja kojima su oni (ne) zadovoljni. Poslovni subjekt sada pokušava da budžetira rad u odnosu na aspekte kojima su klijenti nezadovoljni, a koji su od izrazite važnosti. Izveštaji o intelektualnom kapitalu takođe stvaraju vrstu „korporacijskog raspoloženja“ i oni mogu ograničiti „nivo frustracije“ u poslovnom subjektu. Utvrđuje se perspektiva koja prevazilazi kratkoročne finansijske probleme. Ipak, ovu vezu je teško meriti.

Izveštaji o kvalitetu su zasnovani na ekstenzivnom procesu sa spoljnim stranama, naročito akcionarima i klijentima. Dakle, organizacija prikupljanja podataka je ogroman izazov. Proces generiše sva pitanja. Objavljene informacije su u skladu sa dogovorom s različitim stranama unapred. Glavni problem se odnosi na rukovođenje tako velikim brojem ispitanika i odgovora. Izveštaji o intelektualnom kapitalu imaju sopstvenu „fabriku kategorija“ generišući informacije koje se ne mogu naći u drugim sistemima. Ove informacije će postati frekventnije u drugim menadžment-orijentisanim sistemima i procedurama. Prema Sparekassen Nordjylland-u, moraju biti publikovane informacije koje obelodanjuju ambicije poslovnog subjekta u vezi saradnje s različitim strankama. Treba izbegavati objavljivanje informacija koje su u direktnom odnosu s menadžmentom, jer su one suviše važne za konkurente.

#### 7.4.8. Izveštaj švedske civilne avio administracije (SCAA)

Švedska civilna avio administracija (The Swedish Civil Aviation Administration) je državna agencija koja je doživela porast konkurentnosti unutar nekoliko poslovnih područja. SCAA je odgovorna za funkcionisanje i razvoj aerodroma u Švedskoj. Za švedsku državu, SCAA obezbeđuje usluge u vezi avio sigurnosti i vazdušnog transporta. Poslovne aktivnosti poslovnog subjekta su povezane sa funkcionisanjem aerodroma:

U toku nekoliko poslednjih godina, SCAA je pretrpela ekstenzivnu decentralizaciju koja je rezultirala u jasnijoj organizacionoj strukturi zasnovanoj na principu podele. Svako od 13 odeljenja su autonomna u pogledu organizacije i razvoja aktivnosti.

SCAA namerava da pretvori područje ljudskih resursa u ključni resurs za razvoj poslovnog subjekta. Prema izveštajima o intelektualnom kapitalu, rad sa ljudskim resursima je usmeren ka sledećem:

- stvaranju fleksibilne organizacije suočene sa promenama u okruženju i konkurentnom situacijom,
- stvaranju osnove za usaglašavanje i unapređivanje rada,
- povećanju kompetentnosti, produktivnosti i efikasnosti,
- uspostavljanju struktura učenja gde se svako oseća angažovanim i opunomoćenim da učestvuje i preuzima odgovornost i donosi odluke,
- stvaranju korporacijske kulture zasnovane na samopouzdanju i saradnji zaposlenih.

Poslovni subjekt se mora ažurirati i kreativnost pojedinca mora primiti viši prioritet kao cilj za akcije menadžmenta. Izveštaji o intelektualnom kapitalu SCAA su sporedan proizvod sistema menadžmenta ljudskih resursa poslovnog subjekta. SCAA ima jedno izvesno vreme detaljan i integrisan sistem menadžmenta ljudskih resursa. Kako je u toku prethodnih godina bila preneti nadležnost za donošenje odluka, neophodno je bilo konsolidovanje i izveštavanje o različitim aspektima ljudskih resursa. Primarni cilj izveštaja o intelektualnom kapitalu je da učini da se poslovni subjekt pojavi pred zaposlenima kao ime koje obezbeđuje identitet za zaposlene i vizualizaciju poslovnog subjekta u javnosti. Sada, izveštaji o intelektualnom kapitalu dobijaju specijalnu pažnju o funkcijama ljudskih resursa u drugim poslovnim subjektima. Na ovaj način, oni objavljuju metod kojim se upravlja ljudskim resursima u SCAA. Izveštaji o intelektualnom kapitalu, prema tome, deluju i kao eksterna reklama i kao interno priznanje važnosti uslova osoblja.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu su struktuirani za finansijsko prikazivanje troškova osoblja poslovnog subjekta po delovima i za celu grupu. Pored toga, oni uključuju razne statističke informacije o sastavu osoblja, kao na primer u pogledu starosti, pola, analize od strane menadžera i ne-menadžera, izostanaka i obrazovanja.

**Tabela br. 16** Ključne kategorije intelektualnog kapitala SCAA<sup>87</sup>:

Kategorija/Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ : Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ : Efekti
Ljudski resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj zaposlenih</li> <li>• Raspodela prema vrsti zaposlenosti</li> <li>• Prisustvo, obrazovanje i bolest u % od radnih dana</li> <li>• Udeo menadžera</li> <li>• Udeo muškaraca i žena</li> <li>• Poslovni promet osoblja</li> <li>• Prekovremeni rad</li> <li>• Prosečne plate</li> <li>• Troškovi obrazovanja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Udeo troškova osoblja u ukupnim troškovima</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Računovodstveni rezultati ljudskih resursa</li> <li>• Računovodstveni bilans ljudskih resursa</li> </ul>
Klijenti			
Tehnologija			
Procesi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Broj zaposlenih prema glavnim procesima</li> </ul>		

Ovi izveštaji o intelektualnom kapitalu se usresređuju na „šta ima“ u pogledu nefinansijskih informacija o sastavu i obrazovanju osoblja. Sem toga, izveštaji uključuju finansijski opis osoblja koji određuje kategorije osoblja u običnim finansijskim izveštajima. Računovodstveni rezultat ljudskih resursa se objavljuje na sledeći način:

**Tabela br. 17** Računovodstveni rezultat ljudskih resursa (1995)<sup>88</sup>

SEK u milionoma		
Prihodi		3.764
Ukupni troškovi osoblja		1.539
Odsustvo zbog bolesti	56	
Druga odsustva	25	
Troškovi regrutovanja	35	
Troškovi prekida posla	6	
Troškovi obrazovanja osoblja	49	
Socijalni troškovi	25	
Drugi troškovi osoblja	129	
Praznične isplate	0,2	
Plate za rad	1.213	
Drugi proizvodni troškovi		1.005
Depresijacija (amortizacija)		516
Rezultat nakon depresijacije (amortizacije)		704

<sup>87</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 48.

<sup>88</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 49.

Model računovodstvenog bilansa ljudskih resursa koji još nije izveštavan u brojkama će izgledati kao što sledi:

**Tabela br. 18** Računovodstveni bilans ljudskih resursa (1995)<sup>89</sup>

	Period depresijacije
Troškovi zamene zaposlenih, početak perioda	12 god.
Preventivne aktivnosti (npr. godišnja kontrola zdravlja)	1 god.
Tretman	5 god.
Obrazovanje	3 god.
Novi zaposleni u toku godine	12 god.
Depresijacija	
Troškovi zamene zaposlenih, kraj perioda	

Izveštaji o intelektualnom kapitalu SCAA su primer konsolidovanih izveštaja u oblasti osoblja. Oni omogućavaju menadžmentu da razmatra pitanja o obrazovanju, zaposlenosti i preraspodeli osoblja sa strogo finansijskog kriterijuma, pošto se može proceniti profitabilnost koja se odnosi na aktivnost osoblja. SCAA takođe ima brojne statističke opise u oblasti osoblja. Međutim, oni izostavljaju statistička procenjivanja, kao što su ciljevi zadovoljstva i ako su pripremljena za internu upotrebu.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu imaju i interni i eksterni značaj. Oni privlače eksternu pažnju na SCAA kao poslovno pažljivoj prema problemima koji se odnose na osoblje. Ovo stvara dobru reputaciju među drugim poslovnim subjektima koje takođe žele razvoj kroz zaposlene. To takođe stvara dobru reputaciju među potencijalnim kandidatima za posao u SCAA. Na ovaj način, izveštaji o intelektualnom kapitalu mogu doprineti povećanju kompetentnosti među kandidatima za zaposlenje. Interno, izveštaji o intelektualnom kapitalu pomažu u naglašavanju potrebe za sposobnim menadžmentom u radu na razvoju ljudskih resursa i oni pridaju ovom važnost, upoređujući rezultate odeljenja u okviru ove oblasti. Osim toga, izveštaji o intelektualnom kapitalu doprinose uspostavljanju korporacijskog identiteta. Posredstvom publikacija, zaposleni mogu upoređivati svoju jedinicu sa drugim jedinicama i mogu videti sebe kao deo nečeg većeg. Na ovaj način, oni pomažu kreiranju identiteta.

SCAA je već imao sistem. Izveštaji o intelektualnom kapitalu konstituišu podskup raspoloživih internih informacija. Oni su podskup jer nisu publikovane informacije koje mogu identifikovati pojedince. Glavni problemi se odnose na konverziju izveštaja o intelektualnom kapitalu u alat upotrebljiv od strane svih menadžera. Učiniti sve informacije dovoljno raspoloživim i razumljivim, da bi ih mogli upotrebiti svi menadžeri je tekući projekat. Ova razvojna aktivnost se zasniva na metodu pokušaja i grešaka gde poslovni subjekt testira svoje osnove da bi video kako reaguju razni donosioci odluka. Glavni deo problema razvoja se sastoji u pronalaženju saveznika u finansijskom sektoru koji ima istorijski monopol izveštavanja o proizvodnji. Za izveštaje o intelektualnom kapitalu je bitno uspostavljanje saradnje sa finansijskom funkcijom jer ova funkcija se bavi menadžmentom ljudskih resursa sa finansijske perspektive. Nema mnogo problema sa saopštenjem izveštaja o intelektualnom kapitalu. Informacije nisu poverljive. Jedina značajna rezerva je prema informacijama koje mogu identi-

<sup>89</sup> Isto, p. 49.

fikovati pojedince. Uostalom, poslovni subjekt ne želi publikovati bilo šta, koje se može loše odraziti po menadžere ili zaposlene.

#### 7.4.9. Sparbanken Sverige izveštaj

U toku 1990-ih Sparbanken je prolazila kroz intenzivan proces promena koje obuhvataju usaglašavanje s mnogim organizacionim nivoima i uvođenje novih alata za podršku kontinuiranom radu prema poslovnom subjektu više orijentisanom na klijente. Jedan fundamentalni princip u ovom radu je dinamičko učenje. Ono definiše bitan oblik učenja kao forme koja egzistira između klijenata i lokalnih zaposlenih. Alat Sparbanken-a za budućnost su njegovi izveštaji o intelektualnom kapitalu, koji su se bar do sada koristili prvenstveno interno. Međutim, oni će biti inkorporisani u eksterno izveštavanje o intelektualnom kapitalu poslovnog subjekta. Cilj je da se snabde svaka lokalna banka sa obiljem proizvoda, kompetentnošću i tehnologijom.

Sparbanken ima nekoliko ciljeva sa izveštavanjem o intelektualnom kapitalu. Prvi cilj je učiniti poslovnog subjekta više orijentisanim na klijente. Oni žele da se usredsrede na vrednost koja se stvara kroz odnose uzajamnog dejstva s klijentima. Klijenti više ne stoje sa šeširovom u ruci. To znači da diskusija o klijentovoj percepciji poslovnog subjekta mora biti naglašena. Da bi se to uradilo na sistematičan način, ove percepcije se moraju merititi. Drugi cilj je stvoriti poslovnog subjekta orijentisanog na prodaju. Ovo zahteva uvođenje projekta o razvoju ljudskih resursa fokusiranog delom na podizanju svesti o promenama i delom na utvrđivanju važnosti tehnologije.

Treći cilj je za izveštaje o intelektualnom kapitalu da izazovu eksternu pažnju klijenata zainteresovanih za upravljanje poslovnog subjekta okruženjem i druga socijalna pitanja i od budućih zaposlenih na jasnu sliku poslovnog subjekta u kojim bi oni želeli da rade.

Kompletni eksterni izveštaji o intelektualnom kapitalu poslovnog subjekta Sparbanken-a nisu još publikovani, oni se međutim, planiraju vrlo detaljno. Sastoje se od četiri elementa: (I) ljudski kapital; (II) tržišni kapital; (III) obrazovanje; (IV) okruženje. Prva dva elementa su sjedinjena u alat Sparbanken – a za budućnost koji konstituiše interni deo upotrebe za direktne organizacione promene.

**Tabela br. 19** Ključne kategorije intelektualnog kapitala Sparbanken kompanije<sup>90</sup>

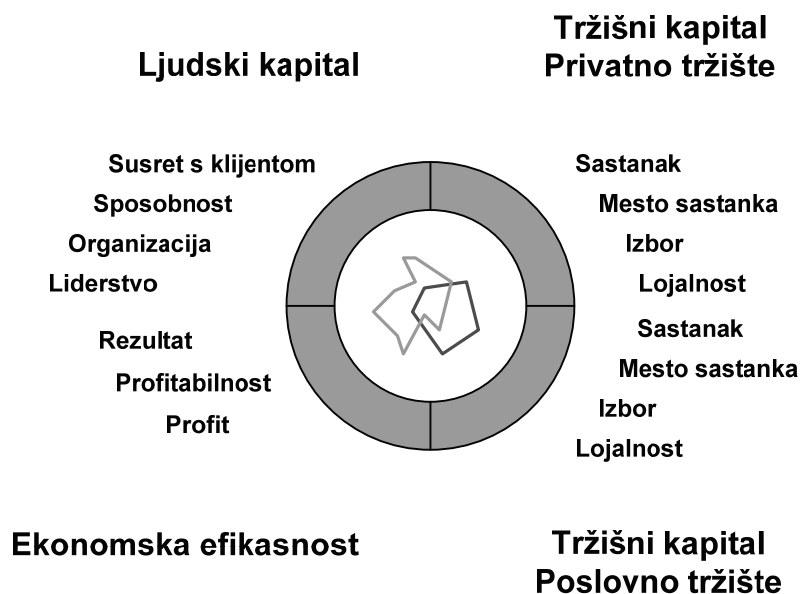
Kategorija/Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ : Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ : Efekti
Ljudski Resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investicije u obrazovanje</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zadovoljstvo zaposlenog <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sposobnost</li> <li>- Liderstvo</li> <li>- Organizacija</li> </ul> </li> </ul>
Klijenti			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zadovoljstvo klijenta <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sastanak</li> <li>- Mesto sastanka</li> <li>- Izbor</li> </ul> </li> <li>• Lojalnost klijenta</li> </ul>
Tehnologija	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investicije u IT</li> </ul>		
Procesi			

Ovi izveštaji o intelektualnom kapitalu se fokusirju na „šta se dešava“. Ova tabela nije sasvim ispravna za Sparbanken jer su i zadovoljstvo zaposlenog i zadovoljstvo klijenta podržani velikim skupom ključnih kategorija. Zadovoljstvo zaposlenog, suštinski metod merenja za ljudski kapital, podržavan je merenjem kompetentnosti, liderstva menadžera i organizacije.

Svaka od gore pomenutih mera je podržana pitanjima koja idu čak i dublje. Na primer, mesto sastanka pod zadovoljstvom klijenta je razrađeno pitanjima kao da li je osoblje motivisano?, može li ovo obezbediti jasne poruke i odgovore na pitanja ?, da li se posao u banci sprovodi brzo i fleksibilno?, da li se servisi samousluživanja razmatraju?, da li su opisani proizvodi i usluge banke?, da li se brzo i fleksibilno ispravljaju greške?.

Ovaj sistem je prema tome obiman sistem. Naročito, on meri „šta se dešava“. Metod izveštavanja se zove „točak“ i ilustrovan je na sledeći način (slika 16):

<sup>90</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Denmark, 1997, p. 51.



Slika br. 16 Točak Sparbanken –a<sup>91</sup>

Točak konstituše oblik izveštavanja, koji prikazuje grafik lokalne banke unutar četiri područja, svako sa različitim podrezultatima važnosti za poslovnog subjekta. Četiri područja su ljudski kapital, tržišni kapital za privatno tržište, tržišni kapital za poslovno tržište i ekonomska efikasnost. Udaljenost od centra točka pokazuje koliko je pozitivan izveštaj. Vrednost je najniža u centru, a najviša na ivici točka. U pogledu lokalne banke A, grafik ilustrovan na slici 16 otkriva da je profit dobar; ljudski kapital je dobar što se tiče susreta s klijentom; deo tržišnog kapitala koji se odnosi na privatno tržište je relativno dobro; deo tržišta kapitala koje se odnosi na poslovno tržište je slabo.

U pogledu lokalne banke B, ona ima relativno dobre rezultate sa tržišnim kapitalom koji se odnosi na poslovno tržište, a druga područja su problematična. Točak pruža brzi pregled četiri područja koja konstitušu rezultate Sparbanken – a.

Točak se može pripremiti za svaku lokalnu banku. Točak prema tome, predstavlja pozicije jedinice u pogledu ljudskog kapitala, tržišnog kapitala i finansijskog kapitala. Kako je opisano gore, ovaj grafik ilustruje jedinicu sa poteškoćama na poslovnom tržištu, jer je ovaj tržišni kapital nizak. Pomoću takvog grafikona, razlike među filijalama se mogu ilustrovati inkorporisanjem benchmark – a ( oznaka visine; standardna jedinica kao osnova za poređenje ) kao standard reference. Sparbanken čini ovo. Banka takođe prikazuje prosek svih lokalnih banaka pomoću prosečnog grafikona.

Sparbanken je doživela različite vrste efekata. Prvo, oni mogu zadržati lokalne klijente u toku perioda, inače obeleženog velikim dinamizmom na tržištu gde učestvuju banke. Drugo, osoblje stvara novu svest o svojoj poziciji i ulozi u odnosu na korporativnu strategiju. Treće, ideje o orijentaciji prema klijentu i sposobnosti decentralizovanja odluka su u izgradnji. Četvrto, izveštavanje o intelektualnom kapitalu se koristi kao osnova sistematskih procena kako dalje nastaviti sa korporativnom strategijom.

<sup>91</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Danmark, 1997, p. 52.



Svaki put kada se obavlja merenje i izveštavanje, menadžeri moraju razviti novi poslovni plan s ciljem upravljanja pojedinačnom jedinicom prema višem stepenu orijentisanosti na klijenta, na primer kroz razvoj metoda prodaje.

Deo ovoga je banka ideja Sparbanken-a koja je metod za razvoj i implementaciju novih ideja i metoda u radu banke. Sve lokalne banke bi možda trebalo postaviti kao banku ideja. Jedna banka ideja ima koristi od ekstra pažnje menadžmenta, ekstra mogućnosti za investiranje u IT itd. Na ovaj način, promene koje se dešavaju unutar poslovnog subjekta postaju jasne ostatku organizacije. Ovim se naglašava da izveštaji o intelektualnom kapitalu konstituišu sredstva i za razvoj i za merenje intelektualnog kapitala.

Osim toga, rad sa izveštajima o intelektualnom kapitalu omogućuje novi sistematski proces planiranja u poslovnom subjektu. Kao jedina od deset poslovnih subjekata Sparbanken obavlja statističke analize povezanosti između ljudskog kapitala, relacionog kapitala i finansijskog kapitala. Ove statističke analize pokazuju blisku korelaciju između tri tipa kapitala – čak i kratkoročno, na primer u jednoj godini. Tako se finansijski kapital povećava kada ljudski kapital i relacioni kapital rastu. Dva tipa intelektualnog kapitala takođe rastu jedan sa drugim. Ovo znači da je dobrobit povezana sa zadovoljstvom klijenata sa bankom.

Sistem Sparbanken-a je ogroman. Svake godine se približno obavlja 60.000 merenja sa klijentima i zaposlenima. Sistem je organizovan da omogući pripremanje izveštaja o intelektualnom kapitalu za 10% poslovnog subjekta svakog meseca (izuzev za letnje mesece). Ovo obezbeđuje neprekidna merenja čak i ako pojedina lokalna banka vrši merenje samo jednom godišnje. Deo za merenje je prema tome, veoma razrađen. Velika količina podataka takođe obuhvata znatan rad analiza ustanovljavanja povezanosti između svih rezultata. Osnovano je odeljenje za sprovođenje ovog zadatka. Tajna je izbeći navođenje toliko analitike da postane teško nalaženje pravih praktičnih rešenja problema. Svrha pripremanja izveštaja o intelektualnom kapitalu za eksternu upotrebu je pokazala kako se poslovni subjekt odnosi prema bitnim društvenim problemima, naročito problemima okruženja. Prema Sparbanken – u, budući zaposleni će zahtevati više informacija o poslovnom subjektu u kome oni žele da rade usled razvoja socijalne sredine. Dakle, izveštaji o intelektualnom kapitalu su važni u vezi sa regrutovanjem. Ne moraju se saopštavati informacije koje opisuju specifičnu konkretnu situaciju poslovnog subjekta.

#### 7.4.10. Izveštaj WM Data

WM Data je poslovni subjekt koji brzo napreduje unutar IT industrije nameravajući da postane „kompletna IT uslužna kompanija“. Poslovni subjekt doživljava stalni rast u prometu i održava svoju profitabilnost. Cena akcije poslovnog subjekta raste na Stokholmskoj berzi. Značaj nematerijalnog kapitala prema vrednosti poslovnog subjekta nastavlja da raste. WM Data je poslovni subjekt bazirana na znanju koji živi od znanja i sposobnosti zaposlenih. Da bi se ovo podržalo, WM Data sistematično radi na razvoju javnog imidža poslovnog subjekta. WM Data želi da ima imidž kao poslovni subjekt koja reprezentuje ekspertizu, bliskost, pouzdanost, angažovanje i rezultate. Izveštaji o intelektualnom kapitalu WM Data poslovnog subjekta su deo ovog imidža i važni su u komunikaciji sa finansijskim tržištem i u izvesnom stepenu u komunikaciji sa klijentima i potencijalnim zaposlenima.

Intelektualni kapital se mora meriti i izveštavati jer to ima pozitivan efekat u odnosu na tržište kapitala i u odnosu na potencijalne klijente. Tržište kapitala je pokazalo veliki interes u saznanju o osnovi poslovnog subjekta. Ovo nije zato što poslovni subjekt ima posebnu potrebu za prilivom novog kapitala, koja bi se lako mogla opravdati tradicionalnim finansijskim ključnim procenama. Tržište kapitala je jednostavno zainteresovano u saznavanju što više o poslovnim subjektima, a naročito poslovnim subjektima različitih od drugih. Isto tako u uslužnom biznisu, WM Data se razlikuje od većine drugih poslovnih subjekata registrovanih na berzi.

Druga namera je prikazati klijentima izveštaje o intelektualnom kapitalu, prenoseći im ideju o strukturalnoj snazi WM Data. Klijenti vole da imaju neku vrstu garancije o sposobnosti poslovnog subjekta da obezbedi usluge u budućnosti. Izveštaji o intelektualnom kapitalu konstituišu deo ove garancije. Konačno, poslovni subjekt koristi izveštaje o intelektualnom kapitalu kao šablon za odluke kada dobija nove poslove. Zajedno sa tržišnim perspektivama (koje može biti tržište kapitala) i finansijskom osnovom poslovnog subjekta, važni elementi su nematerijalna sredstva.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu su prema tome, deo komunikacije poslovnog subjekta sa eksternim stranama o karakteru i sposobnostima poslovnog subjekta.

Intelektualni kapital WM Data poslovnog subjekta se meri posredstvom dve glavne kategorije: strukturnog kapitala i individualnog kapitala. Strukturni kapital predstavlja znanje vezano za poslovni subjekt, a individualni kapital predstavlja znanje vezano za pojedince.

**Tabela br. 20** Ključne kategorije intelektualnog kapitala WM Data poslovnog subjekta<sup>92</sup>

Kategorija/Oblik	„Šta ima“ : Statističke informacije	„Šta je urađeno“ : Interne ključne kategorije	„Šta se dešava“ : Efekti
Ljudski Resursi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Distribucija po starosnoj strukturi i starešinstvo osoblja</li> <li>• Odnos poslovnog prometa osoblja</li> <li>• Broj muškaraca/žena</li> <li>• Nivo obrazovanja</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Porast u vrednosti po prihodu zaposlenog</li> </ul>
Klijenti	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poslovni promet raspoređen po proizvodima, industriji i geografskim područjima</li> </ul>		
Tehnologija			
Procesi			

Intelektualni kapital WM Data poslovnog subjekta usredsređuje se na „šta ima“ opisujući osoblje i klijente posredstvom statističkih informacija. Osim toga, cilj jednog poslovnog subjekta je da ograniči veličinu administrativnog osoblja do 10% celokupnog osoblja. Veliki deo ključnih kategorija se razvija kroz saradnju poslovnog subjekta sa

<sup>92</sup> The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital), Copenhagen, Danmark, 1997, p. 54.

Tjänesteforbundet, poslovnim udruženjem za uslužni biznis u Švedskoj. Neka od poslovnih udruženja preporučuju oblik na osnovu izveštavanja WM Data poslovnog subjekta.

Izveštaji o intelektualnom kapitalu su važni u odnosu na berzu i prema tome, na eksterne stranke poslovnog subjekta. Oni privlače pažnju na poslovnog subjekta. I ako je tržište kapitala zainteresovano za izveštaje o intelektualnom kapitalu, oni ne dovode do nekih značajnih fluktuacija cena akcija. Glavne fluktuacije cena akcija su često izazvane drugim uslovima, na primer kada veliki penzioni fondovi restrukturiraju njihov portfelj akcija.

Nije značajno interno obraćanje pažnje na izveštaje o intelektualnom kapitalu i među zaposlenima se ne diskutuje o izveštajima o intelektualnom kapitalu. Međutim, neke informacije o izveštajima o intelektualnom kapitalu se koriste da identifikuju probleme sa sastavom osoblja poslovnog subjekta. Struktura starosti osoblja, starešinstvo i poreklo obrazovanja konstituišu deo osnove odlučivanja o politici zapošljavanja s ciljem da se zaposle osobe sa znatnom profesionalnom sposobnošću. Odnos poslovnog prometa osoblja se koristi u proceni da li znanje presudno za kompaniju ume biti podržano. Na ovaj način, izveštaji o intelektualnom kapitalu pomažu da se naglasi diskusija o zaposlenima kao važnim resursima u osnovi strategije poslovnog subjekta.

Informacije u izveštajima o intelektualnom kapitalu nije lako koristiti, jer one ne iznose da li su uslovi dobri ili loši. Stoga, mora postojati opreznost kada se interpretiraju brojni podaci i stroga interpretacija starosti, starešinstva itd. je necelishodna. Brojni podaci se uvek moraju prodiskutovati. Do određenog stepena, izveštaji o intelektualnom kapitalu se takođe koriste da demonstriraju potencijalnim klijentima da je osnova resursa poslovnog subjekta učinila da je glavni kooperativni partner sa dovoljno resursa da opstane i raste. Opet, izveštaji o intelektualnom kapitalu nisu odlučujući faktor u privlačenju novih klijenata, ali su vrlo važan element u ovom poslu. Konačno, važnost biti „in“ u diskusijama o izveštajima o intelektualnom kapitalu ne treba da bude potcenjena. Novinari gledaju poslovnog subjekta u stanju razvoja kada poslovni subjekt radi sa izveštajima o intelektualnom kapitalu. Ovaj fenomen je mnogo češći u Skandinaviji nego u USA i UK gde oni teže da se pridržavaju starog načina mišljenja tj. kroz ključne finansijske oblike. WM Data je svestan ovoga dok privlači američke i britanske investitore. U Skandinaviji je obezbeđivanje informacija o izveštajima o intelektualnom kapitalu sada skoro obavezno.

WM Data nije doživela suštinske probleme sa razvojem sistema upravljanja intelektualnim kapitalom. Kako je ilustrovano u tabeli 32., izveštaj WM Data poslovnog subjekta nije obiman. Osim toga, poslovni subjekt nema posvećena nikakva izdanja internih izveštaja o intelektualnom kapitalu elaborirana u odnosu na osoblje. Neophodne informacije su jednostavno zabeležene u običnom platnom sistemu.

Informacije koje čine poslovni subjekt interesantan finansijskom tržištu i potencijalnim klijentima, moraju biti saopštavane. Izveštaji o intelektualnom kapitalu koji sačinjavaju 4 od 46 stranica su samo deo ovoga. U WM Data nema naročitih diskusija o sadržaju izveštaja o intelektualnom kapitalu. O informacijama koje treba da budu eksterno saopštavane se zbilja ne diskutuje i ako će se one razvijati ubrzano, posebno u pogledu forme, ali takođe i u pogledu sadržaja. WM Data se bavi sa ključnim katego-

rijama opisujući razvojne trendove na isti način kao i finansijske ključne kategorije. Primjenjene kategorije menadžmenta u svakodnevnim odlukama o udelu naplativih sati, prosečne cene ili razvoj proizvoda se ne saopštavaju. Oblik izveštaja o intelektualnom kapitalu je minimum modela preporuka pripremljenih od strane Tjänesteforbundet-a. Sadržina se bavi sa dugoročnim efektima koji se mogu proučavati, slično kao finansijski izveštaji. U ostalom, glavni cilj izveštaja o intelektualnom kapitalu je upoznati eksterne stranke na finansijskom tržištu, potencijalne klijente i poslovnu štampu sa znanjem kojim poslovni subjekt raspolaže.

## IV

# FINANSIJSKI MODELI MERENJA PERFORMANSI PREDUZEĆA

Upravljanje preduzećima u savremenim uslovima poslovanja podrazumeva dizajniranje adekvatnog sistema mera performansi preduzeća. Merila performansi odnose se na oruđe, koje je neophodno periodično analizirati, da bi se, u skladu sa izmenjenim uslovima poslovanja, kao i izmenjenim potrebama, neka eliminisala, a druga usavršila i dodala nova.<sup>1</sup>

U poslednjih nekoliko decenija, razvijani su brojni složeni sistemi merenja performansi, uglavnom finansijskih, koje mali broj zaposlenih u preduzeću može efikasno da koristi, a još manje da ih razume. To je zahtevalo odgovarajuće promene na ovom naučnom polju, s obzirom da je merenje performansi preduzeća ključan preduslov za uspešno upravljanje preduzećem i njegovo prevođenje iz postojećeg u željeno stanje. Tradicionalni sistemi za merenje performansi preduzeća, zasnovani na upotrebi finansijskih pokazatelja ne zadovoljavaju potrebe savremenih preduzeća. Oni omogućavaju merenje ostvarenih rezultata u prethodnom periodu. Međutim, oni ne pružaju dovoljno kvalitetne informacije za unapređenje performansi preduzeća u budućem periodu. U savremenom periodu razvijen je veliki broj različitih modela koji ukupnu uspešnost preduzeća posmatraju mnogo kompleksnije, koristeći i finansijske, ali i nefinansijske pokazatelje, raspoređene u određenom broju perspektiva posmatranja uspešnosti preduzeća.<sup>2</sup>

Sam izbor merila performansi za konkretno preduzeće zavisi od:

- (1) formulisane strategije,
- (2) konkretne organizacione forme,
- (3) identifikovanih varijabli akcije.

Uvažavanje ovih faktora omogućava da se racionalizuje broj mera performansi bez rizika da pojedine varijable ne budu obuhvaćene i merene. Sistem mera performansi omogućava da se odredi stepen ostvarenja formulisane strategije i realizacije ciljeva preduzeća. Neophodno je pri tome naglasiti da izbor mera performansi predstavlja vrlo kompleksan problem, jer izabrane mere najčešće izražavaju jedan aspekt realnosti akcije i pojave koja je najčešće multidimenzionalna. Samim tim, potrebno je ukazati na činjenicu, da ne postoje egzaktna merila performansi preduzeća, kao i da je za jednu akciju moguće predvideti više mera performansi.

Merila performansi se mogu klasifikovati na:

- (1) tržišna merila performansi,
- (2) računovodstvena merila performansi,

---

<sup>1</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 23

<sup>2</sup> [www.scindeks.nb.rs](http://www.scindeks.nb.rs)

- (3) hibridna merila performansi,
- (4) nova merila performansi.

Tržišna merila performansi predstavljaju eksterna merila. Računovodstvena merila performansi preduzeća su interna, dok su hibridna merila eksterno-internog karaktera. Nova merila performansi su u osnovi merila, iako je za njihovo dobijanje potrebno obezbediti i eksterne podatke.

Teorija, takođe, pravi razliku između:

- (1) tradicionalnih,
- (2) savremenih mera performansi.

## 1. Tradicionalni modeli merenja finansijskih performansi preduzeća

Važan faktor uspešne primene prihvaćene strategije preduzeća jeste merenje performansi preduzeća. U razmatranju organizovanog ponašanja preduzeća, planiranje i kontrola polaze od informacija o tome, kako pojedine organizacione jedinice ostvaruju zadatke, radi periodičnih poređenja stvarnih prihoda, troškova i ulaganja sa budžetiranim iznosima. Na ovaj način merenje performansi organizacione jedinice predstavlja preduslov alokacije resursa unutar preduzeća.

Pri izboru računovodstvenih merila performansi organizacionih jedinica mogu se izdvojiti sledeći koraci<sup>3</sup>:

- (1) izbor varijabli koje reprezentuju finansijske ciljeve top menadžmenta,
- (2) definisanje elemenata uključenih u varijable iz prvog koraka,
- (3) izbor merila elemenata obuhvaćenih u varijablama u prvom koraku,
- (4) izbor veličine sa kojom se upoređuju postavljene performanse,
- (5) terminiranje feedback-a.

Prvi korak se može predstaviti opisom četiri merila koja se široko koriste u oceni ekonomskih performansi organizacionih jedinica preduzeća. To su:

- (a) stopa prinosa na poslovna sredstva (ROI),
- (b) reziudalni dobitak (RI),
- (c) dodatna ekonomska vrednost (EVA),
- (d) stopa dobitka na prihod (ROS).

Ovi pokazatelji ukazuju na usklađenost ciljeva organizacionih jedinica sa ciljem preduzeća, kao i na njihovu međusobnu usklađenost.

Drugi korak prilikom izbora merila performansi zasnovanih na računovodstvu podrazumeva određivanje elemenata u okviru varijabli iz prvog koraka. Kada je reč o ulaganjima, kompanije tada koriste sledeće vrednosti<sup>4</sup>:

3 Horngren, Ch., Bhimani, A., Datar, S., Foster, G., Management and Cost Accounting, Financial Times, Prentice Hall, SAD, 2002. godine, str. 638

4 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 25

- (a) ukupna poslovna aktiva nezavisno od namene,
- (b) ukupna poslovna aktiva umanjena za neupotrebljena sredstva i sredstva namenjena budućem poslovanju, što čini tzv. korišćena sredstva,
- (c) obrtni kapital uvećan za dugoročnu aktivu,
- (d) sopstveni kapital.

Većina kompanija se opredeljuje za primenu ROI, RI ili EVA merila. Međutim, zastupljen je stav da je ukupna korišćena aktiva prikladnija za merenje performansi organizacionih jedinica preduzeća.

Treći korak u izboru merila performansi obuhvata odgovore na pitanje da li aktivu treba vrednovati po istorijskim ili tekućim troškovima. S obzirom da se merila investiranja po istorijskim troškovima često koriste u praksi, prisutna je dilema oko korišćenja bruto knjigovodstvene vrednosti ili neto knjigovodstvene vrednosti dugoročne aktive preduzeća. Istraživanja ukazuju da kompanije uglavnom koriste neto vrednosti za procenu performansi preduzeća.

Postavljanje vrednosti sa kojom će se uporediti ostvarene performanse ili izbor ciljnih performansi je četvrti korak u izboru merila. Reč je o proceni budžetiranja pod kojim se podrazumeva procenjivanje budućih finansijskih potreba u cilju realizacije ciljanog stepena rentabilnosti, očuvanja zadovoljavajućeg stepena likvidnosti i dostizanja predviđenog finansijskog stanja. Ciljevi i zadaci svakog organizacionog dela se predviđaju budžetom i upoređuju sa ostvarenim performansama po područjima odgovornosti.<sup>5</sup>

Peti i završni korak se odnosi na kontrolu izvršenja budžeta, koja se ostvaruje kroz praćenje ostvarenja, pomoću planskih vrednosti, zatim kroz otkrivanje uzroka odstupanja ostvarenja od planskih vrednosti u cilju usmeravanja akcija organa upravljanja ka korekciji ostvarenja, odnosno preuređenju plana. Od informacija kritičnih za uspeh preduzeća, zavisi da li će se izveštaji slati dnevno, nedeljno ili mesečno menadžmentu preduzeća.

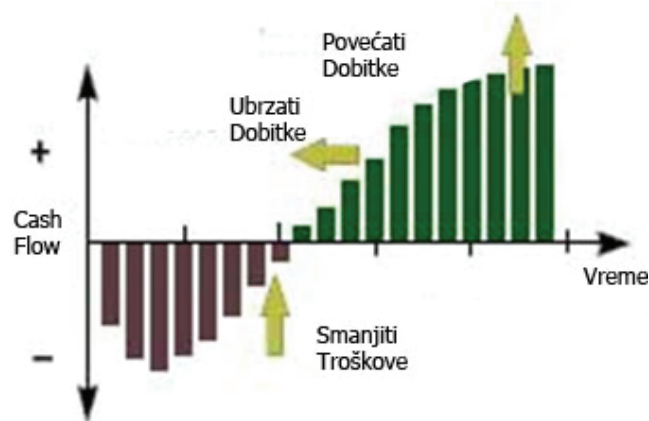
### 1.1. Stopa prinosa na poslovna sredstva (Return on Investment - ROI)

Stopa prinosa na poslovna sredstva predstavlja odnos poslovnog dobitka i ukupnih poslovnih sredstava, tj. aktive preduzeća. Ovo je najpopularniji pristup za uključivanje aktive u merila performansi preduzeća. Suština njenog korišćenja jeste, da prikaže koji je nivo kapitala generisao iznos određenog dobitka u preduzeću.<sup>6</sup>

---

5 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 29

6 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 31



Sa ROI, donosioci odluka upoređuju vreme i visinu očekivanih dobitaka u odnosu na investicione troškove

**Slika br. 17** Stopa prinosa na poslovna sredstva (ROI)

ROI omogućava donosiocima odluka da uporede vremenski period i magnitude očekivanih prinosa sa investicionim troškovima.<sup>7</sup> Stopa prinosa na poslovna sredstva ukazuje istovremeno na koristi koje menadžeri mogu očekivati od smanjenja investicija u tekuću ili fiksnu aktivu. Međutim, osnovni problem pri korišćenju ovog pokazatelja je u tome što se ne uzima u obzir cena uloženog kapitala.

$$ROI = (\text{Poslovni dobitak} / \text{Ukupna sredstva}) * 100$$

Ovaj pristup je poznat kao „Du Pont“ metod analize rentabilnosti. Du Pont metod prepoznaje dva elementa u kreiranju dobitka:

- (a) korišćenje aktive za stvaranje prihoda,
- (b) povećanje dobitka po dinaru prihoda.

Unapređenje oba elementa povećava prinos na poslovna sredstva. Komponenta prihod/ulaganje predstavlja koeficijent obrta aktive, tj. broj koji pokazuje koliko puta je prodana vrednost u visini aktive u nekom periodu. Tako, prethodna formula se može napisati i kao:

$$ROI = \text{Koeficijent obrta aktive} * \text{Stopa poslovnog dobitka na prihod}$$

Može se zaključiti da preduzeće može povećati rentabilnost povećanjem stope poslovnog dobitka, odnosno snižavanjem troškova i povećanjem koeficijenta obrta aktive, odnosno efikasnijim korišćenjem poslovnih sredstava.

Jedan od nedostataka primene ovog modela jeste u tome što menadžeri mogu iskoristiti nedostatke modela i preduzeće predstaviti u boljem svetlu.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> [www.solutionmatrix.com/return-on-investment.html](http://www.solutionmatrix.com/return-on-investment.html)

<sup>8</sup> Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 2007. godine, str. 828



## 1.2. Reziudalni dobitak (Residual Income – RI)

Reziudalni dobitak je sličan stopi prinosa na poslovna sredstva po tome što uzima u obzir uloženi kapital u određeni divizion. Razlika je u tome što se reziudalni dobitak izražava u apsolutnom iznosu i eksplicitno naglašava cenu kapitala.<sup>9</sup>

Reziudalni dobitak se dobija kao razlika dobitka diviziona i zahtevanog povraćaja na uloženi kapital. Zahtevani povraćaj na uloženi kapital dobija se primenom zahtevane stope povraćaja na ukupnu aktivu. Za razliku od ROI, ovo merilo se može porediti između više organizacionih jedinica preduzeća, čak i sa različitim rizicima poslovanja. Organizaciona jedinica koja ima najveći RI (reziudalni dobitak) najviše doprinosi vrednosti preduzeća.

ROI i RI predstavljaju ostvarenja u jednom vremenskom periodu, kao što je to poslovna godina. Menadžeri mogu preduzimati akcije koje utiču na kratkoročna povećanja RI i ROI, ali koje su u konfliktu sa dugoročnim interesima preduzeća. Takve akcije su ograničavanje istraživanja i razvoja i održavanja pogona u poslednja tri meseca fiskalne godine radi dostizanja ciljnog nivoa profita u toj godini. Iz tog razloga, neke firme ocenjuju performanse organizacionih delova na osnovu ROI i RI tokom većeg broja godina.

Reziudalni dobitak se javlja u tri osnovne verzije:

- (1) originalna verzija koju je razvio General Electric 1950. godine, a prema Rappaportu, reziudalni dobitak u ovom obliku je najprihvatljivija verzija,
- (2) zaštićena verzija reziudalnog dobitka, razvijena od strane konsultantske kompanije Stern Stewart & Co.,
- (3) promena reziudalnog dobitka.

*Vrednost preduzeća = Tekuća vrednost investiranog kapitala + Sadašnja vrednost budućih ekonomskih dobitaka*

Ako je stopa prinosa na investirani kapital jednaka ceni kapitala, ekonomski dobitak je jednak nuli, a vrednost preduzeća je jednaka tekućoj vrednosti investiranog kapitala. Preduzeće tada ne dodaje vrednost.

## 1.3. Dodata ekonomska vrednost (Economic Value Added – EVA)

Idejna osnova za uvođenje EVA predstavljalo je zapažanje, uočeno kroz empirijska istraživanja, o visokoj korelaciji racia tržišne vrednosti preduzeća i knjigovodstvene vrednosti sredstava i odnosa stope prinosa na investirani kapital i cene kapitala preduzeća. Na osnovu toga se izvodi zaključak, da preduzeće može maksimizirati tržišnu vrednost, ukoliko maksimizira odnos ROI i cene kapitala preduzeća.

Ekonomska dodata vrednost podrazumeva primenu tri osnovna inputa za njeno izračunavanje: (a) prinos na kapital po osnovu investicija, (b) trošak kapitala za te investicije, (c) kapital uloženi u te investicije.

---

<sup>9</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 32

Dodatna ekonomska vrednost je specifičan tip obračuna rezidualnog dobitka i dobija se na sledeći način:

$$EVA = \text{Neto poslovni profit posle oporezivanja} - \text{Troškovi kapitala} \\ (\text{Investirani kapital} * \text{Cena kapitala})$$

Ekonomska dodata vrednost može još da se protumači i kao ekstra vrednost ostvarena investicijom ili portfoliom investicija.<sup>10</sup>

U odnosu na RI, može se zaključiti da je poslovni dobitak zamenjen dobitkom posle oporezivanja, cena kapitala prosečnom cenom kapitala, a ukupna aktiva razlikom između ukupne aktive i tekućih obaveza. Prosečna cena kapitala je jednaka prosečnim cenama svih dugoročnih izvora finansiranja posle oporezivanja.<sup>11</sup>

Precizno izračunavanje EVA i primena koncepta zahteva veliki broj prilagođavanja uobičajenih finansijskih izveštaja, a pri tome to ne znači da će ova metoda dati podjednako dobre rezultate kod svih vrsta preduzeća. Ključna karakteristika EVA koncepta jeste da meri samo finansijsku uspešnost preduzeća. Finansijska uspešnost preduzeća jeste važna i zapravo predstavlja krajnji rezultat svih drugih aspekata uspešnosti preduzeća. Međutim, koncept ne daje dobar uvid u osnovne generatore, tj. faktore ostvarenog finansijskog rezultata, pa ni razumevanje koje aspekte poslovanja treba poboljšati i kako uticati na buduću EVA.

Vrednost se stvara samo ako je poslovni dobitak posle oporezivanja veći od cene uloženog kapitala. Da bi se unapredila EVA, menadžeri treba da zarađuju više sa istim kapitalom, koriste manje kapitala ili da investiraju u projekte sa visokim prinosom.

Inače, pokazatelj EVA predstavlja kompozitni pokazatelj finansijskih performansi preduzeća i svoju popularnost u savremenom periodu u velikoj meri duguje komercijalnim aktivnostima konsultantske kuće Stern Stewart & Co. Naime, EVA je zaštićeno ime pomenute konsultantske kuće koja je puno uložila u promovisanje samog pokazatelja. Ona je, takođe, puno uložila u model finansijskog upravljanja zasnovanog na EVA, putem velikog broja napisa u literaturi, primenom u svom konsultantskom radu i razvojem čitavog niza softvera za podršku primene EVA u preduzećima.<sup>12</sup>

Prema ovoj konsultantskoj kući, EVA se izračunava na sledeći način:

$$EVA = \text{Prilagođeni neto poslovi dobitak posle poreza} - (\text{Prilagođeni investirani kapital} t-1 \times \text{Prosečna ponderisana cena kapitala})$$

Alternativni način obračuna EVA, prema McKinsey and Company je:

10 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 2007. godine, str. 812

11 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 33

12 Gajić, B., Integrisani savremeni sistemi za merenje performansi preduzeća, Ekonomski anali br. 161, Ekonomski fakultet Beograd, 2004. godine, str. 152

$EVA = \text{Prilagođeni investirani kapital} \times (\text{Stopa prinosa na prilagođeni investirani kapital nakon poreza} - \text{Prosečna ponderisana cena kapitala})$

**Tabela br. 21** Prvi metod obračuna EVA

Opis	Godine			
	Prva	Druga	Treća	Četvrta i dalje
Poslovni dobitak	51.400	56.380	61.858	60.696
Porez na dobitak	4.636	4.990	5.430	5.206
Neto poslovni dobitak	46.764	51.390	56.428	55.490
Troškovi kapitala	15.200	16.680	18.308	20.098
Dodata ekonomska vrednost EVA	31.564	34.710	38.120	35.392

**Tabela br. 22** Drugi metod obračuna EVA

Opis	Godina				
	Nulta	Prva	Druga	Treća	Četvrta
ROIC		61.532%	61.619%	61.643%	55.217%
WACC		20%	20%	20%	20%
Investirani kapital	76.000	83.400	91.540	100.494	100.494
Dodata ekonomska vrednost EVA		31.564	34.710	38.120	35.392

Primenom oba metoda, dobija se ista vrednost EVA.

Međutim, osnovni nedostaci EVA su:

- (1) potrebna su brojna prilagođavanja, radi dobijanja tačnog obračuna,
- (2) obračun cene kapitala treba da je arbitaran,
- (3) ne uzima u obzir efekte inflacije,
- (4) implementacija je duga i skupa,
- (5) fokus je na tekućem prinosu, te se ne može značajnije koristiti za planiranje i ocenu rentabilnosti novih kapitalnih ulaganja.

Kasnija empirijska istraživanja sprovedena od strane autora vezanih za ovu konsultantsku kuću pružila su i neke druge afirmativne nalaze. Tako se ukazuje, da je EVA merilo performansi koje poseduje izuzetno visoku korelaciju sa MVA (Market Value Added – dodata tržišna vrednost), pri čemu je data korelacija otprilike duplo veća od korelacije koju pokazuju računovodstvena merila performansi ROE i ROI. Ovome se dodaju i nalazi, da (a) promene u MVA anticipiraju promene u EVA, (b) da kreiranje i održavanje MVA zahteva da se menadžment koncentriše na generisanje kontinuelnog rasta EVA u svim oblastima i aspektima poslovanja, (c) da EVA ocenjuje performanse preduzeća na isti način kao što to radi i tržište kapitala, tj. preko poređenja sa cenom kapitala preduzeća, (d) da ovo merilo performansi obezbeđuje poboljšanje korporativnog upravljanja, poravnanje interesa vlasnika i interesa zaposlenih, (e) da je idealno sredstvo za vezivanje kompenzacija menadžera, (g) da se uspešno može koristiti za kalkulaciju cene koštanja proizvoda i usluga, ocenu odnosa sa kupcima i analizu rizika i profita u svakoj od komponenti lanca vrednosti i slično.

$$MVA = \text{Tržišna vrednost} - \text{Investirani kapital}$$

Pri čemu, ukoliko je MVA veće od 0, preduzeće kreira vrednost za akcionare, a ukoliko je MVA manje od 0, preduzeće uništava vrednost. Kada je MVA jednaka nuli, tržišna vrednost je jednaka investiranom kapitalu.

Neophodno je napomenuti da je vrednost investiranog kapitala veoma teško utvrditi, te se najčešće koristi knjigovodstvena vrednost iz bilansa stanja, uz različita podešavanja. Osim toga, veoma često je teško utvrditi tržišnu vrednost dugova, te se MVA često obračunava uz pomoć investiranog sopstvenog kapitala, odnosno:

$$MVA = \text{Tržišna vrednost akcija} - \text{Investirani sopstveni kapital}$$

Način izračunavanja MVA prikazaćemo na primeru preduzeća „X“; preduzeće je ostvarilo neto prihod od realizacije od 200.000, koji će se, u naredne tri godine, povećati po stopi od 10% godišnje. U toku četvrte godine, neto prihodi od realizacije se ne menjaju. Cena koštanja učestvuje u neto prihodima od realizacije sa 40%, dok se na bruto dobitak odnosi 60%. Troškovi perioda učestvuju u neto prihodima od realizacije s 33%, dok se amortizacija osnovnih sredstava obračunava po prosečnoj godišnjoj stopi od 16%. Kamate na dugove su obračunate po prosečnoj godišnjoj stopi od 18%. Stopa poreza na dobitak utvrđena je na nivou od 10%. Zbog povećanja neto prihoda od realizacije, povećavaju se i ulaganja u obrtna sredstva. Predmetno povećanje iznosi 10% u odnosu na povećanje neto prihoda od realizacije. Porast obaveza prema dobavljačima i obaveza za ukalkulisane troškove iznosi 3% u odnosu na porast neto prihoda od realizacije. Ulaganja u osnovna sredstva se, u naredne tri godine, povećavaju za 30% u odnosu na povećanje neto prihoda od realizacije. Prosečna ponderisana cena kapitala iznosi 20%.

**Tabela br. 23** Bilans uspeha preduzeća „X“

Opis	Godine			
	Prva	Druga	Treća	Četvrta i dalje
Neto prihodi od realizacije	220.000	242.000	266.200	266.200
Cena koštanja realizovanih proizvoda	88.000	96.800	106.480	106.480
Bruto dobitak	132.000	145.200	159.720	159.720
Troškovi perioda	72.600	79.860	87.846	87.846
Troškovi amortizacije	8.000	8.960	10.016	11.178
Poslovni dobitak	51.400	56.380	61.858	60.696
Kamate na dugove	5.040	6.480	7.560	8.640
Dobitak pre poreza	46.360	49.900	54.298	52.056
Porez na dobitak	4.636	4.990	5.430	5.206
Neto dobitak	41.724	44.910	48.868	46.850

**Tabela br. 24** Bilans stanja preduzeća „X“

Opis	Godine				
	Bazna	Prva	Druga	Treća	Četvrta
Obrtna sredstva	30.000	32.000	34.200	36.620	36.620
Osnovna sredstva	50.000	56.000	62.600	69.860	69.860
Ukupno	80.000	88.000	96.800	106.480	106.480
Dobavljači i ukalkulisane obaveze	4.000	4.600	5.260	5.986	5.986
Dugoročni dugovi	28.000	36.000	42.000	48.000	48.000
Sopstveni kapital	48.000	47.400	49.540	52.494	52.494
Ukupno	80.000	88.000	96.800	106.480	106.480
	76.000	83.400	91.540	100.494	100.494

Slobodan novčani tok se dobija tako što se od zbira neto poslovnog dobitka i amortizacije oduzimaju ukupna neto investiranja u posmatranom periodu (obrotna i osnovna sredstva). Slobodan novčani tok se posmatra kao beskonačni niz.

**Tabela br. 25** Slobodan novčani tok preduzeća „X“

Opis	Godine			
	Prva	Druga	Treća	Četvrta i dalje
Neto prihodi od realizacije	220.000	242.000	266.200	266.200
Poslovni dobitak	51.400	56.380	61.858	60.696
Porez na dobitak	4.636	4.990	5.430	5.206
Neto poslovni dobitak posle poreza	46.764	51.390	56.428	55.490
Amortizacija	8.000	8.960	10.016	11.178
Dodatna investiranja				
U obrtna sredstva	1.400	1.540	1.694	-
U osnovna sredstva	14.000	15.560	17.276	11.178
Ukupna neto investiranja	15.400	17.100	18.970	11.178
Slobodan novčani tok	39.364	43.250	47.474	55.490

Na ovaj način, tržišna vrednost preduzeće se može izračunati diskontovanjem slobodnih novčanih tokova. Ukoliko je MVA veća od nule, preduzeće kreira vrednost za akcionare i obrnuto.

Činjenica je da uklanjanje nedostataka ekonomskog dobitka kroz upotrebu EVA puno košta. Naime, obračun korigovanih veličina dobitka i investiranog kapitala zahteva 164 korekcija računovodstvenih podataka.<sup>13</sup> Tako, na primer, pošto izdaci u marketing i izdaci u istraživanje i razvoj pomažu kreiranje vrednosti, njih treba vratiti iz bilansa uspeha u bilans stanja, tj. prikazati kao investirani kapital. Potom ovu investiciju treba amortizovati u periodu u kome se očekuju ekonomske koristi od takvog ulaganja. Sporna pitanja u ovom postupku korekcije predstavljaju pitanje: u kom periodu treba amortizovati ova ulaganja, kao i pitanje za koji vremenski period unazad treba izvršiti ovakvo „vraćanje“. Kritičari smatraju da su korekcije u skladu sa EVA izuzetno spori i skupi procesi u kojima je subjektivizam zastupljen u većoj meri, nego u procesima dobijanja originalnih računovodstvenih podataka. Osim toga i proces obračuna cene kapitala preduzeća za potrebe EVA ocenjuje se krajnje arbitrarnim.

<sup>13</sup> Arnold, G., Corporate Financial Management, Pearson Education Limited, Prentice Hall/Financial Times, 2001. godine, str. 724

## 1.4. Stopa dobitka na prihod (Return on Sales – ROS)

U indirektnom obliku, ratio dobitak/prihod od prodaje je vrlo često u upotrebi. Stopa dobitka na prihod je jedna od komponenti ROI kod Du Pont metoda. Korišćenje svakog od navedenih merila ukazuje na različiti aspekt performansi. Na primer, na tržištima gde je rast prodaje limitiran, ROS je najznačajniji indikator performansi organizacionih jedinica. Međutim, za ocenu ukupnih performansi, ROI ili RI merila su povoljnija jer uzimaju u obzir i dobitak i aktivu. Neki menadžeri favorizuju EVA merila koja uzimaju u obzir efekte oporezivanja, dok drugi koriste RI, jer je lakši za kalkulaciju i često nudi identične ili slične zaključke kao EVA.

## 2. Savremeni modeli performansi preduzeća

U nekoliko poslednjih decenija razvijen je veliki broj savremenih sistema za merenje performansi preduzeća, što ukazuje na promenu potreba savremenih preduzeća u ovom domenu. Savremeni uslovi poslovanja su suštinski promenili osnovne pretpostavke kreiranja konkurentne uspešnosti preduzeća. Iz tog razloga tradicionalni sistemi merenja performansi preduzeća, uglavnom, više nisu u mogućnosti da zadovolje potrebe savremenih preduzeća u pogledu merenja performansi i kontrole preduzeća.<sup>14</sup>

S obzirom na savremene uslove poslovanja i kritične faktore za uspeh u sprovođenju strategije, savremena preduzeća osim tipično finansijskih mera, koriste i razne druge mere performansi. Jedna od mogućih sistematizacija ovih mera je sledeća<sup>15</sup>:

- (a) merenje performansi vezano za dobavljače,
- (b) merenje performansi zasnovano na vremenu,
- (c) merenje performansi zadovoljenja potreba kupaca.

Kao rezultat potrebe preduzeća da raspolaže i koristi adekvatnije sisteme za merenje performansi preduzeća, koji bi bolje odgovorili savremenim uslovima poslovanja i savremenim zahtevima uspešnog upravljanja preduzećem, nastao je čitav niz sistema koji se mogu označiti kao savremeni sistemi za merenje performansi preduzeća. Karakteristika ovih merila jeste težnja da budu sveobuhvatni i celoviti i da nastoje da preduzeću pristupe kao jednom veoma složenom sistemu, koji funkcioniše u kompleksnom, dinamičnom okruženju i koji svojim poslovanjem treba da zadovolji čitav spektar različitih ciljeva i interesa. Savremeni sistemi za merenje performansi nastoje da odgovore savremenim potrebama upravljanja preduzećem u celini i da pruže savršeniji ekonomski instrumentarijum za podršku donošenja odluka u preduzeću. Veoma često savremeni sistemi za merenje performansi zahtevaju prilagođavanje čitavog sistema upravljanja u cilju postizanja optimalnih rezultata.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> www.scindeks.nb.rs

<sup>15</sup> Burch, J., Cost and Management Accounting – A Modern Approach, West Publishing Co, Saint Paul, 1994. godine, str. 506-527

<sup>16</sup> Gajić, B., Integrisani savremeni sistemi za merenje performansi preduzeća, Ekonomski anali br. 161, Ekonomski fakultet Beograd, 2004. godine, str. 152

## 2.1. Merenje performansi vezano za dobavljače

Kvalitet pribavljenih inputa se odražava na kvalitet outputa, efikasnost i efektivnost proizvodnih aktivnosti preduzeća. Kvalitet pribavljenih inputa će u znatnoj meri zavistiti od dobavljača sa kojima preduzeće posluje. Dobavljači treba da ispune odgovarajuće standarde u pogledu kvaliteta, cene i vremena isporuke. Sa atestiranim dobavljačima potpisuju se višegodišnji ugovori i omogućava im se uvid u planove proizvodnje. Neatestirani dobavljači se mogu označiti kao prihvatljivi, probni ili neprihvatljivi. Uz pomoć programa atestiranja dobavljača preduzeća mogu da smanje njihov broj i da eliminišu aktivnosti koje ne dodaju vrednost vezane za poručivanje, proveru i brojanje.<sup>17</sup>

Merenje performansi vezano za dobavljače može biti finansijsko i nefinansijsko. Finansijsko merenje performansi dobavljača otkriva nepotrebne troškove do kojih je došlo zbog neusklađenosti dobavljača u pogledu kvaliteta i planova isporuke.

Indeks performansi dobavljača, odnosno IPD može se izračunati po obrascu:

$$IPD = \frac{(Troškovi nabavljenih sirovina + Troškovi aktivnosti koje ne dodaju vrednost)}{Troškovi nabavljenih sirovina}$$

Ukoliko isporuka robe nekog dobavljača ne povlači sa sobom nikakve dodatne aktivnosti koje ne dodaju vrednost, indeks performansi dobavljača će biti jednak jedinici. Svaki indeks veći od jedinice označava neusklađenost dobavljača. Indeks koji se kreće između 1,04 i 1,05 znači da je dobavljač prihvatljiv, dok indeks iznad 1,05 znači da je dobavljač neprihvatljiv.

IPD može pomoći pri donošenju odluke o izboru dva dobavljača.

Nefinansijsko merenje performansi vezano za dobavljače temelji se na:

- (a) kvalitetu,
- (b) ceni,
- (c) vremenu isporuke,
- (d) premijama.

Da bi ispunio kriterijume za izbor atestiranog dobavljača, dobavljač treba da obezbedi isporuku bez ili sa malo škarta, po konkurentnoj ceni i u pravo vreme. Pored toga, dobavljač treba da bude spreman na stalni razvoj. Savremena preduzeća žele da posluju sa nekoliko pouzdanih dobavljača na koje mogu da se oslone u pogledu kvaliteta, vremena isporuke, dok cena robe nije toliko presudna. To praktično znači, da dobavljač može da dobije status atestiranog sa višom cenom od konkurentnih cena dobavljača, ukoliko ih nadmašuje u drugim merama performansi.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 35

<sup>18</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 35

Merenje performansi vezano za kvalitet ima u fokusu sposobnost dobavljača da isporučuje sirovine visokog kvaliteta i izračunava se na sledeći način:

$$\text{Procenat prihvatljivosti} = \text{Broj prihvaćenih delova} / \text{Broj isporučenih delova}$$

Primeru radi, ako dobavljač isporuči 1.000 delova sa 90 delova koji su škart, tada je prisutan procenat prihvatljivosti od 91% (910 prihvaćenih delova : 1.000 isporučenih delova). Merenje performansi vezano za pravovremenu isporuku ima u fokusu sposobnost dobavljača da isporuči sirovine u pravo vreme. Merenje performansi vezano za jednostavnost dobavljača izražava se preko broja dobavljača po jedinici sirovine i broj porudžbina po jedinici sirovine. Kompleksni proizvodi zahtevaju više dobavljača, dok više dobavljača uzrokuje više porudžbina i aktivnosti rukovanja materijalom. Da bi preduzeće imalo uvid u to koliko dobro se radi na racionalizaciji aktivnosti koje su uzrokovane dobavljačima, preporučuje se sledeće merenje performansi:

$$\text{Broj dobavljača po jedinici sirovine} = \text{Broj dobavljača} / \text{Broj jedinica sirovine}$$

Da bi preduzeće ostvarilo uvid u to kako broj dobavljača uzrokuje aktivnosti vezane za kupovanje preporučuje se sledeće merenje performansi:

$$\text{Broj porudžbina po jedinici sirovine} = \text{Broj porudžbina} / \text{Broj jedinica sirovine}$$

Navedene mere omogućavaju da svako preduzeće na relativno precizan način izabere najprihvatljivije dobavljače, kao i da odredi potreban broj dobavljača, odnosno porudžbina koje će omogućiti efikasno i efektivno odvijanje poslovanja preduzeća.

## 2.2. Merenje performansi vezano za vreme

U savremenim uslovima poslovanja vreme predstavlja jedan od ključnih faktora uspeha preduzeća. U tom smislu, je potrebno posvetiti odgovarajuću pažnju merama performansi zasnovanim na vremenu.<sup>19</sup>

Trajanje ciklusa proizvodnje je dužina vremena od početka do završetka proizvoda ili usluga i predstavlja meru koja postaje veoma bitna. Trajanje ciklusa proizvodnje se sastoji od<sup>20</sup>:

- (a) vremena procesiranja,
- (b) vremena kretanja proizvodnje,
- (c) vremena čekanja,
- (d) vremena kontrole.

Vreme procesiranja predstavlja količinu vremena potrebnu za obradu proizvoda. Vreme kretanja proizvodnje predstavlja količinu vremena potrebnu da se proizvod prenese sa jedne lokacije na drugu u toku procesa proizvodnje. Vreme čekanja je količina vremena u toku koga proizvod stoji, čekajući na obradu, prenošenje, proveru,

---

19 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 38

20 Drury, C., Management and Cost Accounting, Internatinal Thomson Business Press, London, 1996. godine, str. 37



doradu, kao i vreme koje proizvod provede na zalihama dok se proda i otpremi. Vreme kontrole je količina vremena potrebna za utvrđivanje defektnih proizvoda i njihove dorade radi otklanjanja nedostataka u kvalitetu.

Merenje performansi zasnovano na vremenu može se vršiti pomoću<sup>21</sup>:

- (a) koeficijenta efikasnosti „vodećeg“ vremena,
- (b) koeficijenta brzine obrta kontribucione marže,
- (c) odnosa isporuka/proizvodnja,
- (d) koeficijenta vremena pripreme,
- (e) koeficijenta vremena spremnosti mašine za rad.

Koeficijent efikasnosti „vodećeg“ vremena. „Vodeće“ vreme predstavlja vreme između početka procesa ili aktivnosti i pojave njihovih rezultata, čijim se smanjivanjem povećava brzina koja se kod savremenih preduzeća odnosi na<sup>22</sup>:

- (a) inženjering dizajna u dobijanju novih proizvoda od faze dizajna do faze proizvodnje,
- (b) dostavljanja sirovine od dobavljača do procesa proizvodnje,
- (c) pretvaranja sirovine u gotove proizvode,
- (d) isporuku gotovih proizvoda potrošačima.

Koeficijent efikasnosti „vodećeg“ vremena proizvodnje se izračunava na sledeći način:

$$KEVV = \text{Aktivnosti koje dodaju vrednost} / (\text{Aktivnosti koje dodaju vrednost} + \text{Aktivnosti koje ne dodaju vrednost})$$

Prema istraživanjima, vrhunski proizvođači imaju koeficijent efikasnosti vodećeg vremena 40 i više, a neki čak i 80%. Koeficijent efikasnosti vodećeg vremena od 80% znači da samo 20% procesa proizvodnje uključuje aktivnosti koje ne dodaju vrednost proizvodu.<sup>23</sup>

Koeficijent brzine obrta kontribucione marže iskazuje se kroz sledeći odnos:

$$\text{Koeficijent brzine obrta kontribucione marže} = \text{Kontribuciona marža proizvoda} / \text{„Vodeće“ vreme proizvodnje}$$

Merenje performansi u ovom slučaju zasniva se na činjenici da profitabilnost nije samo funkcija apsolutne profitabilnosti već i „vodećeg“ vremena proizvodnje. U tom smislu, pri donošenju odluke o tome koji je proizvod profitabilnije proizvoditi i prodavati, pored informacija o kontribucionoj marži, u analizu treba uključiti i „vodeće“ vreme proizvodnje.

21 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 38

22 Burch, J., Cost and Management Accounting – A Modern Approach, West Publishing Co, Saint Paul, 1994. godine, str. 506-527

23 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 40

Odnos isporuka/proizvodnja kao mera performansi poredi „vodeće“ vreme isporuke sa „vodećim“ vremenom proizvodnje. On se može prikazati na sledeći način:

$$\text{Odnos isporuka/proizvodnja} = \text{„Vodeće“ vreme proizvodnje} / \text{„Vodeće“ vreme isporuke}$$

Ukoliko preduzeće želi da ostvari kontinuirani tok i sinhronizovane operacije navedeni koeficijent treba da bude jednak jedinici, odnosno vreme potrebno za proizvodnju proizvoda treba da bude jednako vremenu potrebnom za isporuku proizvoda. To praktično znači da preduzeće treba da posluje bez zaliha, čime se eliminišu nepotrebne aktivnosti i troškovi vezani za čuvanje zaliha.

Koeficijent vremena pripreme predstavlja količinu vremena potrebnu da se proizvodni kapaciteti, tj. oprema pripremi za proizvodnju drugačijeg proizvoda ili usluge. Koeficijent vremena pripreme kao merilo performansi može se izračunavati na sledeći način:

$$\text{Koeficijent vremena pripreme} = \text{Ukupno vreme pripreme u toku nedelje} / \text{Broj priprema}$$

Ovaj koeficijent pokazuje u kojoj meri se efikasno proizvodni kapaciteti pripremaju za proizvodnju drugog proizvoda ili pružanje usluge. Najčešće preduzeća teže da skrate vreme pripreme, jer će kraće vreme pripreme omogućiti smanjivanje veličine serije, što će dalje, uticati na smanjenje zaliha u procesu proizvodnje i skraćivanju „vodećeg“ vremena proizvodnje.

### 2.3. Merenje performansi vezano za zadovoljenje potreba kupaca

Merenje performansi zadovoljenja potreba kupaca pokazuje koliko uspešno preduzeće izlazi u susret potrebama, željama i očekivanjima kupaca. Zbog dinamičnosti tržišta ove mere su najčešće podložne promenama. Osim toga, mere performansi vezane za dobavljače i zasnovane na vremenu u manjoj ili većoj meri, direktno ili indirektno, utiču na zadovoljenje potreba kupaca.<sup>24</sup>

Relevantnost mera performansi zadovoljenja potreba i želja kupaca određuje se prema njihovom značaju. Ova mera se može izraziti sledećim odnosom:

$$\text{Pravovremena odluka} = \frac{\text{Broj jedinica proizvoda isporučenih kupcima u toku nedelje}}{\text{Broj jedinica proizvoda obećanih kupcima za tu nedelju}}$$

Mera performansi potpunog izvršenja porudžbine pokazuje koliko se porudžbina u potpunosti izvršava u određenom vremenskom periodu.

$$\text{Indeks potpunog izvršenja porudžbina} = \frac{\text{Broj neizvršenih porudžbina}}{\text{Broj porudžbina}}$$

Treba istaći da jednom sprovedena anketa kupaca u pogledu potreba i želja nije dovoljna. Želje i potrebe kupaca se menjaju što utiče i na promene u merenju performansi, tako da anketiranje kupaca i merenje performansi, kao i druge za to vezane radnje, treba da budu proces koji traje.

<sup>24</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 43

### 3. Dizajniranje sistema merenja finansijskih performansi preduzeća

Dizajniranje sistema merenja performansi je u funkciji efikasnog i efektivnog upravljanja preduzećem u savremenim uslovima poslovanja. U procesu dizajniranja sistema merenja performansi preduzeća treba da se uvažavaju pravila, koja se mogu sistematizovati na sledeći način<sup>25</sup>:

- (1) Pravila o povezanosti mera performansi sa strategijama, ciljevima i organizacionom hijerarhijom,
- (2) Pravila povezana sa brojem i kvalitetom mera performansi,
- (3) Pravila sa aspekta podsticaja i motivacije.

Pravila o povezanosti mera performansi sa strategijom, ciljevima i organizacionom hijerarhijom su sledeća:

- (1) Dobra mera performansi, odnosno njihovi povezani i organizovani skup, treba da odražava smisao formulisane strategije. Ovo zbog toga što sistem mera performansi treba da predstavlja instrumentarij „za prevođenje strategije u akcije“ koje dovoljno govore o samoj strategiji. Izabrane mere performansi koje ne proizilaze iz formulisane strategije mogu proizvesti konfuzije i nedostatak precizne zaposlenosti dragocenih resursa.<sup>26</sup> Složenost i kompleksnost poslovnih procesa u funkciji realizacije strategije onemogućavaju lako pronalaženje direktnih veza svake mere performansi sa formulisanom strategijom.

Poslovna strategija preduzeća u savremenim uslovima poslovanja stavlja naglasak na pitanja: kvaliteta, pouzdanosti, inovacija, usluge potrošačima, ali i na odgovornost prema okruženju. Prisutna su najmanje dva razloga zbog kojih mere performansi treba da budu u skladu sa poslovnom strategijom:

- (a) Preduzeće bi trebalo da zna koliko dobro posluje, te shodno tome da bira nekoliko mera koje se koriste za procenu napretka u poslovanju. Izbor mera performansi usmerava upravljanje preduzećem, a odabrane mere ukazuju na prioritete preduzeća.
  - (b) Drugi razlog je fokusiranje zaposlenih na ono što se meri, jer ako jedno preduzeće meri i izveštava o nečijem radu, ta osoba će želeći da poboljša svoje učinke. Mere obezbeđuju povratni uticaj s ciljem pružanja pomoći zaposlenima i timovima u obavljanju poslova, ali i unapređenja performansi.
- (2) Merila performansi treba da su u skladu sa ciljevima kompanije i treba da uzmu u obzir interne i eksterne faktore neophodne za njihovo ostvarenje. Hijerarhija merila performansi podrazumeva njihovo obuhvatanje na nivou tržišta, nivou preduzeća, nivou pogona i nivou pratećih službi. Obično preduzeće određuje svoju konkurentsku poziciju obzirom na performanse ekonomije kao celine i grane u kojoj posluje. Merila performansi na nivou tržišta obuhvataju kvalitet, usluge, troškove životnog ciklusa i tržišni udeo.

<sup>25</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 46

<sup>26</sup> Niven, P.R., Balanced Scorecard, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002. godine, str. 146

- (3) Promene u poslovanju iziskuju promene merila performansi. Ona treba da bude analizirana i rangirana prema trenutnom značaju faktora uspeha. Uvođenjem novih merila, postojeća se trebaju razmotriti, modifikovati ili napustiti ukoliko više nisu relevantna.  
Neophodno je napomenuti da merila treba menjati samo ako se menjaju zahtevi poslovanja, a nikako usled promena stila upravljanja.

Pravila povezana sa brojem i kvalitetom mera performansi su:<sup>27</sup>

- (1) Merila performansi treba da produkuju efektivne i pravovremene podatke o svim aktivnostima kompanije. Merila performansi treba uspostaviti na nivou aktivnosti i reflektovati one koje su od značaja za preduzeće.
- (2) Merenje performansi treba da bude kvantitativno određeno uz mogućnost korišćenja grafikona i drugih vizuelnih prikaza. Kvantitativno izražavanje mera performansi je njihovo vrlo značajno određenje.
- (3) Razumljivost je jedna od glavnih svojstava mere performansi, jer se samo razumljiva mera može adekvatno primeniti. Razumljivost je usko povezana sa jednostavnošću, jer kompleksne matematičke formule mogu da budu nejasne velikom broju korisnika.
- (4) Merenje performansi treba da ima za cilj da potpomogne poboljšanje, pre nego da posluži kao instrument kontrola. Drugim rečima, da pokaže gde su nastala poboljšanja i gde je moguće postići poboljšanja.
- (5) Predvidivost informacije je osnov determinisanja sistema mera performansi preduzeća. Ova osobina informacije je bliža informacijama nefinansijske nego finansijske prirode. Ovo jednostavno iz razloga što je informacija nefinansijske prirode.
- (6) Mera performansi treba da bude tako izabrana da je teško proizvoljno tumačiti i na taj način sa njom manipulirati.
- (7) Pogodnost za modifikovanje i unapređenje je jedna od važnih osobina mera performansi. Ovo proizilazi iz činjenice što su uslovi privređivanja vrlo dinamični i što ne postoji jedinstven način za izbor odgovarajućih mera performansi.
- (8) Broj mera performansi treba da bude razuman.
- (9) Merenje performansi treba da bude nefinansijsko. Finansijske mere pokazuju trenutnu poziciju preduzeća, a ne njegovo usmerenje kako da se rezultati preduzeća održe i poprave.
- (10) Merenje performansi treba da omogući brzu povratnu informaciju. Mnoga preduzeća dobijaju podatke o merama mesečno. Takve informacije su često zakasnele i nedovoljno upotrebljive.

Pravila sa aspekta podsticaja i motivacije su:<sup>28</sup>

- (1) Merenje performansi treba da podstiče delotvorno ponašanje. Zaposleni, čiji se učinak meri, ne smeju da sumnjaju u tačnost i relevantnost mera performansi. Merenje performansi ne treba da bude pod direktnim uticajem fak-

---

27 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 48-52

28 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 52

tora koji ne mogu da budu kontrolisani od strane ljudi odgovornih za aktivnosti koje se mere. Zaposleni će biti motivisani za poboljšanje performansi ukoliko se u preduzeću meri i izveštava o rezultatima njihovog rada.

- (2) Merenje performansi treba da se usredsredi na pozitivne aspekte, ali i na probleme. Mera performansi bi trebalo da istakne ono što je dobro urađeno, pre nego da naglašava ono što je negativno urađeno u preduzeću.

Upravljanje preduzećem se u literaturi, ali i u praksi, najčešće determiniše preko tri dimenzije:

- (a) formulisanje strategije,
- (b) prilagođavanje ili/i kreiranje organizacije,
- (c) determinisanje sistema mera performansi preduzeća.

Problemi u praksi nastaju kod ostvarivanja svih dimenzija i posebno su izraženi kod jasnog determinisanja strategije i njenog uklapanja u odgovarajući sistem mera performansi. Dakle, ne postoji jasno i jedinstveno determinisana veza između formulisane strategije i relevantnog sistema mera performansi, koja će na adekvatan i efikasan način komunicirati unutar preduzeća. S druge strane, formulisana strategija može ostati ista ili se neznatno promeniti, ali je sistem mera performansi, podložan dinamičkim promenama u savremenom okruženju, poznatom pod nazivom Nova ekonomija.

Poslovna strategija se po svojoj prirodi naslanja na misiju, vodeće principe i viziju preduzeća. Misija se determiniše kao smisao postojanja preduzeća tehnički razvijena kroz „5 zašto“ inspirisana promenom, lako razumljiva, komunikativno prihvatljiva i po prirodi dugoročno orijentisana. Vodeći principi polaze od činjenice da preduzeće može da stvori određene vrednosti bez ograničavanja na konkretno vreme. Principi predstavljaju najopštiji okvir za donošenje odluka o organizovanju preduzeća. Misija, tj. svrha, vodeći principi i vrednosti stvaraju uslove da preduzeće uopšteno definiše buduće stanje u koje želi da dođe, tj. viziju. Vizija ne može biti apstraktno definisana, već treba da obezbedi dovoljan sadržaj elemenata željenog stanja na koje bi se utemeljila strategija i ciljevi preduzeća. Strategija predstavlja osmišljeno kombinovanje u viziji definisanih setova aktivnosti na takav način da se bolje od konkurenata zadovolje potrebe i zahtevi potrošača. Međutim, osmišljavanje i razvijanje strategije predstavlja jedan problem, a njena implementacija predstavlja nešto drugo. Istraživanja pokazuju da je neuspeh strategije u 70% slučajeva posledica njene loše realizacije. Uspešna strategija podrazumeva njeno prevođenje kroz organizacione elemente preduzeća, kako bi zaposleni prepoznali elemente strategije na koje direktno utiču.<sup>29</sup>

### 3.1. Sistemi mera i upravljanja performansama preduzeća

Mere performansi predstavljaju osnovni instrument za efikasno upravljanje preduzećem. Ovo proizilazi iz činjenice što mere omogućavaju da se strategija kao korpus poslovnih aktivnosti smišljeno sprovodi preko svih elemenata organizacione strukture preduzeća. Isto tako, sistem mera performansi predstavlja efikasno sredstvo za implementaciju strategije, jer se isto izražava jezikom mera. Sistem mera podržava ciljeve i strategije i podstiče elemente organizacije na delotvorno ponašanje, odnosno

---

<sup>29</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 54

ponašanje koje vodi ka realizaciji strategije. Broj mera performansi kojima se može izraziti uspeh preduzeća je veliki. Nisu sve mere jednako važne za svako preduzeće, kao ni za njegovu izabranu strategiju. To ukazuje na činjenicu, da ne postoji jednoznačna i jednostavna veza izabrane strategije i sistem mera performansi nije dat za sva vremena.

Nestabilnosti sistema mera performansi znatno doprinosi dinamična priroda faktora i procesa kreiranja vrednosti, odnosno sistema pokretačkih snaga savremenog preduzeća. Tradicionalni sistem pokretačkih snaga preduzeća uglavnom je povezivan sa fizičkom i finansijskom aktivom preduzeća, koja je predmet identifikovanja i merenja računovodstva. U novoj ekonomiji istražen je i identifikovan veliki broj drugih pokretačkih snaga kreiranja vrednosti u preduzeću. Prvu grupu navedenih pokretačkih snaga kreiranja vrednosti čine one pokretačke snage koje su povezane sa organizacijom u najopštijem smislu reči. Drugu grupu čine one pokretačke snage koje su povezane sa potrošačima, a treća grupa je povezana sa zaposlenima i dobavljačima.<sup>30</sup>

Upravo ove pokretačke snage u savremenoj ekonomiji (iako nisu bile nepoznate u tradicionalnoj ekonomiji) su dobile posebnu specifičnu težinu. One su zapravo razlog odstupanja računovodstveno identifikovane vrednosti od njihovih faktičkih tržišnih vrednosti.

Glavne komponente integralnog sistema mera performansi su<sup>31</sup>:

- (a) strategijski plan,
- (b) osnovni poslovni procesi,
- (c) zahtevi stejkholdera,
- (d) uloga višeg menadžmenta,
- (e) uloga zaposlenih,
- (f) komunikacije.

Strategijsko planiranje predstavlja proces koji pomaže preduzećima da definišu ono što žele ostvariti u budućnosti, sposobnost ostvarenja vizije, kao i da postave plan aktivnosti i upotrebe resurse kojima će se postići ciljevi i ostvariti zadaci. Efikasan sistem mera performansi podrazumeva jasnu identifikaciju ključnih poslovnih procesa. Pri razvoju strategijskih ciljeva i zadataka potrebno je analizirati potrebe, stanovišta i očekivanja stejkholdera. U većini uspešnih preduzeća inicijativu postavljanja sistema mera performansi pokreće „top menadžment“. Posvećenost lidera razvoju i upotrebi mera performansi je kritičan element uspeha ovog sistema. Bitna komponenta uloge „top menadžmenta“ jeste primena strategijskog plana. Jedan od najboljih načina kreiranja „pozitivne kulture“ koja podstiče postavljanja i razvoj sistema mera performansi je aktivan rad zaposlenih. Ovo se postiže uključivanjem zaposlenih u razvoj sistema. Komuniciranje u svim pravcima je suštinska komponenta postavljanja i održavanja sistema mera performansi, što se može postići putem sastanaka, različitih formi štampanih medija, kompjuterske tehnologije i slično.

---

30 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 56

31 The Performance-based Management, Handbook, A six-Volume Compilation of Techniques and Tools for implementing the Government Performance and results Act of 1993, 2001. godine, str. 11

### 3.2. Selekcija mera performansi prema izabranoj strategiji

U literaturi i praksi su se izdiferencirale tri strategije preduzeća i to<sup>32</sup>:

- (a) strategija diferencijacije proizvoda,
- (b) strategija redukcije troškova ili liderstva troškova,
- (c) strategija vrhunskog usluživanja potrošača sa mogućnošću fokusiranja na određene specifične tržišne segmente.

Svaka od navedenih strategija zahteva svojevrsan sistem mera performansi.

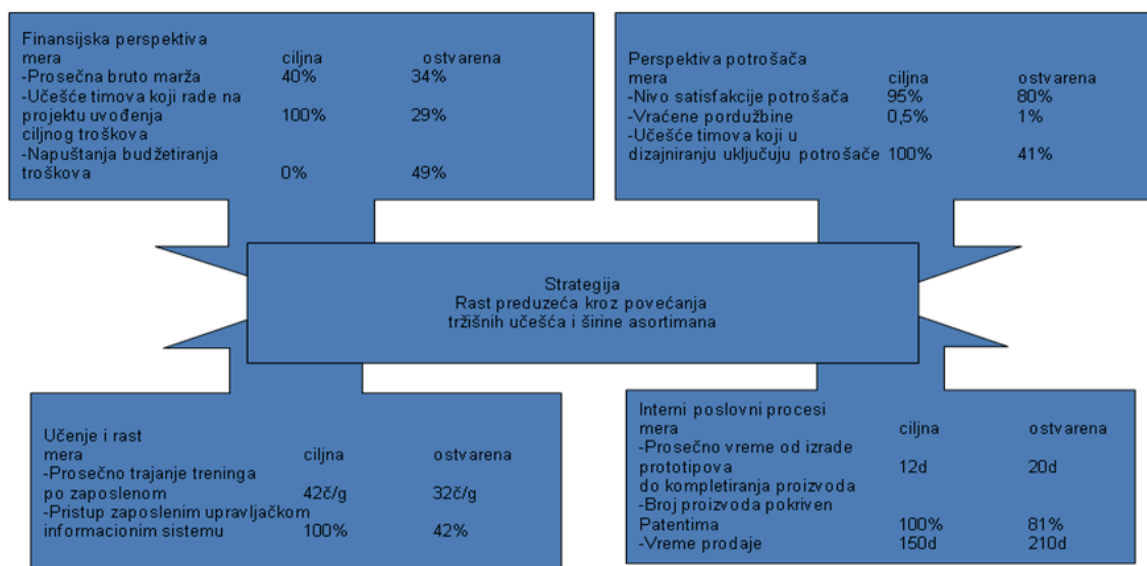
Identifikovanjem ključnih aktivnosti i njihovih mera uspešnosti preduzeće podiže nivo delotvornosti planiranja i efikasnosti kontrole, kao dva najvažnija instrumenta efikasnog upravljanja. Logično je da će svako preduzeće izabrati specifičan i svojevrsan sistem aktivnosti i mera njihove efikasnosti.

**Strategija diferencijacije** odgovara preduzećima kod kojih su aktivnosti i troškovi marketinga značajna komponenta u lancu vrednosti. Strategija diferencijacije akcenat stavlja na stvaranje nove ili povećanje postojeće vrednosti za potrošače i to ponudom proizvoda jedinstvenih dimenzija na kojima se može postići vrhunska cena. Njena realizacija podrazumeva ponudu proizvoda vrhunskog kvaliteta, izgradnju i razvoj snažnog komercijalnog imidža, automatsku reakciju na zahteve potrošača, razvoj novih i unapređenje karakteristika postojećih proizvoda, kreiranje svojevrsnih i efikasnih kanala distribucije. Krajnji cilj je ponuditi izuzetan proizvod čije osobine u potpunosti zadovoljavaju zahteve ciljnih potrošača, a koji su spremni da takve proizvode kupe. Sama suština ove strategije je u širini proizvodno-prodajnog asortimana proizvoda koji se nude. Teži se razvijanju poslovnih procesa koji su orijentisani na dostizanje i održavanje visokog nivoa sposobnosti radne snage, kako bi se obezbedila brza proizvodnja prototipova.

U vezi sa tim, mora se obezbediti visok nivo prodaje i efikasnosti naplate potraživanja kako bi se obezbedilo dovoljno novca potrebno za finansiranje ukupne infrastrukture koja podržava realizaciju postavljene strategije. Sa druge strane, stalno razvijanje velikog broja proizvoda, kao i evidentna diverzifikacija procesa koji dovode do proizvodnje istog proizvoda podrazumeva korišćenje ciljnog troška, kao glavnog instrumenta upravljanja preduzećima. To ima za posledicu, kontinuirano usavršavanje sposobnosti i veština upravljačkih računovođa i drugih kadrova koji formiraju timove za istraživanje novih i usavršavanje postojećih proizvoda i kontinuirano poređenje projektovanih i ostvarenih troškova proizvoda.

---

<sup>32</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 59

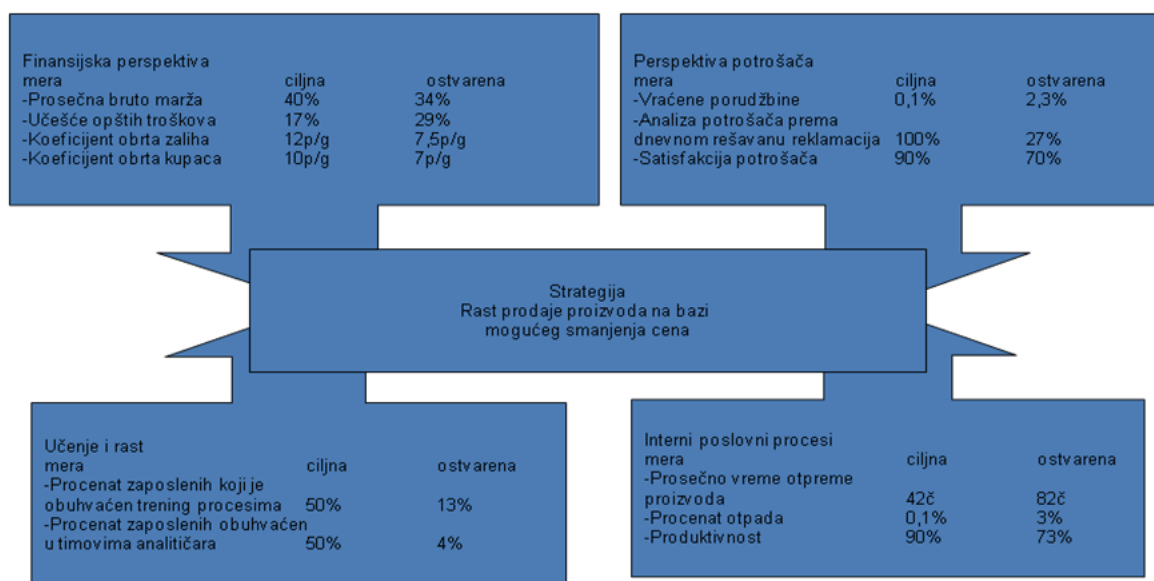


**Slika br. 18** Strategija diferencijacije preduzeća

**Strategija redukcije troškova** odgovara preduzećima koja proizvode standardizovane proizvode kao što su satovi, bela tehnika, hemijski proizvodi i drugo. Realizacija ove strategije zasniva se na strategijskoj analizi troškova. Ona podrazumeva identifikovanje lanca vrednosti kao homogenog seta aktivnosti preduzeća i dodeljivanje troškova svakom od tih setova aktivnosti ili pojedinim aktivnostima odgovarajućih troškova prema njihovim izazivačima i to kako u samom preduzeću, tako i kod konkurenata u cilju njihovog redukovanja. Redukovanje može biti bazirano na unapređenju kontrole izazivača troškova ili redefinisanju lanca vrednosti, radi identifikovanja određenih područja ili pojedinih aktivnosti u kojima se može postići komparativna prednost. Orijentacija na potrošače u ovoj strategiji je usmerena na njihove reklamacije, jer su oni direktni pokazatelj nivoa kvaliteta, odnosno nekvaliteta proizvoda koji treba eliminisati smanjujući time gubitke resursa preduzeća u budućnosti. Mere performansi u finansijskoj sferi značajne su i sa aspekta benchmarking analize kako bi se odredile šanse za dodatnu redukciju troškova. Finansijske mere performansi treba da uključe i mere performansi upotrebe kapitala i zaliha, kao i mere efikasnosti naplate potraživanja.<sup>33</sup>

<sup>33</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 62



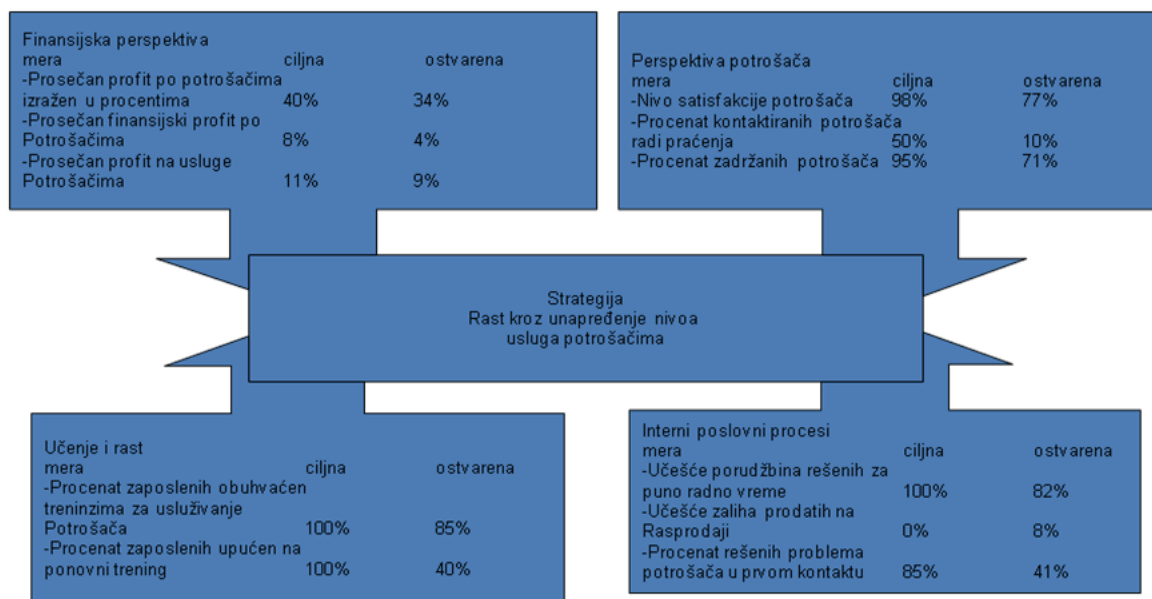


**Slika br. 19** Strategija redukcije troškova preduzeća

**Strategija vrhunskog usluživanja** odgovara preduzećima koja se bave maloprodajom. Ova strategija mora biti stalno fokusirana na trening, motivisanje i zadržavanje zaposlenih retke specijalnosti, koji poseduju bilo prirodne, bilo stečene sposobnosti da postignu najviši nivo usluga potrošačima. Isto tako, poslovni procesi moraju biti osposobljeni da zadovolje svaku porudžbinu potrošača, kao i da zaposleni budu u potpunosti informisani. Osim toga, procesi treba da budu orijentisani ka blagovremenoj isporuci, brzom otklanjanju nedostataka i rešavanju reklamacija potrošača. Bez obzira na evidentne prednosti izabranog sistema mera performansi i akcija koje treba preduzeti mora se naglasiti da to nije ni jednostavan, niti lak zadatak. Naime, najznačajniji problem je uključivanje holističkog pristupa upravljanju, odnosno uključivanje svih delova i funkcija i u tom smislu postizanja konsenzusa o sistemu mera performansi. Najčešće, izabrani sistem mera i akcija dovodi do promena postojećeg nivoa nadležnosti i odgovornosti menadžera i to kako u smislu smanjenja njihovog obima, tako i u smislu povećanja napora i složenosti, kao i preciznosti merenja performansi njihovog izvršavanja. Nekada se može dogoditi da izabrani sistem mera performansi pokaže da je neki nivo nadležnosti nepotreban, odnosno da je njegovo spuštanje na niži nivo po performansama mnogo racionalnije. Takođe, postizanje konsenzusa oko opšteg okvira mera performansi, može postojati otpor nižih nivoa menadžera i pojedinih izvršilaca o nivou detaljisanja tih mera, načinu utvrđivanja, mogućnostima prikupljanja i upotrebe od strane menadžera.<sup>34</sup>

Rešavanje ovih problema zahteva angažovanje upravljačkog računovođe, odnosno računovođe troškova, kao integrativne profesije u preduzeću. Njegova uloga je vrlo specifična u poslovnom sistemu.

<sup>34</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 66



Slika br. 20 Strategija vrhunskog usluživanja potrošača

### 3.3. Balanced Scorecard kao instrument izbora uravnoteženog sistema mera performansi

Najbolji način za kreiranje uravnoteženog sistema mera performansi smatra se tzv. Balanced Scorecard. Ovo iz razloga što se organizovanjem i unapređenjem ovog instrumenta rešavaju dva osnovna poslovna problema:

- (a) rešava se problem uspešne implementacije strategije,
- (b) determiniše efektivan i efikasan sistem mera performansi.

Model Nortona i Kaplana – The Balanced Scorecard prezentovan je 1992. godine<sup>35</sup>, a nastao je kao rezultat istraživanja sistema za merenje performansi koji su se koristili u praksi i potreba savremenih preduzeća, s obzirom na uslove u okruženju i karakteristika poslovanja.<sup>36</sup>

Balanced Scorecard predstavlja plansko-kontrolni sistem merenja performansi koji se temelji na ciljevima preduzeća, koordiniranom donošenju odluka i obezbeđivanju pouzdane osnove za upravljanje inovacijama u preduzeću.<sup>37</sup>

Cilj Balanced Scorecard-a jeste prevođenje strategije kompanije u usklađeni set mera performansi kojima će se kontrolisati ciljna ostvarenja. Stavljajući naglasku na finansijske i nefinansijske pokazatelje i praćenje kratkoročnih i dugoročnih performansi

35 Kaplan, R., Norton, D., The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance, Harvard Business Review, 1992. godine, str. 71-79

36 Gajić, B., Integrisani savremeni sistemi za merenje performansi preduzeća, Ekonomski anali br. 161, Ekonomski fakultet Beograd, 2004. godine, str. 154

37 Miličević, V., Upravljačko računovodstvo i kreiranje vrednosti za vlasnike – savremeni pristup rentabilnosti preduzeća, Računovodstvo i finansijski menadžment preduzeća i banaka, XXXII simpozijum, Zlatibor, str. 86

može obezbediti menadžerima relevantne informacije za upravljanje procesom stvaranja vrednosti u preduzeću.<sup>38</sup>

Prema utemeljivačima ovog koncepta Kaplanu i Nortonu, ideja koncepta predstavlja nameru, da se obezbedi uravnoteženost između eksternih i internih merila performansi, finansijskih i nefinansijskih merila performansi, zatim između merila koja mere rezultate prošlih napora i merila koja pokreću buduće performanse, između objektivnih i subjektivnih merila. Koncept bi trebalo da se koristi u cilju razjašnjavanja i unapređenja strategije, komuniciranja strategije kroz preduzeće, zatim poravnanja individualnih ciljeva sa strategijom i povezivanja strategijskih ciljeva sa godišnjim budžetima, identifikovanja i poravnanja strategijskih inicijativa, kao i implementacije periodičnog ispitivanja performansi u cilju otkrivanja načina za poboljšanje strategije.

Sam naziv ovog instrumenta ukazuje na ravnotežu koja se pokušava ostvariti u sistemu mera performansi. Balanced Scorecard nastoji da pronađe balans između<sup>39</sup>:

- (1) kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih performansi,
- (2) performansi i njihovih realizatora,
- (3) finansijskih i nefinansijskih merila performansi,
- (4) zainteresovanih stejkholdera za poslovanje kompanije.

The Balanced Scorecard meri performanse kompanije u četiri oblasti upravljanja:

- (a) finansije,
- (b) potrošači,
- (c) interni poslovni procesi,
- (d) inovacije i učenje.

U tom smislu, za svaku oblast upravljanja neophodno je utvrditi glavne ciljeve i prevesti ih u određena merila. Izbor merila performansi zavisi od konkretnog preduzeća, perioda na koji se odnosi i prihvaćene strategije.

U literaturi se navodi sledeći set merila u navedenim oblastima upravljanja<sup>40</sup>:

- (1) Za oblast finansijskog menadžmenta izvedena su sledeća merila performansi:
  - (a) prinos na kapital,
  - (b) cash-flow,
  - (c) rast prihoda i profita,
  - (d) tržišni udeo.
- (2) Za oblast upravljanja potrošačima istražene su sledeće mere performansi:
  - (a) pravovremena isporuka,

38 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 69

39 Mc Watters, C.S., Morse, D.C., Zimmermann, J.L., Management Accounting, Mc-Gorw – Hill Hagler Education, New York, 2001. godine, str. 440

40 Drury, C., Management and Cost Accounting, International Thompson Business Press, ITP, 1996. godine, str. 521

- (b) nivo defekata,
- (c) konkurentnost i cene.
- (3) Za oblast internog poslovanja logične mere performansi su:
  - (a) vreme proizvodnje,
  - (b) merila kvaliteta,
  - (c) vreme izlaska na tržište.
- (4) Za oblast upravljanja inovacijama glavne mere performansi su:
  - (a) uvođenje novog proizvoda,
  - (b) procenat učešća novih proizvoda u ukupnoj prodaji,
  - (c) uspeh programa kontinuiranih unapređenja.

Hijerarhijski odnos merila podrazumeva da je oblast učenja i upravljanja inovacijama najvažnija, jer ona predstavlja temelj za održavanje kvaliteta i osnovu za unapređenje i stvaranje vrednosti u preduzeću. Procesi internog poslovanja su na drugoj lestvici značaja, a odnose se na specifične aktivnosti koje se izvode sa ciljem zadovoljenja potrošača, koji se nalaze na trećem nivou, a posledično i na realizaciju ciljeva akcionara, koji su na samom vrhu piramide.

Svaka od navedenih oblasti ima svoju specifičnu ulogu. Tako se sa aspekta finansijskog menadžmenta procenjuje profitabilnost strategije jedne kompanije. Upravljanje potrošačima identifikuje ciljne tržišne segmente i meri uspeh kompanije na tim segmentima. Oblast internih poslovnih procesa fokusirana je na lanac vrednosti jedne kompanije. Upravljanje inovacijama ima u osnovi infrastrukturu kompanije. Svaka oblast u Balanced Scorecard-u treba da je direktno ili indirektno povezana sa ostalima, kao i sa sveukupnom strategijom kompanije. Povezivanje obično počinje od finansijskog menadžmenta i kreće se ka upravljanju inovacijama, odnosno ide se od finansijskih ka operativnim merilima, dok se relacije uzrok-posledica kreću u poboljšanju finansijskih merila.<sup>41</sup> Isto tako, Balanced Scorecard objedinjuje većinu naizgled nespojivih elementa konkurentne sposobnosti kompanije. Ti elementi su: orijentisanost ka potrošačima, unapređenje kvaliteta, upražnjavanje tinskog rada, skraćanje vremena lansiranja novog proizvoda itd.

Međutim, problem ovog koncepta je u tome što je broj potencijalnih merila performansi tako veliki da to praktično čini nemogućim njihovo smisljeno uravnotežavanje, odnosno balansiranje između različitih interesnih grupa. Dodatni problem ovog koncepta je i u činjenici, što ne postoje jasni kriterijumi za ocenu relativnog značaja pojedinih interesnih grupa ili odgovornosti u vezi sa svakom od grupa. Neka od otvorenih pitanja vezanih za ovaj model su: (a) koja merila odabrati iz svake od četiri grupe merila, (b) kako determinisati relativnu važnost odabranih i mahom, neuporedivih merila performansi, (c) kako obezbediti menadžerima jasne putokaze kako da svoje odluke podešavaju prema merilima performansi, (d) šta su standardi za ocenu visine merila performansi preduzeća.

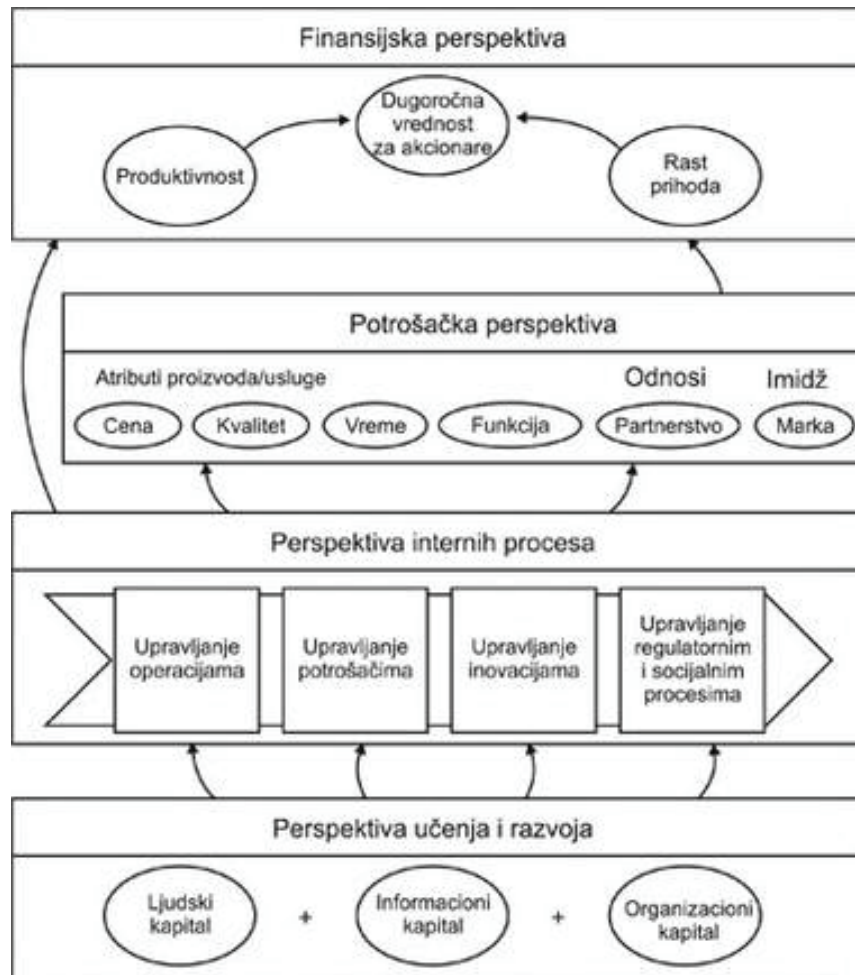
U proteklom vremenu, model BSC se dalje razvio i došlo je do njegovog repozicioniranja, pa se danas o njemu sve više govori kao o instrumentu za implementaciju izabrane strategije strategijskog upravljanja u celini. Jedan od glavnih nedostataka modela Balanced Scorecard se nalazi i u činjenici nepostojanja standarda performansi, što

---

41 Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 75

onemogućava preduzeće da utvrdi svoju relativnu poziciju u odnosu na vodeća preduzeća, niti da prati razvoj svojih rezultata u odnosu na objektivne kriterijume.<sup>42</sup>

Balanced Scorecard pruža okvir formulisanju stratejskih ciljeva za sve četiri sfere, definisanju neophodnih aktivnosti, kao i pokazatelja performansi izvršenih aktivnosti. Počev od Balanced Scorecard-a preduzeća razvijaju opšti okvir za opis i realizaciju strategije, koji se naziva stratejska mapa The Balanced Scorecard-a.<sup>43</sup>



**Slika br. 21** Stratejska mapa balanced scorecard-a<sup>44</sup>

Povećanje vrednosti za akcionare odvija se kroz dva pristupa:

- (a) rast prihoda,
- (b) rast produktivnosti.

<sup>42</sup> Gajić, B., Integrirani savremeni sistemi za merenje performansi preduzeća, Ekonomski anali br. 161, Ekonomski fakultet Beograd, 2004. godine, str. 154

<sup>43</sup> Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2006. godine, str. 75

<sup>44</sup> <http://edukacija.ekof.bg.ac.rs/tema-meseca.php?stranica=1&temaId=2> dostupno dana 23.2.2014. godine

Strategija rasta prihoda realizuje se kreiranjem novih proizvoda i usluga i osvajanjem novih tržišta i segmenata kupaca ili razvojem odnosa sa postojećim kupcima. Strategija produktivnosti podrazumeva sniženje troškova i efikasniju upotrebu aktive.<sup>45</sup>

Strategija kreiranja vrednosti za kupce u konkretnom preduzeću podrazumeva izbor između:

- (a) izvrsnosti u poslovanju,
- (b) bliskosti sa kupcima,
- (c) liderstva u proizvodima.

Strategijski prioritet unapređenja internih poslovnih procesa obuhvata kritične aktivnosti koje se mogu svrstati u četiri osnovna procesa: (a) razvoj filijala kreiranjem novih proizvoda i usluga i osvajanjem novih tržišta i segmenata kupaca, (b) povećanje vrednosti za potrošače razvojem odnosa sa postojećim kupcima, (c) ostvarenje izvrsnosti u poslovanju boljom iskorišćenošću aktive i upravljanjem lancem snabdevanja, (d) postizanje efikasnih odnosa sa eksternim stejkholderima.

Finalna oblast strategijske mape se odnosi na učenje i rast. U ovoj sferi definiše se sposobnost zaposlenih, tehnologija i klima koja će podržati odabranu strategiju, što omogućava usaglašavanje ljudskih resursa i tehnologije sa strategijskim zahtevima. Prevođenjem strategije u ovako postavljenu strategijsku mapu, preduzeće kreira opštu i jasnu referentnu tačku za sve organizacione jedinice unutar njega. U zavisnosti od odabranih strategija izvršiće se izbor odgovarajućih aktivnosti za realizaciju strategije i odgovarajućeg sistema mera performansi.

---

<sup>45</sup> Yang, M., Reading in Management Accounting, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2003. godine, str. 233

## V

# FINANSIJSKI ASPEKTI DIVIDENDNE POLITIKE PREDUZEĆA

Politika dividendi je sastavni deo odluka o finansiranju preduzeća. Procenat dobiti isplaćen na ime dividendi pokazuje koji deo zarade se može zadržati u preduzeću kao izvor finansiranja.<sup>1</sup> Politika dividendi predstavlja stav preduzeća o određivanju visine i načinu isplate dividende akcionarima, kao i definisanje stepena stabilnosti dividende. Značenje politike dividendi dolazi do izražaja kroz njen uticaj na<sup>2</sup>:

- (a) raspodelu neto dobiti,
- (b) politiku finansiranja,
- (c) politiku investiranja,
- (d) strukturu kapitala,
- (e) maksimizaciju bogatstva vlasnika.

Suština dividendne politike korporativnog preduzeća odnosi se na raspodelu neto-dobiti na dividendu i akumulirani dobitak. Neto-dobit preduzeća se dobija kada se od dobiti preduzeća oduzmu kamate na tuđi kapital i porez na dobit preduzeća.

Ukoliko se stavi u odnos neto-dobit sa akcijskim kapitalom korporativnog preduzeća, tada se kao njihov količnik dobija stopa neto-dobiti preduzeća. Neto-dobit po akciji se izračunava stavljanjem u odnos ostvarene neto-dobiti i broja emitovanih običnih akcija.

$$Ndo_{(a)} = Ndo_{(o)} / Be_{(a)}$$

pri čemu je  $Ndo_{(a)}$  – neto dobit po akciji,  $Ndo_{(o)}$  – ostvarena neto dobit, a  $Be_{(a)}$  – broj emitovanih običnih akcija.<sup>3</sup>

Ovim pokazateljem se određuje veličina neto-dobiti, koja se stavlja na raspolaganje (raspodelu) vlasnicima običnih akcija korporativnih preduzeća. Način raspodele direktno zavisi od veličine ostvarene neto-dobiti i politike raspodele koju sprovodi korporativno preduzeće. Neophodno je napomenuti, da se broj emitovanih običnih akcija odnosi samo na prodane akcije korporativnog preduzeća. Ovo znači, da se pri izračunavanju neto-dobiti po akciji ne mogu uključiti neprodane akcije, kao ni akcije koje su u kasnijem vremenskom periodu otkupljene. S obzirom da i preferencijalne akcije imaju uticaje na stvaranje neto-dobiti preduzeća, neophodno je izvršiti odvajanje dividende po osnovu preferencijalnih akcija od dividende koja je ostvarena po osnovu običnih akcija.

---

1 Horne, J., Wachowicz, J., Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007. godine, str. 470

2 [www.oliver.efos.hr](http://www.oliver.efos.hr)

3 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 545

Dividende koje preduzeće isplaćuje mere se pomoću jednog od dva pokazatelja. Prvi pokazatelj naziva se dividendni prinos. Dividendni prinos stavlja u odnos isplaćenu dividendu sa cenom akcije. Ovaj pokazatelj je značajan, jer predstavlja merilo one komponente ukupnog prinosa koji se stvara po osnovu dividendi, a čija druga komponenta nastaje na osnovu rasta cene.

Drugi pokazatelj dividendne politike jeste pokazatelj isplate dividendi, koji stavlja u odnos isplaćene dividende i dobiti preduzeća. Ovaj pokazatelj se koristi u velikom broju praktičnih slučajeva. Primenjuje se prilikom vrednovanja, kao način procene dividendi u budućim periodima, pošto većina analitičara procenjuje rast dobiti, a ne dividendi. Pokazatelj zadržavanja dobiti (deo dobiti koji se reinvestira u preduzeće), koristan je prilikom procene budućeg rasta dobiti. Pokazatelj isplate dividendi ima tendenciju da prati životni ciklus preduzeća, počevši od nule, kada je preduzeće u fazi visokog rasta i postepeno se povećava kako preduzeće sazreva, a njegovi se potencijali rasta smanjuju.

## 1. Moguće kontroverze dividendne politike preduzeća

Traženjem optimalnog odnosa između visine dividendi i dela dobitka koji ostaje u preduzeću za potrebe internog finansiranja profitabilnih projekata, teži se obezbediti maksimizacija tržišne vrednosti preduzeća. Odnos između dividende i cena akcija predstavlja aktuelno pitanje i često je predmet rasprave u ekonomskim krugovima. Prisutna su podeljena mišljenja o tome, da li dividende imaju uticaj na cene akcija i tržišnu vrednost preduzeća. S obzirom na prisutnu nestabilnost i visok stepen rizika koji karakteriše poslovanje u Srbiji, sasvim je prirodno, da svaka informacija o visini dividendi ima uticaj na cene akcija preduzeća.<sup>4</sup>

Vlasnik akcija poseduje deo kapitala preduzeća, pa po osnovu veličine akcijskog udelela, ostvaruje pravo na upravljanje, dividendu i likvidacioni ostatak u slučaju likvidacije preduzeća. Iako vlasnici u formalnom smislu, akcionari nemaju pravo da raspolažu imovinom ili da je povlače iz poslovanja, dividende predstavljaju jedini regularni put kojim je moguće izvršiti transfer imovine na vlasnike akcija u preduzeću.<sup>5</sup>

Akcija pruža mogućnost ostvarivanja dobiti na uložena sredstava po dva osnova. Investitori očekuju da će im biti isplaćena dividenda, odnosno deo godišnje dobiti akcionarskog društva, koju dobijaju srazmerno učešću u kapitalu. Međutim, isplata dividendi je moguća isključivo pod uslovom da je preduzeće ostvarilo pozitivan finansijski rezultat. Pored isplate dividendi, vlasnici akcija očekuju da će doći do porasta cena akcija, te će na taj način sredstva koja su uložili u kupovinu akcija više vredeti. Ali isto tako, svaka kupovina akcija za vlasnike predstavlja i izlaganje dvostrukom riziku. Što podrazumeva, s jedne strane, „loše“ poslovanje preduzeća za akcionare predstavlja nemogućnost isplate dividendi. Svako odlaganje isplate dividendi ili njihovo smanjenje u odnosu na očekivanja, dovodi do sigurnog pada tržišne vrednosti akcija i pada vrednosti preduzeća u celini. Prirodno je da menadžeri nisu zainteresovani za takvu situaciju, jer pad vrednosti akcija narušava njihov ugled i izaziva sumnju u kvalitet njihovog poslovanja.

---

4 [www.ien.bg.ac.rs](http://www.ien.bg.ac.rs)

5 Malinić, D., Politika dobiti korporativnog preduzeća, Beograd, 1999. godine, str. 226



Putem politike dividende se nastoji rešiti problem podele dobitka na deo koji po osnovu vlasništva pripada akcionarima i deo koji treba zadržati u preduzeću za potrebe reinvestiranja. Činjenica je da, akcionari zahtevaju isplatu maksimalno mogućeg iznosa dividende. S druge strane, menadžment smatra da se na taj način može ugroziti opstanak preduzeća, odnosno da se zadržavanjem dela dobitka može uspešno obezbediti kontinuitet u poslovanju preduzeća i omogućiti njegov dalji rast i razvoj. Na ovaj način, kroz traženje optimalnog odnosa teži se obezbeđivanje maksimizacije tržišne vrednosti preduzeća.

Preduzeće treba da nastoji da definiše politiku dividende koja će maksimizirati blagostanje akcionara. Prisutno je mišljenje da, ukoliko preduzeće nema dovoljno profitabilne mogućnosti ulaganja, tada sav višak sredstava treba da raspodeli svojim akcionarima. Da bi preduzeće opravdalo veće plaćanje dividende od onog određenog iznosom reziduala nakon iskorištenja profitabilnih mogućnosti za ulaganje, na tržištu treba da postoji neto-sklonost dividendama. Samo institucionalna ograničenja i sklonost nekih investitora dividendama idu u prilog dividendama. Ostali argumenti navode ili neutralni efekat ili stav u korist zadržavanja dobiti.

Teorijske rasprave o dividendnoj politici iskristalisale su tri pristupa ovoj problematici. Ti pristupi se odnose na<sup>6</sup>:

- (1) teoriju rezidualne dividende,
- (2) teoriju irelevantnosti dividende,
- (3) teoriju relevantnosti dividende.

## 1.1. Teorija rezidualne dividende

Prilikom razmatranja pitanja teorija rezidualne dividende, neophodno je prvo bliže odrediti dva pitanja: Može li isplata dividendi u novcu uticati na bogatstvo akcionara? Ako može, koji će odnos isplate dividendi maksimalno povećati bogatstvo akcionara? Da bi se odgovorilo na ovo pitanje, dividendnu politiku treba analizirati isključivo kao finansijsku odluku.<sup>7</sup> Kod teorije rezidualne dividende, treba istaći, da ona polazi od dividende kao rezidualne vrednosti. Rezidualna vrednost podrazumeva ostatak neto-dobitka, koji se posle ulaganja korporativnog preduzeća isplaćuje akcionarima u obliku dividende.

Prema rezidualnoj teoriji, dividende i njihova visina nemaju uticaj na tržišnu vrednost preduzeća. Dividende predstavljaju samo pasivan ostatak, odnosno rezidual nakon podmirenja potreba za investicionim ulaganjima. To znači da se polazi od pretpostavke da se najveći deo raspoloživog dobitka reinvestira u određene projekte, a ostatak može biti isplaćen akcionarima u vidu dividendi. U prilog ovoj teoriji govore i stavovi menadžera koji pre preferiraju upotrebu dobitka za profitabilna ulaganja u odnosu na isplatu dividendi akcionarima.<sup>8</sup>

6 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 546

7 Horne, J., Wachowicz, J., Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007. godine, str. 470

8 [www.ien.bg.ac.rs](http://www.ien.bg.ac.rs)

Na primer, ukoliko je izabrana alternativa 3.000.000, a ukupan neto dobitak 4.300.000, pri čemu je odnos dug/sopstveni kapital = 25%/75%, sopstveni kapital iznosi 2.250.000, odnosno 75% od 3.000.000. Time je rezidualna vrednost dividende 2.050.000 (ukupan neto dobitak od 4.300.000 umanjen za 2.250.000).

Teorija rezidualne dividende polazi od plana kapitalnih ulaganja, a tek potom isplate reziduala u obliku novčane dividende. Plan kapitalnih ulaganja se bazira na akumuliranom neto-dobitku sa kojim će se izvršiti ulaganje u odabrane alternativne mogućnosti ulaganja.

Na osnovu napred iznetog se može zaključiti, da su interesi vlasnika i menadžera često u konfliktu. Iako to ne mora uvek da bude tako. U situacijama u kojima se kroz reinvestiranja nudi veća stopa prinosa od one koju mogu ostvariti alternativnim ulaganjem sa istim rizikom, akcionari su zainteresovani za zadržavanje dela dobitka u preduzeću i odricanja prava na isplatu dividende akcionarima preduzeća.

## 1.2. Teorija irelevantnosti dividende

Određeni broj teoretičara finansijske naučne oblasti, u svojim istraživanjima, ističe da je iznos koji preduzeće isplaćuje u obliku dividendi irelevantan, samim tim akcionari treba da budu ravnodušni prema dividendnoj politici. Teoriju irelevantnosti dividende definisali su Modigliani i Miller. Teorija počiva na činjenici, da u uslovima delovanja perfektnog tržišta, nikakvog uticaja na tržišnu vrednost korporativnog preduzeća nema raspodela neto-dobitka, odnosno dividendna politika. Prema njihovim stavovima, perfektno tržište podrazumeva:

- (a) apstrahovanje poreza na dobitak,
- (b) apstrahovanje transakcionih troškova,
- (c) apstrahovanje troškova u vezi emitovanja novih hartija od vrednosti,
- (d) apstrahovanje troškova u vezi pribavljanja informacija sa finansijskog tržišta.

Činjenica je da preduzeća, koja isplaćuju veće dividende nude manji rast cene, pri čemu obezbeđuju isti ukupni prinos svojim akcionarima, uzimajući u obzir svoje karakteristike rizika i novčane tokove po osnovu donetih investicionih odluka. To zapravo znači da, ukoliko ne postoje porezi ili ukoliko se dividende i kapitalna dobit oporezuju po istoj stopi, investitori treba da budu ravnodušni prema tome da li će prinos ostvariti u obliku dividendi ili u obliku rasta cena.

Pored iznete pretpostavke da ne postoje poreske olakšice, da bi ova teorija imala smisla, a shodno prethodno navedenom, neophodno je pretpostaviti sledeće činjenice:

- (a) za investitore ne postoje transakcioni troškovi koji nastaju prodajom akcija usled rasta njihove cene,
- (b) preduzeća, koja isplaćuju suviše velike dividende, mogu emitovati akcije kako bi prikupila sredstava za finansiranje profitabilnih projekata,
- (c) investicione odluke preduzeća nisu pod uticajem njegovih odluka o dividendama, a novčani tokovi preduzeća su isti, bez obzira na to koja se dividendna politika primenjuje,

- (d) menadžeri preduzeća koja isplaćuju suviše niske dividende, obično ne troše novčana sredstva radi postizanja sopstvenih interesa, odnosno, menadžeri sa velikim obimom slobodnih novčanih sredstava ne koriste iste da bi investirali u „loše“ projekte.

Pod ovim pretpostavkama, ni preduzeća koja isplaćuju dividende, ni akcionari koji primaju sredstva, neće biti pod negativnim uticajem suviše niske ili suviše visoke isplate dividende. Prema teoriji Modigliana i Millera, tržišna vrednost korporativnog preduzeća zavisi od njegove prinosne snage i rizika ulaganja (rizika investiranja).

Teorija irelevantnosti dividende polazi od činjenice da su efekti kupaca sa kojima se bliže objašnjava, interesantna za akcionare ona korporativna preduzeća koja isplaćuju redovno svoje obaveze, jer će takva preduzeća redovno isplaćivati i dividendu.

U uslovima savršenog tržišta kapitala i odsustva poreza, isplata dividende i pod uslovima neizvesnosti, bila bi sporedna stvar (u drugom planu). Ova tvrdnja uključuje isti način razmišljanja kao i prilikom tvrdnji o nevažnom uticaju kapitalne strukture i beznačajnosti odlučivanja o diverzifikaciji imovine preduzeća. Po ovoj teoriji, investitori su sposobni odgovoriti na bilo koji tok dividendi kojeg preduzeće može isplatiti. Ako su dividende manje od očekivanih, tada investitori mogu prodati deo svojih akcija da bi došli do potrebnog novca. Ako su dividende veće od očekivanih, tada investitori mogu iste upotrebiti za kupovinu dodatnih akcija preduzeća. Na taj način su investitori u mogućnosti da sami stvore domaće dividende, na isti način na koji stvaraju i domaću finansijsku polugu prilikom odlučivanja o kapitalnoj strukturi.<sup>9</sup>

Da bi korporacijska odluka bila od vrednosti, preduzeće treba da je sposobno da učini za akcionare nešto što oni sami za sebe nisu sposobni da učine. Budući da su investitori sposobni za stvaranje domaćih dividendi koje su savršena zamena za dividende preduzeća, pod gornjim pretpostavkama politika dividendi je sporedna. Kao rezultat napred iznetog, svaka politika dividendi jednako je dobra. Preduzeće nije sposobno stvoriti vrednost jednostavnim izmenama kombinacije dividendi i zadržane dobiti. Kao i unutar teorija o kapitalnoj strukturi, prisutno je očuvanje vrednosti, tako da je zbir svih delova uvek isti.

### 1.3. Teorija relevantnosti dividendi

Treća teorija dividendne politike naziva se teorijom relevantnosti. Teoriju relevantnosti dividende postavili su teoretičari Gordon i Lintner i ista je suprotna u odnosu na teoriju irelevantnosti dividende. Prema spomenutim teoretičarima, akcionari imaju interes da isplate novčanu dividendu, iz razloga što postoji direktna zavisnost između dividendne politike i tržišne vrednosti korporativnog preduzeća. Teorija relevantnosti dividende polazi od pretpostavke, da je manje rizična tekuća dividenda od očekivane (buduće) dividende i kapitalnog dobitka korporativnog preduzeća. Prema ovim stavovima svaka redovna isplata tekuće dividende znači manji rizik za isplatu buduće dividende.

---

<sup>9</sup> Horne, J. C., Financijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 343

Dividenda se, shodno navedenim stavovima, posmatra kao aktivna ekonomska kategorija u raspodeli neto-dobitka, dok se akumulirani dobitak posmatra kao rezidualna vrednost.<sup>10</sup>

Teorija se svodi na stav, da investitori nisu indiferentni prema tome hoće li primiti prinos u obliku dohotka od dividendi ili u obliku aprecijacije cene akcije preduzeća. Argumenti u korist prethodno navedenom odnose se između ostalog na argumente u uslovima neizvesnosti, poput: preferencija za dividende, oporezivanja investitora, troškova emisije, troškova transakcija i deljivosti hartija od vrednosti, institucionalna ograničenja i naravno finansijsko signaliziranje.<sup>11</sup>

Odnosno, prema ovom stavu, preferiranje gotovinskih dividendi dovodi do direktne međuzavisnosti dividendne politike preduzeća i njegove tržišne vrednosti.

## **2. Vrste i tipovi dividendne politike preduzeća**

U okviru ovog poglavlja ukazaće se na neke osnovne karakteristike koje se mogu protumačiti kao zajednička obeležja dividendi i dividendne politike.<sup>12</sup>

### **1. Dividende imaju tendenciju da prate dobit**

Dobit i dividenda su u pozitivnoj korelaciji tokom vremena, jer se dividende isplaćuju iz dobiti.

### **2. Dividende predstavljaju osetljivo pitanje**

Karakteristično je da preduzeća često ne menjaju svoje dividende. Ova nevoljnost promene dividendi, koja rezultira time da dividende predstavljaju osetljivo pitanje, zasniva se na nekoliko faktora. Prvi faktor je zabrinutost preduzeća da neće biti u stanju da održava veće dividende u budućim periodima. Drugi faktor je negativan stav tržišta o smanjenju dividendi i smanjuje cenu akcija, što nastaje kao rezultat istog.

### **3. Dividende imaju mnogo stabilnije kretanje od dobiti**

Činjenica je da je rezultat nevoljnosti preduzeća, upravo okolnost da povećavaju dividende sve dok ne budu sigurna da mogu održavati isplate većih dividendi. Preduzeća će smanjivati dividende samo ukoliko su prinuđena, dividende imaju mnogo stabilnije kretanje od dobiti. Stav da dividende na godišnjoj osnovi nisu promenljive kao dobit podržava nekoliko empirijskih činjenica. Prvo, varijabilnost istorijskih dividendi značajno je manja od varijabilnosti istorijske dobiti. Drugo, promenljivost odnosa dobiti/cena među preduzećima mnogo je veća od promenljivosti dividendnih prinosa.

### **4. Dividendna politika ima tendenciju da prati životni ciklus preduzeća**

Preduzeća usvajaju dividendnu politiku koja najbolje odgovara njihovoj trenutnoj fazi životnog ciklusa. Na primer, preduzeća sa visokim rastom i odličnim investicionim mogućnostima obično ne isplaćuju dividendu, dok stabilna preduzeća sa velikim nov-

10 Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 546

11 Horne, J., Wachowicz, J., Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007. godine, str. 472

12 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 663

čanim tokovima i manjim brojem projekata imaju tendenciju da odvajaju veći deo svoje dobiti za isplatu dividende.

### **5. Dividendna politika se razlikuje od zemlje do zemlje**

Ove razlike se mogu pripisati sledećim činjenicama:

1. Razlike u fazi rasta. Kao što preduzeća s visokim rastom imaju tendenciju da isplaćuju manji deo svojih dobiti u obliku dividendi, preduzeća u zemljama s većim rastom isplaćuju manje dividende.
2. Razlike u poreskom tretmanu. Za razliku od SAD-a, gde se dividende dvostruko oporezuju, neke zemlje obezbeđuju, barem delimično, zaštitu od dvostrukog oporezivanja dividendi. U Nemačkoj, na primer, zadržane dobiti preduzeća oporezuju se po većoj stopi od dividendi koje isplaćuju preduzeća.
3. Razlike u kontroli preduzeća. Kada postoji razdvajanje između vlasništva i menadžmenta, kao što je slučaj kod mnogih velikih preduzeća čijim se akcijama javno trguje i gde akcionari imaju malu kontrolu nad menadžerima, dividende koje preduzeće isplaćuje biće niže. Menadžeri, koji nisu kontrolisani, imaju mnogo veći podsticaj da akumuliraju novčana sredstva nego što je to slučaj s akcionarima.

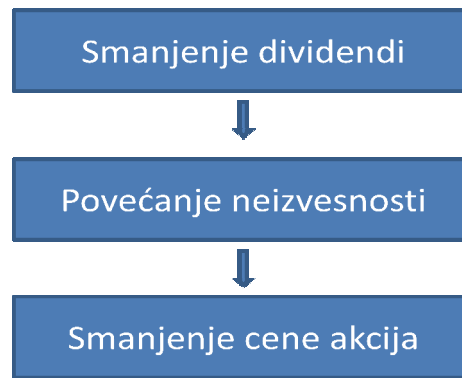
Tip dividendne politike podrazumeva način utvrđivanja raspodele i isplate dividende u određenom preduzeću. U široj literaturi najčešće se susreću tri tipa dividendne politike<sup>13</sup>:

- (1) politika konstantnog plaćanja dividende,
- (2) regularna dividendna politika,
- (3) ekstra dividendna politika.

Prvi oblik dividendne politike polazi od stanja, odnosno situacije, da je korporativno preduzeće unapred utvrdilo procenat neto-dobitka sa kojim će se izvršiti plaćanje dividende. Kod ovog oblika dividendne politike, problemi se javljaju kada korporativno preduzeće ostvaruje mali dobitak ili gubitak. Svako odstupanje od dogovorene dividendne politike (izostanak plaćanja) izazvaće neizvesnost i smanjenje tržišnih cena akcija dotičnog preduzeća.

---

<sup>13</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 548



**Slika br. 22** Problem konstantnog plaćanja dividende

Drugi oblik se odnosi na uredno sprovođenje dividendne politike. Povećanjem neto-dobitka smanjuje se neizvesnost akcionara u vezi budućeg neto-dobitka i povećava se tržišna cena akcija korporativnog preduzeća. Ovaj tip dividendne politike naziva se regularnim, jer se isplaćuje konstantno iz vremenskog perioda u period isti iznos dividende i po emitovanim i po prodanim običnim akcijama.



**Slika br. 23** Uticaj isplaćivanja istog iznosa dividende iz perioda u period

Treći tip dividendne politike polazi od regularne isplate dividende, ali u manjem iznosu nego što je to slučaj kod drugog tipa dividendne politike. U slučajevima kada korporativno preduzeće ostvari veći neto-dobitak, tada investitor donosi odluku u vezi isplate dodatka na regularnu dividendu. Upravo taj dodatak koji je iznad regularne dividende naziva se ekstra dividendom. Efekti ekstra dividende su izražajni u smanjenoj neizvesnosti akcionara, povećanju ulaganja u preduzeće i slično. Mogući su slučajevi da nakon nekog vremena ekstra dividenda poveća postojeći iznos fiksne dividende po akciji.

Brojni su faktori koji utiču na dividendnu politiku korporativnog preduzeća. Među značajnije faktore spadaju<sup>14</sup>:

- (1) likvidnost preduzeća,
- (2) finansijska struktura preduzeća,
- (3) rentabilnost (profitabilnost) preduzeća,

<sup>14</sup> Vunjak, N., Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 548

- (4) poreska politika,
- (5) troškovi emisije akcija,
- (6) transakcioni troškovi,
- (7) institucionalna ograničenja,
- (8) dan eksdividende i sl.

Za institucionalne investitore (fondove) je karakteristično da često imaju ograničenje: da kupuju samo određene vrste običnih akcija i da mogu držati samo određene vrste akcija u svom portfoliju. Prema preduzećima koja neredovno isplaćuju dividendu uvodi se zabrana kupovina njihovih akcija i sl. Dan eksdividende znači, da korporativno preduzeće plaća dividendu na utvrđeni datum. Za investitore koji kupuju akcije pre utvrđenog datuma je karakteristično, da imaju pravo na proglašenu dividendu. Za investitore koji kupuju akcije na dan utvrđenog datuma ili posle utvrđenog datuma karakteristično je, da nemaju pravo na dividendu. S obzirom da je porez na kapitalni dobitak manji od poreza po osnovu prihoda od dividende, cena akcije je na dan eksdividende manja od iznosa dividende.

Investitori najčešće kupuju akcije sa dividendnom politikom koja odgovara njihovim specifičnim potrebama. Zbog toga investitori, koji žele visoke tekuće novčane tokove i ne brinu mnogo o poreskim posledicama, kupuju akcije preduzeća koje isplaćuju visoke dividende. S druge strane, oni koji žele rast cena akcija i oni koji su zabrinuti za poreske posledice, kupuju akcije preduzeća koja isplaćuju male dividende ili ih uopšte ne isplaćuju. Jedna od posledica postojanja ovakvih investitora jeste da promena dividendi i ako su u potpunosti opravdane novčanim tokovima, ne moraju biti dobro primljene od strane akcionara. Sa nezadovoljstvom akcionara mogu se, naročito, suočiti preduzeća s visokim dividendama koja drastično smanjuju svoje dividende.<sup>15</sup>

Preduzeća mogu smanjiti dividende po osnovu nekoliko razloga. Neki od ovih razloga imaju vrlo negativne posledice na buduće novčane tokove i tekuću vrednost preduzeća, dok ostali razlozi imaju pozitivne implikacije. Vrednost preduzeća koja smanjuju dividende zbog male zarade i malih novčanih tokova treba da padne, dok vrednost preduzeća koja smanjuju dividende zbog dramatičnih poboljšanja izbora mogućih projekata treba da poraste. Istovremeno, finansijska tržišta imaju tendenciju da budu skeptična na ove druge promene, posebno ako preduzeće koje tvrdi da će doći do povećanja dividende i prijavi nižu zaradu, a ima i istorijat slabih prinosa na projekte. Zbog toga je vredno ispitati radnje preduzeća u vreme smanjenja dividende i najave koje daju kompanije koje smanjuju dividende, da bi se procenilo da li se reakcija tržišta menja kao posledica te najave.

Zaključci koji se nameću preduzećima koja planiraju da menjaju svoju dividendnu politiku temelje se na sledećim činjenicama. Prvo, bez obzira na to koliko su dobri razlozi da kompanija smanji dividende, ona treba da očekuje negativnu reakciju tržišta na takvu najavu iz dva razloga. Prvi razlog je dobro utemeljeni skepticizam sa kojim tržišta dočekuju najave preduzeća da će smanjiti dividendu. Drugi razlog se bazira na činjenici da velike promene dividendi obično dovode do nezadovoljstva postojećih akcionara. I ako bi drugi akcionari mogli biti zadovoljni tom novom dividendnom politikom, ova promena zahteva vreme u kojem se cene akcija smanjuju. Ukoliko preduzeće ima dobre razloge za smanjivanje dividende, kao što je povećanje dostupnosti

---

15 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 708

dobrih projekata, preduzeće će dobiti, barem delimično, zaštitu dostavljanjem tržištu informacija o tim projektima.<sup>16</sup>

### 3. Dividendna politika i kapitalni dobitak preduzeća

Razmatrajući rezidualnu teoriju, dolazi se do zaključka, da su dividende irelevantne kada je reč o uticaju na tržišnu vrednost preduzeća, pa je akcionarima svejedno da li će primiti dividende ili kapitalne dobitke. Pristalice ove teorije naglašavaju, da tržišnu vrednost preduzeća određuju isključivo investicione i finansijske odluke.

Potpuno drugačije polazište ima aktivna politika dividendi koja za razliku od rezidualne teorije, dividende smatra izrazito značajnim za tržišnu vrednost akcija i posledično vrednost preduzeća u celini. Menadžeri i uprava akcionarskih društava pridaju veliku važnost isplati dividendi i njihovoj visini, jer oni na taj način, imaju u vidu da dividende predstavljaju aktivnu varijablu u procesu odlučivanja. Na taj način dolazi do maksimiziranja tržišne vrednosti preduzeća. Naime, visina dividendi predstavlja snažan informacioni signal postojećim i potencijalnim investitorima o trenutnoj i budućoj profitabilnosti preduzeća. Investitori veruju da visina dividendi i njihova stabilnost jasno ukazuju na poziciju i razvojne perspektive preduzeća i utiču na njegovu vrednost. Visoke i redovne isplate dividendi utiču na uverenje investitora da je reč o „zdravom“ i finansijski stabilnom preduzeću, što dovodi do porasta cena akcija i tržišne vrednosti samog preduzeća. Suprotna je situacija kada se dividende smanjuju ili ako preduzeće posluje sa gubitkom, kada se dividende ne mogu isplaćivati. Ova informacija je značajna za investitore, jer su oni sigurni da je reč o preduzećima sa lošim perspektivama, što neminovno dovodi do pada tržišne vrednosti akcija.<sup>17</sup>

Teorija irelevantnosti dividende počiva na pretpostavci, da u uslovima delovanja perfektnog tržišta, dividendna politika nema nikakvog uticaja na tržišnu vrednost korporativnog preduzeća. Ukoliko ne postoje porezi ili se dividende i kapitalna dobit oporezuju po istoj stopi, investitori treba da budu ravnodušni prema tome da li će prinos ostvariti u obliku dividendi ili u obliku rasta cene.

Teorija o irelevantnosti dividendi pokazuje da se tržišna vrednost preduzeća neće promeniti čak ni u situacijama kada se menadžeri odluče da ne isplaćuju dividende. Naime, postojeći akcionari mogu prodati deo svojih akcija na tržištu kapitala i po tom osnovu, ostvariti tzv. domaće dividende. Tržišna vrednost preduzeća i u ovom slučaju ostaje nepromenjena, jer se smanjuje broj akcija u rukama jednih akcionara i prelazi u vlasništvo drugih akcionara. Odnosno, preduzeće ne može da stvori vrednost jednostavnim promenama kombinacija dividendi i zadržane zarade (prinosa). Kao i u teoriji strukture kapitala, postoji očuvanje vrednosti, tako da je suma delova uvek jednaka. Ukupna veličina kolača ne menja se njegovim sečenjem u kriške.<sup>18</sup>

Osporavajući stav pristalica teorije irelevantnosti dividendi o neutralnosti poreskog uticaja, druga grupa autora došla je do sasvim suprotnog zaključka – svaki porast dividendnih isplata obara tržišnu vrednost preduzeća. Ovakav stav pomenuti autori

---

16 Damodaran, A., Korporativne finansije–Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 709

17 [www.ien.bg.ac.rs](http://www.ien.bg.ac.rs)

18 Horne, J., Wachowicz, J., Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007. godine, str. 472



izvode iz postojanja različitih poreskih stopa za dividende i kapitalne dobitke. Naime, poreska stopa po kojoj se oporezuju dividende je viša u odnosu na stopu za kapitalne dobitke, pa su posledično akcionari zainteresovani za odlaganje dividendnih isplata i opredeljuju se za kapitalnu dobit. Ukoliko su dividende oporezovane po većoj stopi od kapitalnog dobitka, akcije po kojima se isplaćuju dividende treba da osiguraju veći očekivani prinos pre plaćanja poreza kako bi se neutralisao poreski efekat.

Ako su dividende irelevantne, tada se može zaključiti da ne bi trebalo da se vrednost akcija preduzeća promeni kada dođe do promene dividendne politike. To ne mora da znači da će cena akcija ostati nepromenjena, pošto veće dividende treba da rezultiraju nižim cenama akcija i većim brojem emitovanih akcija. Dugoročno posmatrano, ne bi trebalo da postoji korelacija između dividendne politike preduzeća i njegovog prinosa na akcije.

Pobornici drugog shvatanja zastupaju stav da dividende dovode akcionare u nepovoljan poreski položaj jer se one mnogo više oporezuju od dobiti nastale po osnovu rasta cene akcija. U skladu sa ovim stavom, isplata dividendi treba da smanji prinose akcionara nakon plaćanja poreza na dohodak fizičkih lica. Akcionari treba da se rukovode smanjenjem cena akcija preduzeća koje vrši te isplate, u odnosu na preduzeća koja ne isplaćuju dividende. Kao rezultat toga, preduzeća bi bila u boljoj poziciji ili da zadržavaju novac koji bi inače isplatila u obliku dividendi ili da vrše otkup sopstvenih akcija.<sup>19</sup>

Bez obzira na nepovoljni poreski tretman dividendi, preduzeća nastavljaju da ih isplaćuju, tako da te isplate smatraju pozitivnim. Dakle, postoji i treće shvatanje kojim se tvrdi da su dividende dobra stvar i da mogu povećati vrednost preduzeća. Iako se pojedini argumenti koje ovo shvatanje koristi mogu dovesti u pitanje, određeni argumenti imaju razumnu osnovu.

Bez obzira što je nepovoljan poreski tretman dividendi jasan, naročito za pojedinačne investitore, postoje izvesni razlozi zbog kojih preduzeća koja isplaćuju dividende ne bi trebalo to da prekinu<sup>20</sup>:

- (1) Neki akcionari vole da primaju dividende ili zbog toga što ne plaćaju ili plaćaju vrlo male poreze ili zbog toga što im trebaju redovni novčani tokovi. Preduzeća koja isplaćuju dividende dugi niz godina verovatno imaju akcionare s ovim karakteristikama, te zbog toga se ne bi pozitivno gledalo na smanjenje ili ukidanje dividendi.
- (2) Promene dividendi omogućavaju preduzećima da signaliziraju finansijskim tržištima stepen sigurnosti koju osećaju u pogledu budućih novčanih tokova. Preduzeća, koja su sigurnija u pogledu svoje budućnosti, verovatnije će praktikovati povećanje dividende. Cene akcija se često povećavaju kao odgovor na isto. Tržišta polaze od činjenica da smanjenje dividendi predstavlja negativan signal o budućim novčanim tokovima, a kao odgovor na to cene akcija se obično smanjuju.
- (3) Preduzeća mogu koristiti dividende kao sredstvo za promenu svog finansijskog miksa i približavanje optimalnom pokazatelju duga.

---

19 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 670

20 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 676

- (4) Obaveza da se isplaćuju dividende može uticati da se, smanjenjem novčanih tokova koji su na raspolaganju menadžerima, smanji konflikt između akcionara i menadžera.

Osnovni problem Miller-Modigliani stava je da se uticaj isplate dividende na blagostanje akcionara u potpunosti kompenzira ostalim sredstvima finansiranja. Kada preduzeće donese odluku o ulaganju, da bi finansiralo ulaganje, ono treba da odluči da li će zadržati zarade ili isplatiti dividende, te prodati nove akcije u iznosu ovih dividendi. MM sugerišu da je suma diskontovane vrednosti po akciji, nakon finansiranja i isplaćenih dividendi, jednaka tržišnoj vrednosti po akciji pre plaćanja dividende. Drugim rečima, pad tržišne cene akcije zbog spoljnog finansiranja treba da kompenzira isplatu dividende. Zbog toga se za akcionare kaže da bi trebali da budu ravnodušni pri izboru između dividendi i zadržavanja zarade, te kasnije kapitalnih dobitaka.<sup>21</sup>

Ono što akcionari dobijaju na temelju povećanja dividende, u potpunosti se kompenzuje padom konačne vrednosti njihovih akcija. Ukoliko su i finansijska poluga i dividende beznačajne, preduzeću će biti svejedno, da li će se investicione mogućnosti finansirati putem zaduživanja, zadržanih zarada ili pak izdavanjem običnih akcija. Prvi način finansiranja isto tako zadovoljava, kao i što to čini drugi način finansiranja.

Teorija relevantnosti dividende polazi od toga da akcionari imaju interes da isplate novčanu dividendu, iz razloga što postoji direktna zavisnost između dividendne politike i tržišne vrednosti korporativnog preduzeća. Ova teorija polazi od pretpostavke, da je manje rizična tekuća dividenda od očekivane dividende i kapitalnog dobitka korporativnog preduzeća.

## 4. Modeli raspodele dividende preduzeća

Pred preduzećem je često dilema, da li da zadrži ili distribuira deo zarade ili celu zaradu akcionarima u vidu novčanih dividendi. Sve dok postoje projekti za ulaganje, s povratima po ulaganju koji prevazilaze tražene povrate, da bi finansiralo ove projekte, preduzeće će koristiti zadržane zarade, te iznos glavnih hartija od vrednosti koje omogućavaju porast baze trajnog kapitala.<sup>22</sup>

Neto dobit kao ekonomska kategorija rezultat je razlike između bruto finansijske dobiti, poreza i doprinosa iz rezultata poslovanja i učešća ulagača u finansijskom rezultatu preduzeća. Ukoliko se analitički pođe od strukture ukupnog prihoda i strukture ukupnog rashoda, tada se neto dobit može izraziti na sledeći način<sup>23</sup>:

- 1) Prihodi od prodaje u zemlji
- 2) Prihodi od prodaje u inostranstvu
- 3) Redovni prihodi (1+2)
- 4) Prihodi od finansiranja
- 5) Vanredni prihodi

---

21 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 342

22 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 341

23 Vunjak, N.: Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 256

- 6) Ukupni prihodi (3+4+5)
- 7) Rashodi materijala, energije i sl.
- 8) Zarade proizvodnih radnika
- 9) Vanredni rashodi
- 10) Varijabilni rashodi (7+8+9)
- 11) Amortizacija
- 12) Pretežno fiksni troškovi
- 13) Zarade i zajednička potrošnja iz finansijskog rezultata (neproizvodni radnici)
- 14) Fiksni i pretežno fiksni rashodi – rashodi perioda (11+12+13)
- 15) Rashodi finansiranja
- 16) Ukupni rashodi (7+8+9+10+11+12+13+14+15)
- 17) Marža pokrića (3-10) ili (Pr-Vr)
- 18) Neto rashodi finansiranja (4-15) ili (Pf-Rf)
- 19) Poslovni dobitak (17-14) ili (Mp-Rp)
- 20) Bruto dobitak (6-16) ili (19-18) ili (Pd-Nrf)
- 21) Porezi i doprinosi iz rezultata (dobiti)
- 22) Učešće ulagača u zajedničkom rezultatu
- 23) Neto dobitak – akumulacija (20-21-22) ili (Bd-Po-Uu)
- 24) Bruto akumulacija (23-18) ili (Nd-Nrf)
- 25) Faktor poslovnog leveridža (rizika) (17/19) ili (Mp/Pd)
- 26) Faktor finansijskog leveridža (rizika) (19/20) ili (Pd/Bd)
- 27) Faktor složenog leveridža (ukupnog rizika) (25 x 26) ili (Pl x El)

#### 4.1. Raspodela neto dobitka

Treba istaći da je dividendna politika u direktnoj zavisnosti sa finansijskom politikom korporativnog preduzeća. Na menadžmentu korporativnog preduzeća je da odluči, da li će u narednom periodu zadržati ili preneti deo neto-dobitka kao dividendu na akcionare. U uslovima kada postoji mogućnost za ulaganja uz prisutne finansijske efekte, menadžment će podržavati ulaganja, zadržati neto-dobitak i rast trajnog kapitala. U uslovima kada se ne mogu pronaći profitabilni programi za ulaganja, isplata novčane dividende biće prisutna u 100%-tnom iznosu. Opredeljenja akcionara u vezi raspodele neto-dobitka, ka novim ulaganjima ili ka isplati dividende zavisice od stope prinosa dotičnog ulaganja. Ukoliko ulaganje obećava veći prinos nego što je traženi prinos investitora, opredeljenje investitora će ići u pravcu zadržavanja dobiti od strane korporativnog preduzeća. Suprotno ovome, ako je prinos sredstava manji od traženog prinosa, investitor će se opredeliti za isplatu novčane dividende.

Investitoru se isplati zadržavati neto-dobitak sve do nivoa pri kojem je poreska stopa građana na kapitalni dobitak manja od poreske stope na prihod od dividende. Prednost ovakvog stava se nalazi u činjenici da se porez na kapitalnu dobit odlaže sve dok se ne prodaju akcije.

Kada se menadžment korporativnog preduzeća prema politici dividende odnosi kao da je isključivo finansijska odluka, isplata novčane dividende predstavlja pasivni ostatak. Iznos isplata dividende će fluktuirati iz vremenskog razdoblja u razdoblje, zajedno s fluktuacijama iznosa prihvatljivih mogućnosti za ulaganja, a koje su na raspolaganju preduzeću. Ukoliko je mnogo takvih mogućnosti, verovatno će i procenat isplate dividendi biti jednaka nuli. S druge strane, ukoliko preduzeće nije u mogućnosti da

pronađe profitabilne mogućnosti za ulaganje, isplata dividendi će biti sto procentualna. Za situacije između ovih dveju krajnosti, isplata će iznositi kao razlomak između 0 i 1.

Odnos naspram politike dividende, kao pasivnog reziduala, određenog isključivo na temelju raspoloživosti prihvatljivih predloga za ulaganje, ukazuje na to da su dividende nevažne, investitori su ravnodušni naspram isplate dividende i zadržavanja zarada od strane preduzeća. Ukoliko mogućnosti za ulaganje obećavaju veći povrat od njihovih traženih povrata, tada investitori odobravaju zadržavanje zarada od strane preduzeća. Suprotno od toga, ukoliko je povrat manji od traženog, tada su investitori skloniji isplati dividende. Ukoliko je predviđanje relativno tačno, preduzeće može ustanoviti isplatu dividendi na nivou na kojem kumulativna distribucija tokom vremenskog perioda odgovara kumulativnom iznosu rezidualnih sredstava tokom istog perioda.

S obzirom da, po zakonu, skupština akcionara odlučuje o raspodeli godišnje dobiti i eventualnom pokriću gubitka, sva rešenja koja se tiču politike dividendi trebalo bi da budu sastavni deo statuta koji bi, kao javno objavljen akt, učinio i politiku dividendi lako dostupnom svim zainteresovanim investitorima. Preduzeće bi trebalo, s obzirom na njen značaj prilikom donošenja investicionih odluka, da obavesti akcionare i druga zainteresovana lica o svojoj politici dividendi. Takođe, čitav proces bi trebao da se uskladi sa strateškim ciljevima preduzeća.

Činjenica je da kupovinom akcija preduzeća, investitori očekuju određenu dobit koja se deli srazmerno nominalnoj vrednosti akcija. Statutom se može utvrditi i plaćanje dividendi tokom poslovne godine, uz odobrenje nadzornog odbora, s tim da iznos za isplatu međudividendi ne prelazi 50% dobiti iz prethodne godine.

Preporučljivo je da preduzeće statutom utvrdi transparentnu i lako razumljivu proceduru određivanja iznosa dividendi. Davanje informacija o načinu određivanja i isplate dividende može imati presudan uticaj na odluku o prodaji ili kupovini akcija preduzeća. Informacije u vezi sa dividendama treba da odražavaju stvarnu finansijsku situaciju u preduzeću.

Računovodstvene politike koje menadžment može da upotrebi odnose se na politiku razvrstavanja akcija i obveznica koja je bila predmet prethodnih razmatranja, ali i na politiku tretiranja promena u fer vrednosti (nerealizovanih dobitaka i gubitaka) iz perioda u period. Ovakve mogućnosti značajan su potencijal za realizaciju stabilnog rezultata.

Sledeći primer ilustruje prethodno rečeno:

Na dan 01.09.2014. godine, preduzeće „X“ nabavilo je 500 akcija kompanije R po kotacijskoj ceni od 11,4 i 100 akcija kompanije O po kotacijskoj ceni od 76 novčanih jedinica po akciji. Transakcijski troškovi se zanemaruju u ovom primeru.

## Slučaj I

Na dan 31.12.2014. godine iz kotacija na zvaničnoj berzi utvrđena je kotirana cena akcija od 11 n.j. za akcije R i 88 n.j. za akcije kompanije O.

## Slučaj II

Na dan 31.12.2014. godine utvrđena je sledeća kotirana cena: akcije kompanije O 68 n.j. i akcije kompanije R od 11 n.j.

Računovodstvenom politikom privredni subjekt može da odluči da primeni sledeće:

- dobiti i gubici na finansijskim instrumentima klasifikovanim kao raspoloživi za prodaju (available for sale, AFS) uključuju se na posebnu poziciju sopstvenog kapitala (revalorizacije rezerve), u skladu sa alternativnim tretmanom koji zastupa MRS 39 i
- dobiti i gubici (realizovani i nerealizovani) na akcijama kojima se trguje biće razvrstani direktno u bilans uspeha tekućeg perioda što je u skladu sa MRS 39.

Preduzeće „X“ obračunava kvartalni rezultat. Poslovni dobitak ostvaren u kvartalima pokazuje stabilnost na nivou od 5.000 n.j. u svakom kvartalu. Preduzeće je emitovalo 4.000 redovnih akcija i u posmatranim kvartalnim periodima nije bilo novih emisija akcija.

U sledećim tabelama predstavljen je uticaj dobitaka i gubitaka na rezultat preduzeća i koeficijent dobitka po akciji (earnings per share, EPS) ostvarenih na akcijama kompanija R i O kada su one razvrstane na dva različita načina:

- kao akcije kojima se aktivno trguje (trading securities, TS) i
- kao raspoložive za prodaju (available for sale, AFS)
- na bilansni dan (31.12.2014. godine).

### Vrednovanje akcija kompanije R i O na bilansni dan (31.12.2014. godine) -Slučaj I-

**Tabela br. 26** Vrednovanje akcija kompanije R i O

Akcije	Broj akcija	Kotacijska cena 01.09.2014.	Vrednost akcija	Kotacijska cena 31.12.2014.	Vrednost akcija	Razlika – dobitak ili (gubitak) na akcijama koje su u portfoliju
R	500	11,4	5.700	11	5.500	(200)
O	100	76	7.600	88	8.800	1.200
Ukupno:	600	-	13.300	-	14.300	1.000

Na bilansni dan usledila je promena u vrednosti akcija koja se beleži kao povećanje računa plasmana u akcije u iznosu od 1.000 i formiranje nerealizovanog dobitka od 1.000. Akcije mogu biti razvrstane kao akcije kojima se aktivno trguje i kao akcije raspoložive za prodaju.

Nerealizovani dobitak na akcijama kojima se trguje uključuje se u bilans uspeha, a kod akcija koje su raspoložive za prodaju, predmetni dobitak predstavlja deo sopstvenog kapitala (revalorizacionih rezervi).

Sledeći jednostavan bilans uspeha prikazuje rezultate poslovanja ovog preduzeća kada se akcije razvrstavaju u dve različite kategorije:

**Bilans uspeha preduzeća X za period 01.09.-31.12.2014. godine  
-Slučaj I-**

**Tabela br. 27** Bilans uspeha preduzeća X

Pozicije	Akcije kojima se trguje	Akcije raspoložive za prodaju
Poslovni dobitak	5.000	5.000
Nerealizovani dobitci (gubici)	1.000	-
Neto dobitak	6.000	5.000
Dobitak po akciji (Neto dobitak / Broj emitovanih akcija)	1,5	1,25
Sopstveni kapital – revalorizacione rezerve	-	1.000

Ako preduzeće X odluči da akcije kompanija R i O razvrsta kao akcije kojima se trguje, nerealizovani dobitak od 1.000 mora prikazati u bilansu uspeha kao deo obračuna rezultata. Ovaj iznos uključen u bilans uspeha utiče na povećanje dobitka na nivo od 6.000 i povećanje koeficijenta dobitka po akciji na 1,5.

Ako su akcije razvrstane kao raspoložive za prodaju, nerealizovani dobitak čini element kapitala (revalorizacionu rezervu) i prikazan je pozicijom, koja ne čini zvanični bilans uspeha, već se radi o poziciji sopstvenog kapitala u bilansu stanja. Razvrstavanjem akcija na navedeni način, preduzeće je ostvarilo stabilnost rezultata u obračunskom periodu na nivou od 5.000 n.j.

Držanje akcija čija vrednost raste u kategoriji akcija kojima se trguje čini se u ovom slučaju racionalnom strategijom koja će doprineti povećanju ukupnog rezultata preduzeća (6.000 n.j.) i dobitka po akciji (1,5) u odnosu na razvrstavanje istih akcija kao raspoloživih za prodaju (dobitak 5.000 i dobitak po akciji 1,25).

Međutim, situacija i zaključci se menjaju ako akcije na bilansni dan depresiraju u vrednosti (slučaj II). Rezultati vrednovanja akcija na bilansni dan čija je fer vrednost niža od vrednosti na dan nabavke prikazano je u narednoj tabeli.

**Vrednovanje akcija kompanije R i O  
(smanjenje vrednosti akcija R i O na bilansni dan)  
-Slučaj II-**

**Tabela br. 28** Vrednovanje akcija preduzeća R i O

Akcije	Broj akcija	Kotacijska cena 01.09.2014	Vrednost akcija	Kotacijska cena 31.12.2014.	Vrednost akcija	Razlika – dobitak ili (gubitak) na akci- jama koje su u portfoliju
R	500	11,4	5.700	11	5.500	(200)
O	100	76	7.600	68	6.800	(800)
Ukupno:	600	-	13.300	-	12.300	(1.000)

S obzirom na to da je došlo do smanjenja kotirane cene akcija R i O na bilansni dan ostvaren je nerealizovani gubitak na ovim akcijama u iznosu od 1.000 n.j. Shodno ovoj pretpostavci obračun rezultata i dobitka po akciji za preduzeće X predstavljamo sledećim bilansom uspeha:

**Bilans uspeha preduzeća X za period 01.09.-31.12.2014. godine  
-Slučaj II-**

**Tabela br. 29** Bilans uspeha preduzeća X

Pozicije	Akcije kojima se trguje	Akcije raspoložive za prodaju
Poslovni dobitak	5.000	5.000
Nerealizovani dobitci (gubici)	(1.000)	-
Neto dobitak	4.000	5.000
Dobitak po akciji (Neto dobitak / Broj emitovanih akcija)	1,0	1,25
Sopstveni kapital – revalorizacione rezerve	-	(1.000)

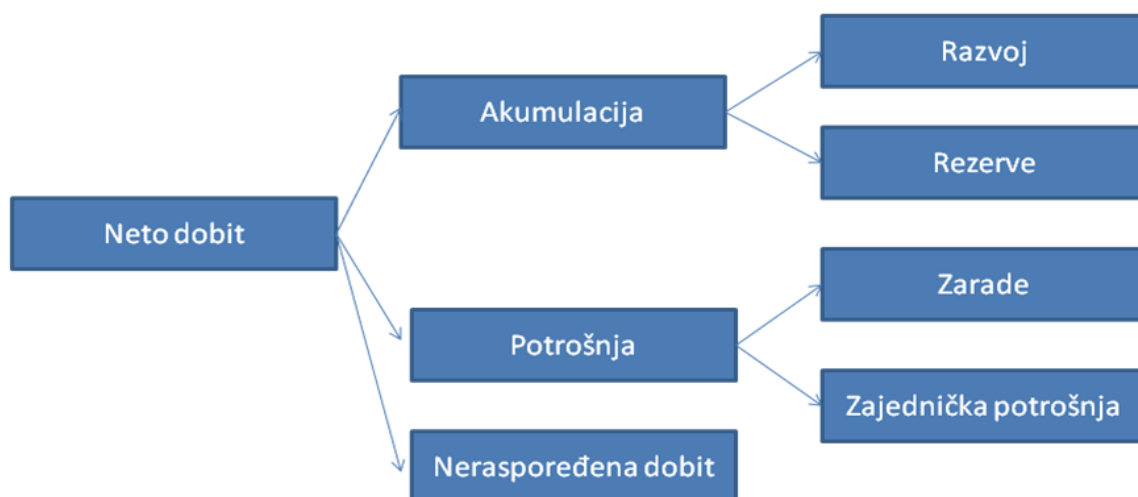
## 4.2. Interesi učesnika u raspodeli neto dobitka

Prilikom raspodele neto dobitka, u preduzeću se razlikuje nekoliko grupa zainteresovanih strana, pri čemu se interesi ovih grupa veoma često nalaze u konfliktu.

Učesnici u raspodeli neto dobitka su:

- (a) akcionari (ulagači),
- (b) zaposleni radnici u preduzeću,
- (c) menadžment preduzeća, koji štiti akumulaciju dotičnog preduzeća.

Takođe, raspodela neto dobiti može se predstaviti i na sledeći način:



**Slika br. 24** Raspodela neto dobiti preduzeća

Pri tome, akumulacija pojačava kapacitete preduzeća za razvoj i ekspanziju, te je to osnovni razlog zbog kojeg menadžment preduzeća „štiti“ akumulaciju. Potrošnja je deo dobiti koja služi za zarade zaposlenih i zajedničku potrošnju, pri čemu povećanje zarade utiče na motivaciju zaposlenih, što posledično, ima uticaj i na buduće rezultate. Shodno suprotstavljenim interesima učesnika u raspodeli dobiti, preduzeće treba da ima plan po kojem će da vrši raspodelu dobiti.

Interes akcionara preduzeća često je višestruk, pa se najčešće izražava u pravcu značajnog izdvajanja dela neto-dobitka za dividendu radi povećanja njihovog uloženog kapitala. Stoga je i ispravno zalaganje akcionara u pravcu maksimiranja dividende. Isto tako, njihov je interes izdvajanja većeg dela neto-dobitka u pravcu akumulacije jer će ona imati uticaja da bilansna vrednost akcija bude viša od njihove nominalne vrednosti. Ukoliko je bilansna vrednost akcija viša od njihove nominalne vrednosti tada će biti i viša tržišna cena akcija na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti. U slučaju likvidacije akcionarskog društva, akcionari sa većom bilansnom vrednosti akcija moći će iz likvidacione mase (po izmirenju obaveza) nadoknaditi nominalnu vrednost svojih akcija.

S obzirom da radnici ostvaruju jedan deo zarada iz neto-dobitka, njihov je interes za maksimiranje neto-dobitka u preduzeću. Interes radnika i interes preduzeća se sukobljava na relaciji, da li u većem delu iz neto-dobitka pokriti zarade ili izdvojiti u većem delu za akumulaciju, tj. razvoj preduzeća.<sup>24</sup>

Interes menadžmenta preduzeća obično se kreće u pravcu akumuliranja što većeg dela neto-dobitka. Težnja menadžmenta preduzeća treba da ide u pravcu, da se prosta reprodukcija finansira iz sopstvenih izvora, a da finansiranje proširene reprodukcije obezbedi emisijom nove serije akcija. Za finansijsku strategiju raspodele neto-dobitka u preduzeću se kaže da je dobro postavljena, ukoliko obezbeđuje:

<sup>24</sup> Vunjak, N.: Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 257



- (1) finansiranje proste reprodukcije i dela proširene reprodukcije iz sopstvenih izvora,
- (2) rezerve preduzeća sa kojim će se pokrivati mogući rizici u poslovanju,
- (3) saglasnost učesnika (s minimalnim konfliktom interesa) u raspodeli neto-dobitka.

Pri raspodeli neto-dobitka na preduzeće i akcionare potrebno je realno oceniti, koji akumulirani deo neto-dobitka (minimum i maksimum) obezbeđuje prostu i deo proširene reprodukcije, a koji deo zadovoljava akcionare putem dividende. Minimum akumuliranog neto-dobitka se utvrđuje, tako što se iz te veličine zadovoljavaju potrebe proste reprodukcije i uspostavlja dugoročna finansijska ravnoteža u preduzeću. Maksimum akumuliranog neto-dobitka se utvrđuje, tako što se iz te veličine zadovoljavaju ulaganjem u prostu i deo proširene reprodukcije uz uspostavljanje dugoročne finansijske ravnoteže u preduzeću. Definisanjem iznosa neto-dobitka koji pripada akcionarima, prvo se namiruje fiksni iznos dividende (za prioritetne akcije), a nakon toga iznosi dividende namenjene za vlasnike običnih akcija i to srazmerno njihovom akcionarskom kapitalu.

Menadžment preduzeća se veoma često opredeljuje, da se deo neto-dobitka usmeri u rezerve preduzeća sa svrhom obezbeđenja od mogućih rizika u poslovanju. Sredstva rezervi se mogu koristiti za<sup>25</sup>:

- (1) razvojne programe,
- (2) retroaktivno povećanje zarada,
- (3) naknadu izgubljenih sudskih sporova,
- (4) očekivani pad cena gotovih proizvoda,
- (5) prevremenu otplatu dugoročnih kredita,
- (6) otkup ranije emitovanih prioritetnih akcija,
- (7) pokriće gubitka izazvanog nekomercijalnim rizikom i sl.

Konfliktne situacije pri raspodeli neto-dobitka su moguće, ali njih treba u celini eliminisati ili svesti na minimum. Isto je moguće postići, ukoliko menadžment preduzeća pri raspodeli neto-dobitka argumentovano postupi sa obrazloženjem o nužnoj potrebi izdvajanja akumuliranog neto-dobitka za preduzeće i realnoj zaštiti interesa akcionara preduzeća.

### 4.3. Novčani tok u funkciji analize dividendne politike

Zaključak o tome da li preduzeće vraća previše ili premalo svojim akcionarima u obliku dividende se kod pristupa novčanog toka donosi na osnovu četiri koraka<sup>26</sup>:

1. Meri se koji je iznos novca raspoloživ za isplatu akcionarima nakon što se zadovolje potrebe za reinvestiranjem i taj iznos upoređujemo s iznosom koji se, u stvari, vraća akcionarima.
2. Razmatra se koliko su dobre postojeće i nove investicije preduzeća.

---

25 Vunjak, N.: Finansijski menadžment – Poslovne finansije, Proleter A.D., Milen o.d., Unireks A.D., Subotica, 2002. godine, str. 258

26 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 689

3. Na osnovu odliva novčanih sredstava i kvaliteta projekata, razmatra se da li preduzeće treba da akumulira više ili manje novca.
4. Posmatra se odnos između dividendne politike i politike zaduživanja preduzeća.

### **Korak 1:**

#### **Merenje iznosa raspoloživog novca koji se vraća akcionarima preduzeća**

Procenu koliko novčanih sredstava preduzeće može da isplati svojim akcionarima započinje sa neto prihodom i pretvara se u novčani tok, oduzimajući potrebe preduzeća za reinvestiranjem. S jedne strane, bilo koja kapitalna potrošnja koja, uključuje i preuzimanje preduzeća, oduzima se od neto prihoda, pošto predstavlja odliv novčanih sredstava. S druge strane, se amortizacija osnovnih sredstava i amortizacija zajma sabiraju, jer predstavljaju nenovčane troškove. Razlika između kapitalne potrošnje i amortizacije predstavlja neto kapitalnu potrošnju i funkciju karakteristika rasta preduzeća. Preduzeće s visokim rastom obično ima veliku neto kapitalnu potrošnju u odnosu na zarade, dok preduzeće s niskim rastom obično ima nisku, ponekad čak i negativnu, neto kapitalnu potrošnju.<sup>27</sup>

Treba istaći da, povećanja obrtnog kapitala iscrpljuje novčane tokove preduzeća, dok smanjenje obrtnog kapitala povećava novčane tokove raspoložive za akcionare. Preduzeće koje brzo raste, u delatnostima sa zahtevima za velikim obrtnim kapitalom najčešće ima veliko povećanje obrtnog kapitala.

Karakteristično je i da akcionari treba da razmotre efekte promena u nivoima duga na njihove novčane tokove. Otplata glavnice na postojeći dug predstavlja odliv novca, pri čemu otplata duga može biti delimično ili u potpunosti finansirana emisijom novih obveznica. Takav pristup predstavlja priliv novca u preduzeće. I u ovom slučaju, oduzimanje otplate starog duga od novih emisija duga obezbeđuje pokazatelj efekta promena u zaduživanja na novčane tokove preduzeća.

### **Korak 2:**

#### **Procena kvaliteta projekata**

Alternativa povratu novca akcionarima predstavlja proces reinvestiranja. Kao posledica toga, investicione mogućnosti preduzeća utiču na njegovu dividendnu politiku. Ukoliko ostali faktori i okolnosti ostanu nepromenjene, preduzeće će sa boljim projektima imati veću fleksibilnost prilikom određivanja dividendne politike i odbrane od pritiska akcionara da povećaju dividendu.

U praksi je zastupljen stav, da je dobar onaj projekat koji ostvaruje najmanje zahtevanu stopu prinosa, odnosno trošak akcijskog kapitala, pod uslovom da se novčani tokovi procenjuju na bazi akcijskog kapitala i pre zaduživanja. U teoriji je moguće proceniti očekivane novčane tokove po osnovu svakog projekta koji je raspoloživ preduzeću i, pri tome, izračunati interne stope prinosa ili neto sadašnju vrednost svakog projekta. Na ovaj način je moguće proceniti kvalitet projekta. Međutim, postoji nekoliko praktičnih problema vezanih za ovu proceduru. Prvo, treba da postoji mogućnost da se dobiju detaljne procene novčanog toka i zahteva stope prinosa za sve ras-

---

<sup>27</sup> Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 689

položive projekte. Isto može biti veoma teško ukoliko preduzeće ima desetine ili čak stotine projekata. Drugi problem je prisutan bez obzira da li su novčani tokovi raspoloživi kod postojećih projekata, jer oni neće biti raspoloživi kod budućih projekata.

Kao alternativa ovom pristupu za merenje kvaliteta projekta, mogu se koristiti neki od sledećih pokazatelja<sup>28</sup>:

- (a) prinos na investicije u vidu novčanog toka,
- (b) razlike u računovodstvenom prinosu,
- (c) ekonomska dodata vrednost.

### **Korak 3: Procena dividendne politike**

Nakon što se definiše sposobnost preduzeća da isplaćuje dividende i proceni kvalitet njegovih projekata, može se doneti odluka da li preduzeće treba da nastavi:

- (a) s postojećom politikom vraćanja novca akcionarima,
- (b) većim isplatama akcionarima,
- (c) manjim isplatama akcionarima.

Procena će zavistiti od iznosa „slobodnog“ novčanog toka, kao i od toga koliko su dobre projektne mogućnosti preduzeća. U praksi su često prisutna četiri moguća scenarija<sup>29</sup>:

- (1) Preduzeće može imati dobre projekte i akcionarima može da isplaćuje više nego što iznosi njegov „slobodni“ novčani tok za akcionare. U ovom slučaju, preduzeće gubi vrednost na dva načina. Prvo, isplaćujući prevelike iznose dividendi preduzeće stvara manjak novčanih sredstava koji se treba pokriti emisijom novih hartija od vrednosti. Nedostatak novčanih sredstava često stvara ograničenja korišćenja kapitala što direktno dovodi do odbacivanja dobrih projekata koje bi, inače preduzeće, prihvatilo.
- (2) Preduzeće može imati dobre projekte i može isplaćivati manje dividende nego što je njegov „slobodni“ novčani tok za akcionare. Na taj način će se akumulirati novčana sredstva, pri čemu preduzeće može legitimno da tvrdi da će imati dobre projekte u budućnosti u koje može da investira predmetna sredstva.
- (3) Preduzeće može imati projekte koji daju nezadovoljavajuće, slabe rezultate i može isplaćivati manje dividende nego što je njegov slobodni novčani tok prema akcionarima. Ovo preduzeće treba da se suoči s lošim izborom projekata. Pošto će smanjena kapitalna potrošnja povećati slobodni novčani tok prema akcionarima. Isto može da reši problem dividende. Ukoliko to ne bude tako, preduzeće će morati da smanji dividende.
- (4) Preduzeće može imati projekte koji daju nezadovoljavajuće rezultate i da, pri tome, akcionarima isplaćuje veće dividende, nego što iznosi „slobodni“ novčani tok.

---

28 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 694

29 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 697

**Posledice niskog nivoa isplate dividende uz loše projekte imaju sledeće specifičnosti.** Posledice isplate novca akcionarima koji ne odgovara „slobodnim“ novčanim tokovima prema akcionarima mogu odstupati zavisno od kvaliteta projekta preduzeća. Kada preduzeće isplaćuje dividende manje od mogućih, ono akumulira novčana sredstva. Kada preduzeće nema dobre projekte u koje može da investira ova sredstva, tada je ono suočeno sa nekoliko mogućnosti. U manje rizičnim situacijama, novac se akumulira u preduzeće i investira u finansijske instrumente. Isto ne bi trebalo da smanji vrednost preduzeća. U lošijim situacijama, kako se novčana sredstva akumuliraju u preduzeću, menadžeri mogu doći u iskušenje da investiraju u projekte koji ne zadovoljavaju zahtevanu stopu prinosa. Na primer, zbog smanjivanja opasnosti od preuzimanja ili radi ostvarivanja većih prinosa nego što bi se ostvarilo investiranjem u finansijske instrumente. Ove radnje smanjiće vrednost preduzeća. Druga mogućnost ukazuje da menadžeri mogu odlučiti da koriste novčana sredstva za finansiranje preuzimanja nekog preduzeća. Ovakav pristup ide na štetu akcionara preduzeća, jer se deo njihove imovine prenosi na akcionare drugog, preuzetog preduzeća.<sup>30</sup>

Menadžeri preduzeća koja isplaćuju manje dividende nego što bi mogli sebi da priušte, posmatraju takvu politiku kao onu koja najbolje služi dugoročnim interesima preduzeća. Oni zastupaju stav da sve dok su tekući prinosi na projekte slabi, dotle će budući projekti biti unosniji i davati veće prinose. Ovi argumenti mogu biti uverljivi, ali oni postaju mnogo teže održivi ukoliko preduzeće nastavi da ostvaruje slabe prinose na svoje projekte. Takođe, mogu tvrditi da je akumuliranje novca potrebno kao obezbeđenje za potrebe koje mogu nastaviti po osnovu budućih nepredvidivih događaja. Isto tako, u nekim slučajevima, menadžeri mogu opravdati akumuliranje novca i isplatu malih dividendi po osnovu ponašanja komparativnih preduzeća.

**Posledice niskih isplata dividende uz dobre projekte mogu imati sledeće specifičnosti.** Prva posledica isplate manje dividende nego što to omogućava „slobodni“ novčani tok prema akcionarima, jeste povećanje novčanih fondova preduzeća, čime se odražavaju viškovi novčanih sredstava. Međutim, dugoročni efekti akumuliranja novčanih sredstava mnogo manje su negativni, u odnosu na preduzeća sa lošim projektima i to iz sledećih razloga<sup>31</sup>:

- (a) ova preduzeća imaju projekte koji ostvaruju prinose veće od zahtevane stope prinosa, pa je verovatno da će novac biti produktivno upotrebljen na duži rok,
- (b) visoki prinosi ostvareni na interne projekte smanjuju pritisak i podsticaje za investiranje novca u loše projekte ili preuzimanja drugih preduzeća,
- (c) kompanije, koje ostvaruju visoke prinose na svoje projekte, verovatno će biti mnogo manje izložene procesu preuzimanja, čime će se smanjiti opasnost od neprijateljskog preuzimanja preduzeća.

Akcionari će imati mnogo manji osećaj mogućeg gubitka kod onih preduzeća koja imaju istoriju dobrih procena prilikom izbora projekata. Najuverljiviji argument za zadržavanje sredstava radi investiranja jeste taj, da će novac u budućnosti biti produktivno upotrebljen i da će ostvariti ekstra prinos za akcionare.

---

30 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 698

31 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 699

**Posledice isplate velikih iznosa dividende uz loše projekte mogu imati sledeće specifičnosti.** Najproblematičnija kombinacija nastaje kada preduzeće isplaćuje mnogo veće dividende nego što sebi može da dozvoli, a da, pri tome, ostvaruje nezadovoljavajuće prinose na svoje projekte. Ovo preduzeće može imati probleme, kako sa svojom investicionom, tako i sa dividendnom politikom, a nijedna od tih politika ne može biti rešena na odgovarajući način, pošto jedna politika uslovljava drugu politiku.

32

Kada preduzeće isplaćuje veće dividende nego što ima raspoloživih slobodnih novčanih tokova prema akcionarima, ono stvara deficit novčanih sredstva koji se može finansirati korišćenjem raspoloživih novčanih sredstava preduzeća, emisijom akcija da bi se pokrio taj deficit ili zaduživanjem da bi se pribavila sredstva za isplatu dividendi. Ukoliko preduzeće koristi svoje novčane rezerve, tada će ono smanjiti svoj akcijski kapital i povećati dug. Ukoliko emituje nove akcije, nedostatak je trošak emisije novih akcija. Uzimanjem pozajmica preduzeće će povećati svoj dug, dok će, istovremeno, smanjivati akcijski kapital.

Pošto se „slobodni“ novčani tok prema akcijskom kapitalu obračunava nakon kapitalne potrošnje, pravi problem za preduzeće ne mora da bude to što isplaćuje prevelike dividende, već to što investira suviše velika sredstva u loše projekte. Odustajanje od ovih projekata povećalo bi „slobodni“ novčani tok prema akcionarima i eliminisalo nedostatak novca ostvaren isplatom dividende.

Ova preduzeća prvo treba da reše svoje investicione probleme i odustanu od nezadovoljavajućih projekata, što će povećati „slobodni“ novčani tok prema akcionarima. Ukoliko i dalje bude prisutno stanje manjka novčanih sredstava, tada će preduzeće odustati od isplate dividende.

**Posledice isplate velike dividende uz dobre projekte može imati sledeće specifičnosti.** Troškovi održavanja neodrživih dividendi najočigledniji su kod preduzeća koje ima mogućnost izbora dobrih projekata. Novac koji se isplaćuje kao dividenda mogao bi se iskoristiti za investiranje u neke od ovih projekata, stvarajući pri tome mnogo veće prinose za akcionare i veće cene akcija tog preduzeća.

Kada preduzeće isplaćuje veće dividende nego što to omogućava „slobodni“ novčani tok prema akcionarima, tada ono stvara manjak novčanih sredstava. Ako ovo preduzeće ima na raspolaganju dobre projekte, pri čemu ne može investirati u njih zbog ograničenja racioniranja kapitala, ono će plaćati veliku cenu zbog svoje dividendne politike. Ukoliko se projekti propuštaju iz drugih razloga, novac koji ova kompanija isplaćuje u obliku dividendi će ostvariti mnogo veći prinos, ukoliko bi se akumulirao u preduzeću.

Isplata dividendi, isto tako, stvara novčani deficit koji sada treba da je pokriven emisijom novih hartija od vrednosti. Emisija novih akcija potencijalno donosi velike troškove emisije čime se smanjuje vrednost preduzeća. Ukoliko preduzeće emituje obveznice, tada može da postane prezaduženo, a to može dovesti do smanjenja vrednosti preduzeća.

Najbolja odluka za akcionare jeste ona odluka, gde oni insistiraju da preduzeće isplaćuje manje dividende i više investira u nove projekte.

#### **Korak 4:**

#### **Interakcija između dividendne politike i politike finansiranja**

Često nije moguće odlučiti koliko preduzeće treba da isplati neto dobiti u obliku dividendi, a da se prethodno ne odredi da li je preduzeće podzaduženo ili prezaduženo, te da li namerava da ispravi taj jaz kod zaduženosti ili isto ne želi.<sup>33</sup>

Podzaduženo preduzeće može biti u stanju da isplaćuje dividendu veću nego što je njegov „slobodni“ novčani tok i to može uraditi namerno kako bi povećalo svoj pokazatelj duga. Prezaduženo preduzeće, s druge strane, može isplaćivati dividendu manju nego što je njegov „slobodni“ novčani tok, jer će time da smanji svoju zaduženost. Prezaduženo preduzeće s lošim projektima i viškom novčanog toka može doneti odluku, da je bolje ta novčana sredstva potrošiti za smanjenje duga, nego za isplatu dividendi.

## **5. Modeli isplate dividende preduzeća**

Jedno od najvažnijih pitanja za akcionara jeste isplata dividendi, kako ona predstavlja osnovni motiv kupovine akcije dotičnog preduzeća. U tom smislu, veoma je bitno da akcionari poznaju odgovore na pitanja koja se odnose na<sup>34</sup>:

- (1) način na koji preduzeće određuje koliki će iznos dobiti biti izdvojen za isplatu dividendi,
- (2) pod kojim uslovima se isplaćuju dividende, koji je minimalan iznos dividendi i za koje kategorije akcija,
- (3) koji su kriterijumi kojima se rukovodi upravni odbor kada predlaže raspodelu dobiti,
- (4) kakva je procedura isplate dividendi,
- (5) koje je vreme i mesto isplate dividendi.

Pri regulisanju određenih pitanja dividendne politike putem internih akata preduzeća, pažnju je potrebno usmeriti na sagledavanje strukture postojećih akcionara, kako bi se, u duhu dobrog korporativnog upravljanja, određene odredbe koncipirale na način koji će pogodovati najvećem broju akcionara. Odluka o isplati dividendi trebalo bi da sadrži razumljive informacije o iznosu dividendi i proceduri isplate. Stoga, ta odluka treba da odredi koju visinu dividende donosi kategorija akcija, kao i način i raspored isplate.<sup>35</sup>

Procedura za utvrđivanje iznosa dividende trebalo bi da spreči mogućnost zablude akcionara o iznosu dividende. Dividende se isplaćuju iz dobiti preduzeća, bilo da se radi o običnim ili prioritetnim akcijama. Prilikom izračunavanja dobiti, preduzeće treba da vodi računa da se rezultati izračunavanja dobiti za potrebe isplate dividendi

<sup>33</sup> Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 702

<sup>34</sup> Anđelić, M., Rodić, S., Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 45

<sup>35</sup> Anđelić, M., Rodić, S., Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 46

poklapaju sa knjigovodstvenim rezultatima. U suprotnom, moglo bi se desiti, da iznos predviđen za isplatu dividendi ne odgovara realnoj dobiti. Procedura isplate dividendi treba da je uređena na način da se sa njom poštuje pravo akcionara na isplatu dividendi. Akcionari imaju pravo da očekuju isplatu celokupnog iznosa dividendi koji je određen u odluci preduzeća.

Tačnost i potpunost isplate dividendi, povećava poverenja akcionara u kvalitet preduzeća. Zbog toga preduzeće, kada vrši isplatu dividendi, treba da obrati posebnu pažnju na jasnu i jednostavnu proceduru. Preporučljivo je da preduzeće u svom statutu odredi i krajnji rok za isplatu dividendi, koji bi trebao da bude najviše 60 dana od dana kada je doneta odluka o isplati dividende.<sup>36</sup>

Preduzeće treba da predvidi jasne sankcije za lica odgovorna za nepotpune ili neblagovremene isplate dividendi. Neispunjenje ili nepravilno ispunjenje obaveze isplate dividendi negativno utiče na poverenje akcionara u preduzeće. U tom smislu, preduzeće bi trebalo da implementira posebna pravila, vezana za sankcije odgovornih lica. Ta pravila bi trebalo odrediti statutom preduzeća.

Regulativa u oblasti politike dividendi, takođe, trebalo bi da obezbedi i proceduru za utvrđivanje minimuma dobiti koji bi trebalo isplaćivati kroz dividende, kao i uslove kada se dividende neće isplaćivati ili će se isplatiti samo delimično. Samim tim, isplata dividendi može biti predmet zakonskih ili drugih restrikcija, što znači da kompanija nema isključivo pravo odlučivanja po pitanju isplata dividendi. Takođe, u zakonodavstvima većine zemalja je definisano da preduzeće ne može isplaćivati dividendu iz samog kapitala, već samo iz dobiti.<sup>37</sup>

Postoji nekoliko načina na koji se dividende mogu klasifikovati. Prvo, dividende mogu biti:

- (a) u novcu,
- (b) u obliku novih akcija.

Isplata dividende novim akcijama povećava broj emitovanih akcija i smanjuje cenu po akciji. Dividenda, isto tako, može biti:

- (a) redovna, koja se isplaćuje u redovnim intervalima, tj. kvartalno, polugodišnje ili godišnje,
- (b) specijalna, odnosno vanredna koja se isplaćuje pored redovne dividende.

Većina kompanija isplaćuje dividende svakog kvartala. Preduzeća, ponekad, isplaćuju dividende iz sredstava koja prevazilaze zadržane zarade prikazane u njihovim bilansima. Ovakve dividende nazivaju se likvidacionim dividendama, a poreska uprava ih smatra prinosom na kapital, a ne običnim prihodima preduzeća.

Prilikom određivanja isplate dividende, tipično preduzeće treba da razmotri i analizira brojne faktore. Ti faktori uglavnom ocrtavaju granice unutar kojih se dividenda

---

36 Anđelić, M., Rodić, S., Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza A.D., Beograd, str. 47

37 [www.jorgicbroker.co.rs](http://www.jorgicbroker.co.rs)

može platiti. Kada preduzeće plaća dividende u iznosu većem od rezidualnih sredstava, time ukazuje da menadžment i odbor direktora veruju da ova isplata odgovara blagostanju akcionara. Nedostatak čvrstog uporišta za predviđanje dugoročnog efekta neke specifične politike dividende na vrednovanje, na mnogo načina, otežava odluku o dividendi u odnosu na odluku o ulaganju ili o finansiranju preduzeća.

### 5.1. Faktori od uticaja na donošenje odluke o isplati dividende

Buduća razmatranja dopuštaju preduzeću da sa tačnošću odrede kako bi izgledala odgovarajuća pasivna strategija dividende. Aktivna politika dividende uključuje u sebe poverenja buduću da zahteva, da se deo kumulativnih dividendi zameni finansiranjem putem običnih akcija. Takva strategija sprovodi se u „maglovitom“ području. Uprkos ovome, veliki broj preduzeća polazi od verovanja da isplata dividende utiče na cenu akcija i ponaša se u skladu s pretpostavkom o značajnosti dividende.

Ukoliko preduzeće traga za pasivnim ulaganjem, hartije od vrednosti tržišta novca su, sa poreskog aspekta, nepovoljni. Preduzeće plaća porez na nivou korporacije, a akcionari plaćaju lične poreze, nakon eventualne deobe, odnosno podele. Bolje pasivno ulaganje može, eventualno, da bude u različit portfolio običnih akcija. Portfolio se može složiti na način da bude prilagođen sistemskom riziku preduzeća, mada isto ne mora da bude nužno. Ukoliko preduzeće teži održavanju likvidnosti, različit portfolio običnih akcija teorijski ima smisla i ekonomsku opravdanost, pri čemu su troškovi daleko niži. U produžetku se predstavljaju različiti faktori koje preduzeća u praksi mogu i trebaju raščlaniti unutar procesa odlučivanja o dividendi.

Ako se pretpostavi da preduzeće želi da odredi, da li mu je nešto preostalo nakon podmirenja svojih potreba za sredstvima, uključujući i profitabilne mogućnosti za ulaganje, tada bi ono trebalo da razmotri svoj položaj za razumni period od nekoliko budućih godina, kako bi izravnalo fluktuacije dividendi. Verovatna mogućnost preduzeća za podržavanje dividende trebala bi se analizirati u odnosu na distribucije verovatnoće mogućih tokova novca i stanja novca. Na osnovu ove analize, preduzeće može da odredi verovatni ostatak sredstava u budućnosti.<sup>38</sup>

Za vreme životnog ciklusa preduzeća, na samom početku se ne očekuje da ono plati dividende. Kako preduzeće sazreva i počinje stvarati višak novca, plaćaju se i dividende. One su simbolične na samom početku, ali kako se pronalazi sve manje mogućnosti za proizvodno ulaganje, tako se i dividende povećavaju. U kasnijim periodima razvoja, može uslediti prava "žetva". U ovoj fazi preduzeće vrši vlastitu likvidaciju, plaćajući visoke dividende svojim akcionarima. Čak i da ne dođe do prave "žetve", za očekivati je da sazrelo preduzeće plaća prilično visoke dividende.

Treba istaći da kod odluka o dividendi, likvidnost preduzeća je na prvom mestu. S obzirom da dividende predstavljaju odliv novca, svako snažnije novčano stanje i ukupna likvidnost preduzeća, odnosi se i na njegovu sposobnost plaćanja dividende. Preduzeće koje je u rastu i profitabilno, može biti i nelikvidno, jer se njegovi fondovi ulažu u fiksna sredstva i trajna tekuća sredstva. Budući da menadžment takvih preduzeća obično želi iz razloga fleksibilnosti preduzeća i zaštite od neizvesnosti zadržati

---

38 Horne, J. C., *Financijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 355



određenu rezervnu likvidnost, ono može usporiti isplatu visoke dividende, zbog straha ugrožavanja ovog položaja. Likvidnost preduzeća je pod snažnim i direktnim uticajem odlučivanja o ulaganju i finansiranju. Odluka o ulaganju određuje stepen proširenja imovine i potreba preduzeća za sredstvima, a odluka o finansiranju određuje način finansiranja ove potrebe.<sup>39</sup>

Likvidan položaj nije jedini način osiguranja fleksibilnosti i zaštite od neizvesnosti. Ukoliko je preduzeće sposobno doći do pozajmice u odgovarajućem kratkom vremenu, ono može biti relativno fleksibilno. Navedena sposobnost pozajmljivanja može biti u obliku bankarske kreditne linije ili obnavljajućeg kredita, a takođe i u obliku neformalne spremnosti finansijske ustanove na produženje kredita. Osim toga, fleksibilnost može proizilaziti i iz sposobnosti preduzeća da se emisijom obveznica pojavi na tržištu kapitala. Što je veća mogućnost preduzeća za pozajmljivanje, veća je i njegova fleksibilnost i mogućnost plaćanja dividende u novcu.<sup>40</sup>

Većina preduzeća prati stope isplate dividende drugih preduzeća unutar iste grane industrije, pre svega onih koja imaju sličnu stopu rasta. Ne mora nužno da bude relevantno da li preduzeće odstupa od okvira ostalih preduzeća, ali može biti sumnjivo, te će ta preduzeća težiti opravdavanju i potvrđivanju svog položaja. Preduzeće treba da preispita koje informacije svojom sadašnjom dividendom prenosi, te koje bi informacije trebalo da prenosi u slučaju promene dividende.

Ukoliko preduzeće plaća prilično visoke dividende, u narednom vremenskom periodu može posegnuti za dodatnom prodajom akcija u cilju prikupljanja kapitala. U ovoj situaciji, kontrolni interes može da oslabi, ukoliko kontrolirajući akcionari ne upišu ili ne mogu upisati dodatne akcije. Ovi akcionari mogu biti skloni niskoj stopi isplate dividende i finansiranju potreba za ulaganjem, korišćenjem zadržanih zarada. Međutim, neophodno je napomenuti da kontrola može delovati u dva pravca. Kada je preduzeće interesantno drugom preduzeću ili pojedincima, niska stopa isplate dividende može se kretati u prilog ovim "outsiderima", koji traže kontrolu nad preduzećem. "Outsideri" mogu uveriti akcionare da sadašnja politika preduzeća ne maksimizira blagostanje akcionara, te da oni to mogu uspešnije da realizuju. Kao posledica toga, preduzeća koja smatraju da postoji rizik od preuzimanja, mogu ustanoviti visoke stope isplate dividende, kako bi zadovoljila svoje akcionare.

Kada je preduzeće u vlasništvu ili je najveći deo preduzeća u vlasništvu nekoliko pojedinaca, menadžment je obično svestan želja akcionara u vezi dividende, te postupa shodno tome. Ukoliko je većina akcionara u višem poreznom razredu, te daju prednost kapitalnom dobitku u odnosu na tekući prihod, može da ustanovi nisku stopu isplate dividende, ali pod uslovom egzistencije mogućnosti ulaganja zadržanih zarada u profitabilne mogućnosti ulaganja. Preduzeće sa velikim brojem akcionara može prosuđivati njihove želje za dividendom isključivo u kontekstu tržišta.

Zaštitne odredbe unutar ugovora o obveznicama ili kreditnog sporazuma, često uključuju ograničenje isplate dividende. Ovo ograničenje koriste kreditori da bi očuvali

---

39 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 355

40 Horne, J.C., Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 356

sposobnost preduzeća za otplatu duga. U praksi, ono je najčešće izraženo u vidu maksimalnog procenta kumulativnih zarada. Kada se ovakvo ograničenje primenjuje, isto utiče na dividendnu politiku preduzeća. Ponekad menadžment preduzeća rado prihvata ograničenje dividende od strane kreditora, kako u tom slučaju akcionarima ne mora da opravdava zadržavanje zarada.<sup>41</sup>

Iako je stopa isplate dividende glavni aspekt ukupne politike dividende preduzeća, nije i jedini. Ostali aspekti mogu, takođe, da utiču na vrednovanje. Uz procenat isplate dividende i stabilnost isplata dividendi je privlačna karakteristika za mnoge investitore.<sup>42</sup> Pod stabilnošću se podrazumeva zadržavanje njenog položaja u odnosu na liniju trenda (po mogućnosti uzlaznog). Uz ostale nepromenjene uslove, cena akcija koja nosi stabilnu dividendu tokom određenog vremenskog perioda, može biti viša nego u slučaju da se isplaćuje fiksni procenat. Investitori mogu biti spremni da plate premiju na stabilnost dividende, zbog (a) informacionog sadržaja dividende, (b) želje investitora za tekućim prihodom i (c) određenim institucionalnim razmatranjima.<sup>43</sup>

Po pitanju informacionog sadržaja, dividende mogu poslužiti da bi se uklonila neizvesnost u svesti investitora. Kada zarade opadnu i preduzeće ne smanji svoju dividendu, tržište može više verovati u akciju, nego kada bi se dividenda smanjila. Stabilna dividenda može preneti gledište poslodavca da je budućnost preduzeća svetlija nego što pokazuje pad zarada. Na taj način je moguće uticati na očekivanja investitora putem informacionog sadržaja dividendi. Međutim, menadžment neće uspeti stalno zavaramati tržište. Ukoliko je preduzeće u nestabilnim poslovima s velikim pomacima zarada, stabilna dividenda ne uspeva da pruži privid stvarne stabilnosti.

Drugi faktor jeste želja za tekućim prihodom, koji može biti naklonjen stabilnim dividendama. Investitori koji žele određen periodičan prihod, biće skloniji preduzećima sa stabilnim dividendama, u odnosu na preduzeća s nestabilnim dividendama. Iako investitori, u slučaju da dividenda nije dovoljna za njihove tekuće potrebe, mogu da prodaju deo svojih akcija da bi došli do potrebnih prihoda, veliki broj investitora ponaša se odbojno nasuprot zahvatanju u glavnicu, nasuprot transakcionih troškova i troškova zbog nelagodnosti. Iz ovih razloga, investitori, svesni svojih prihoda, mogu stabilne dividende oceniti korisnima.

Po pitanju institucionalnih razmatranja, stabilna dividenda može da ima svoje prednosti s aspekta dopuštanja kupovine akcija određenim institucionalnim investitorima. Razna državna tela pripremaju liste hartija od vrednosti u koje penzijski fondovi, štedionice, osiguravajuća društva i ostale ustanove mogu ulagati. Da bi se preduzeće našlo, odnosno rangiralo na toj listi, ono često mora da ima neprekinuti tok dividendi. Smanjenje dividendi ili propuštanje isplate, može preduzeće da dovede do isključenja s liste.

---

41 Horne, J.C., *Financijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 357

42 Horne, J., Wachowicz, J., *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Data Status, Beograd, 2007. godine, str. 478

43 Horne, J.C., *Financijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1997. godine, str. 367-368

## 5.2. Alternativni načini isplate dividendi

Najčešći način na koji preduzeće isplaćuje dividendu jeste novac. Međutim, menadžmentu preduzeća često stoje na raspolaganju i drugi oblici realizacije dividende, kao što su<sup>44</sup>:

- (1) reinvestiranje dividende,
- (2) distribucija dividende u akciji,
- (3) otkup vlastitih akcija,
- (4) druge bonusne emisije hartija od vrednosti.

**Planovi reinvestiranja dividendi** predstavljaju način kako povećati stepen zadržavanja zarada, bez izglasavanja i objavljivanja smanjenja distribucije dividendi. Na ovaj način preduzeća izbegavaju preveliko izlaganje riziku i nepovoljnim reakcijama na tržištu akcija na smanjivanje dividendi.

**Isplata dividende novim akcijama** daje mogućnost postojećim akcionarima na dodatne akcije preduzeća bez dodatnog troška. Dividenda u novim akcijama, po svom uticaju na broj akcija u opticaju, slična je usitnjavanju akcija. Međutim, za razliku od usitnjavanja akcija, dividende u novim akcijama imaju skoro beznačajan uticaj na broj akcija u opticaju.

Ako dividende u akcijama predstavljaju povećanje koje je manje od 25% u odnosu na prethodno izdate obične akcije, tada se one smatraju malim procentom dividendi u akcijama. Taj oblik dividendi u akcijama računovodstveno se iskazuje kao prenos dela zadržane zarade na obične akcije i premije na uplaćeni kapital. Veliki procenat učešća dividendi u akcijama treba posmatrati rizično. Od velikog procenta dividendi u akcijama se očekuje da će u velikoj meri smanjiti tržišnu cenu akcije.<sup>45</sup>

Karakteristično je da preduzeća koriste isplatu dividende u novim akcijama najčešće iz tri razloga. Pojedina preduzeća veruju da na taj način mogu obmanuti akcionare. Preduzeće koje ima problema finansijske prirode i koje nije u stanju da redovno isplaćuje dividende u novčanom obliku, može objaviti da će izvršiti zamenu dividende u novcu sa dividendama u novim akcijama u tom ekvivalentnom iznosu. Preduzeća često posmatraju isplatu dividende u novim akcijama kao dodatak dividendama u novcu i isplaćuju ih u periodima (vremenu) visokih zarada. Treći, manji broj preduzeća obično ima dve klase akcija. Kod jedne klase akcija, isplaćuje dividendu u novčanom obliku, dok kod druge klase akcija isplaćuje ekvivalentne dividende sa novim akcijama. Akcije iz druge klase mogu se zameniti akcijama koje daju pravo na dividendu u novčanom obliku.

Isplata dividendi i **otkup sopstvenih akcija** preduzeća imaju identične efekte na preduzeće. Pri tome, novčana sredstva preduzeća smanjuju se za iznos utrošen za otkup sopstvenih akcija ili dividende, a knjigovodstvena vrednost akcijskog kapitala se smanjuje za tu vrednost. Drugim rečima, otkup akcija predstavlja proceduru u

---

44 [www.oliver.efos.hr](http://www.oliver.efos.hr)

45 Horne, J., Wachowicz, J., Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, 2007. godine, str. 481

kojoj emitovane akcije koje se nalaze u posedu akcionara, preduzeće, emitent, otkupljuje sopstvene akcije.<sup>46</sup>

Postupak otkupa sopstvenih akcija u velikoj meri zavisi od broj akcija koji preduzeće planira da otkupi i vremenskog perioda otkupa. Kada je u pitanju otkup akcija, tada preduzeće određuje:

- (1) cenu po kojoj će otkupiti sopstvene akcije,
- (2) broj akcija koji namerava da otkupi,
- (3) vremenski period za koji važi ponuda za otkup akcija.

Preduzeće poziva akcionare da ponude na prodaju svoje akcije. U brojnim slučajevima, preduzeća zadržavaju fleksibilnost da povuku ponudu, ukoliko se javi nedovoljan broj akcionara koji žele da prodaju svoje akcije ili da produže inicijalni vremenski period važenja ponude.

Preduzeća koja nameravaju da otkupe mali procenat svojih akcija, mogu izvršiti otkup na tržištu, u postupku koji se naziva otkup na otvorenom tržištu. Teorijske rasprave ističu da postoje tri razlike između javne ponude i otkupa akcija na otvorenom tržištu<sup>47</sup>:

- (1) kod otkupa na otvorenom tržištu, preduzeća vrše otkup akcija na tržištu hartija od vrednosti po važećoj tržišnoj ceni i nema obavezu da ponudi premije koje podrazumevaju javne ponude,
- (2) kod otkupa na otvorenom tržištu preduzeća nemaju obavezu da javno objave svoju nameru za otkup sopstvenih akcija, iako treba da ispoštuju zahteve Komisije za hartije od vrednosti vezane za manipulacije sa cenama i insajderskom trgovinom,
- (3) otkup na otvorenom tržištu može da traje mnogo duže nego što traje javna ponuda akcija. Po pitanju fleksibilnosti, otkup na otvorenom tržištu pruža preduzeću mnogo veću samostalnost pri odlučivanju o vremenu i o broju sopstvenih akcija koje su predmet otkupa.

Treća mogućnost stoji na raspolaganju preduzećima na osnovu trgovanja sa akcionarom koji poseduje značajan procenat akcija. Preduzeće može direktno da pregovara sa tim akcionarom i od njega otkupi sopstvene akcije. Otkupi na osnovu ličnih pregovora ne koriste se toliko često, kao što je to slučaj sa javnim ponudama ili otkupima na otvorenom tržištu.

Preduzeća koja žele da povrate značajan iznos novca svojim akcionarima, mogu isplatiti posebnu dividendu u velikom iznosu ili mogu otkupiti sopstvene akcije od dotičnih akcionara.

U tim slučajevima, prednosti za preduzeća su sledeće:

---

46 [www.jorgicbroker.co.rs](http://www.jorgicbroker.co.rs)

47 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 709

- (1) za razliku od redovnih dividendi, koje obično obavezuju preduzeće da nastavi sa isplatama u budućim periodima, otkup sopstvenih akcija predstavlja jednokratni povrat novca,
- (2) odluka o otkupu sopstvenih akcija daje preduzeću mnogo veću fleksibilnost da promeni mišljenje i produži otkupe tokom dužeg vremenskog perioda, nego što je odluka o isplati ekvivalentnog iznosa specijalnih dividendi,
- (3) otkup sopstvenih akcija može da obezbedi način za jaču insajdersku kontrolu u preduzećima, jer smanjuje broj akcija u opticaju,
- (4) otkup sopstvenih akcija može omogućiti preduzećima da podrže cene svojih akcija, posebno kada cene akcija počnu da padaju.

Prema tome, otkup sopstvenih akcija omogućava preduzećima da vrate novčana sredstva akcionarima i da, istovremeno, održe fleksibilnost tokom budućih perioda.

Takođe, ponekad je otkup akcija motivisan željom da se smanji broj akcija u opticaju i time povećaju zarade po akciji. Ukoliko se pretpostavi da će pokazatelj cena/zarada (dobit) ostati nepromenjen, tada se smanjenjem broja akcija obično povećava cena akcija.

Preduzeća koja planiraju da vrate novac svojim akcionarima, to mogu uraditi ili u obliku dividendi ili u obliku otkupa sopstvenih akcija. Izbor najčešće zavisi od sledećih faktora<sup>48</sup>:

- (1) Održivosti i stabilnosti viška novčanog toka u preduzećima. Karakteristično je da je i otkup sopstvenih akcija od strane preduzeća i veće dividende rezultat viška novčanih tokova preduzeća. Ukoliko je višak novčanih tokova privremen ili nestabilan, tada preduzeća treba da izvrše otkup sopstvenih akcija. Ukoliko je višak novčanih tokova stabilan i predvidiv, tada isplata dividendi daje jači signal kvaliteta budućih projekata.
- (2) Poreskih prioriteta namenjenih akcionarima. Ukoliko se akcionarima opozuju dividende po mnogo većim stopama nego što je to kapitalna dobit, tada se oni nalaze u boljoj situaciji ukoliko preduzeće izvrši otkup sopstvenih akcija.
- (3) Predvidivosti budućih investicionih potreba. Kod preduzeća kod kojih postoji neizvesnost u pogledu broja budućih investicionih mogućnosti, ona treba da koriste otkup sopstvenih akcija, kao način za povrat novca akcionarima.
- (4) Ukoliko su akcije preduzeća potcenjene. Otkup sopstvenih akcija od strane preduzeća ima još više smisla kada menadžeri veruju da su njihove akcije potcenjene. Prvo, ukoliko akcije ostanu potcenjene, preostali akcionari ostvariće korist ako menadžeri otkupe akcije preduzeća po nižoj vrednosti od prave vrednosti. Drugo, otkup sopstvenih akcija od strane preduzeća može pružiti signal finansijskim tržištima da je akcija potcenjena, a tržišta mogu reagovati u skladu sa tim signalom i povećati cenu.
- (5) Naknade menadžerima preduzeća. Menadžeri, na osnovu akcija preduzeća sa kojima upravljaju, često dobijaju pravo na opcije. Isplata dividendi smanjuje cenu akcija, dok broj akcija ostaje nepromenjen. Otkup sopstvenih akcija od strane preduzeća smanjuje broj akcija, a cena akcija se obično

---

48 Damodaran, A., Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007. godine, str. 724

povećava kao posledica dotičnog otkupa. Samim tim, verovatno je da će se menadžeri sa većim brojem opcija pre odlučiti na otkup akcija, nego što će to učiniti sa isplatom dividende.

### 5.3. Dividendna politika u Srbiji

Opšte je poznato da Srbija prolazi kroz proces tranzicije koju prate promene vlasničkih odnosa i promene sistema vrednosti. Dugogodišnje poslovanje preduzeća u društvenoj svojini i nepostojanje tržišnog mehanizma, svakako da su Srbiju dovele na početak „puta“ ka modernim tržišnim ekonomijama. U početku se krenulo sa neophodnom promenom načina razmišljanja i privatizacijom velikog broja preduzeća. Postalo je jasno, da je dobit osnovni motiv privređivanja i da treba težiti njegovoj maksimizaciji. Nastala je potreba formiranja tržišta kapitala koje obezbeđuju efikasnu alokaciju uvek ograničenog obima kapitala. Obnovljen je rad Beogradske berze na kojoj se kotiraju akcije velikog broja domicilnih preduzeća. To su sigurni koraci ka uspešnim i korenitim promenama. Međutim, za sve je potrebno vreme i znanje da se takve promene učine.<sup>49</sup>

U situaciji kada postoji izrazita neizvesnost i veliki stepen rizika, ne samo poslovnog, već i političkog, isto ukazuje na činjenicu da je vrednost informacija o visini isplaćenih dividendi u domicilnoj privredi značajno veća, nego u tržišno razvijenim zemljama. U uslovima postojanja neizvesne budućnosti, akcionari preferiraju isplatu sigurnog iznosa dividendi. Akcionari zanemaruju opredeljenje za reinvestiranjem dela dobitka u projekte za koje nisu sigurni da mogu doneti odgovarajući nivo profitabilnosti.

U uslovima u kojima se nalazi domicilna privreda, svaki signal o visini dividendi utiče na cene akcije koje se kotiraju na berzi i automatski utiču na tržišnu vrednost preduzeća. Cena akcija u preduzeću zavisi od očekivanja i reakcija investitora. Ukoliko investitori veruju da će preduzeće dobro poslovati, vrednost tih akcija raste. Međutim, ukoliko investitori smatraju da su poslovni izgledi preduzeća „loši“ i na osnovu toga odluče da ne ulažu u akcije takvog preduzeća ili iste već imaju u posedu, tada se odlučuju na njihovu prodaju, pri čemu dolazi do pada vrednosti akcija u preduzeću.

Na osnovu napred iznetog može se izvesti zaključak da, kada je reč o relevantnosti dividendne politike i dividendi za tržišnu vrednost preduzeća, još uvek postoje oprečni stavovi i različita mišljenja. Izvesno je da u slabije razvijenim zemljama, kakva je i naša, postoji visoka povezanost dividendi i tržišne vrednosti preduzeća. Ta međuzavisnost je daleko izraženija, nego što je to u zemljama sa razvijenom privredom i razvijenim tržišnim mehanizmom. Isto je prisutno zbog postojanja privredne nestabilnosti i visokog stepena rizika pri poslovanju preduzeća.

Kao jedan od primera raspodele dividende može da posluži politika raspodele dividende u preduzeću „X“ koje je iz oblasti farmacije. Smernice za raspodelu dividende su definisane u pisanom dokumentu koji proizilazi iz opštih akata kompanije, a u skladu sa intresima menadžmenta i zaposlenih. Prema politici dividende, kompanija ima mogućnost da isplaćuje novčanu dividendu u meri u kojoj to ne ugrožava tekuću likvidnost i solventnost. Takođe, politika dividende je usmerena na potrebu kontinuiranog poslovanja, kao i mogućnost pribavljanja dodatnog kapitala. Konačno, politika

---

49 [www.ien.bg.ac.rs](http://www.ien.bg.ac.rs)

dividende u kompaniji „X“ je dovoljno fleksibilna kako bi zadovoljila interese akcionara, ali i dovoljno pragmatična kako bi kumulirane neraspoređene dividende i rezerve iz dobiti bile dovoljne za prevazilaženje kriznih perioda poslovanja.

U skladu sa pozitivnim zakonskim propisima, kao i opštim aktima kompanije, dividenda se isplaćuje u novcu ili u akcijama, u skladu sa odlukom Skupštine. Dividenda se isplaćuje u skladu sa brojem i vrstom akcija koje su u posedu akcionara, dok se način raspodele dobiti definiše odlukom Odbora direktora. Naime, prilikom razmatranja visine za isplatu dividende, Odbor direktora razmatra tekuće poslovanje, pokazatelje likvidnosti i solventnosti, planirane investicione aktivnosti, kao i projekciju opštih privrednih kretanja u budućem periodu. Bruto iznos isplate dividende, u skladu sa internim aktima kompanije „X“ ne može da bude veći od 30% ostvarene neto dobiti u prethodnoj godini. Takođe, u izuzetnim poslovnim okolnostima, kada Odbor direktora proceni da bi isplata dividendi ugrozila tekuće poslovanje kompanije, ostavljena je mogućnost odluke o suspenziji isplate novčanih dividendi za tekuću godinu. U skladu sa definisanim smernicama za isplatu dividendi, u nastavku teksta je dat kompresovani prikaz raspodele dividende, zajedno sa kalkulacijom retencionog koeficijenta i stope dividende. Takođe, dat je prikaz novčanog toka po osnovu dividende za hipotetičkog akcionara koji je posedovao 100, 50 pa 25 akcija u periodu od 2012. do 2014. godine.

**Tabela br. 30** Obračun raspodele dividende u kompaniji „X“<sup>50</sup>

Godina	Ukupni prihodi	Ukupni rash.	Bruto dobit	Porez	Neto dobit	DPA**
2012.	3149238.00	2332707.00	816531.00	734877.90	81653.10	1000.00
2013.	3859135.00	3021125.00	838010.00	754209.00	83801.00	1000.00
2014.	3999409.00	3156812.00	842597.00	758337.30	84259.70	1000.00
Godina	Neto dobit	Rasp. dividenda	Zadržana dobit	Stopa divid.	Retenc. koef.	
2012.	81653.10	20413.28	61239.83	0.25	0.75	
2013.	83801.00	20950.25	62850.75	0.25	0.75	
2014.	84259.70	21064.93	63194.78	0.25	0.75	
Godina	Primlj. divid.***	Kupovna cena	Stopa zarade	Kamatna stopa*	Razlika u prinosu	
2012.	100000.00	75000.00	33.33	10.85	22.48	
2013.	50000.00	37500.00	25.00	9.50	15.50	
2014.	25000.00	18750.00	33.33	5.70	27.63	

\* Kamatna stopa na jednogodišnji bankarski depozit.

\*\* Primljena dividenda za 100, 50 i 25 akcija hipotetičkog akcionara.

\*\*\* Dobit po akciji prema bilansu uspeha kompanije „X“.

Tabela prikazuje primer raspodele dividende kompanije „X“ za period od 2012-2014. godine. Jasno se može uočiti da je kompanija poslovala profitabilno. Nakon izdvajanja poreskih obaveza Skupština akcionara je donela odluku, zajedno sa potvrdnim miš-

<sup>50</sup> Prikaz autora na osnovu finansijskog izveštaja kompanije „X“ i hipotetičkih postavki u vezi broja akcija koje poseduje akcionar.

ljenjem Odbora direktora, da se od ukupne neto dobiti raspodeli 25% u formi dividendi akcionarima. Ovakva odluka je bila na snazi u sve tri godine posmatranog perioda, što je proizvelo sledeće finansijske tokove, kako za akcionare, tako i za kompaniju. Prvo, stopa dividende je u skladu sa internim aktima kompanije, pa je retencioni koeficijent bio na nivou od 75%. Imajući u vidu prethodno, kompanija je isplatama dividendi ograničila svoj potencijal za interno generisan rast posredstvom investicija. Međutim, novčane isplate dividende su „poslale“ pozitivan signal na finansijsko tržište u kontekstu uspešnosti poslovanja, kao i proizvele veći stepen satisfakcije akcionara firme. Ovakvi pozitivni trendovi će, imajući u vidu senzitivnost finansijskog tržišta na informacije o isplati dividende, olakšati pribavljanje dodatnog slobodnog kapitala emitovanjem novih emisija akcija u budućnosti. Takođe, postojeće akcije će imati veći stepen likvidnosti, budući da će investitori pokazati veće interesovanje za akcije koje donose novčani prihod.

Kada je reč o isplativnosti ulaganja u akcije kompanije „X“, hipotetička analiza stope prinosa akcionara u odnosu na prihod od ulaganja u bankarski depozit je više nego očigledna. Naime, poslednja kolona u tabeli pokazuje diferencijalni prinos hipotetičkog akcionara, što implicira da je ulaganje u akcije ove kompanije bilo mnogo profitabilnije, nego držanje novca na štednom računu u banci. Jedan deo diferencijalnog prinosa se mora pripisati većem riziku koji je imanentan ulaganju u vlasničke hartije od vrednosti. Međutim, bez obzira na diferencijal u riziku, ulaganje u akcije kompanije „X“ se pokazalo kao lukrativan poslovni poduhvat. Imajući u vidu pomenuti prinosni diferencijal, akcije ove kompanije bi trebalo da u narednom periodu budu „kurentna roba“ na finansijskom tržištu u Srbiji. Ovako profitabilan poduhvat govori u prilog efikasnog modela korporativnog upravljanja koji je implementiran u pomenutoj kompaniji. Posledično, ovakav model bi trebalo da posluži kao eklatantan primer i operativni model za implementaciju korporativnog upravljanja i u ostalim akcionarskim društvima u Srbiji.



## VI

# SAVREMENO RAČUNOVODSTVENO IZVEŠTAVANJE U FUNKCIJI FINANSIJSKOG UPRAVLJANJA PERFORMANSAMA PREDUZEĆA

Računovodstveno izveštavanje realizuje se putem finansijskih izveštaja tzv. finalnih produkata računovodstva. Njihov cilj treba da se odnosi na verno<sup>1</sup> prikazivanje finansijskih položaja i rezultata poslovanja poslovnog subjekta tzv. fer prezentacija.

U teoriji i praksi je prisutna velika nedoumica, šta se podrazumeva pod fer prezentacijom finansijskih izveštaja.<sup>2</sup> Računovodstvenim izveštavanjem se želi prezentirati istinitost i objektivnost. Da bi se pomenuto ostvarilo oformljeni su opšteprihvaćeni računovodstveni standardi. Sama primena opšte prihvaćenih računovodstvenih standarda bi trebala kao rezultat da ima istinito, objektivno i unificirano računovodstveno izveštavanje. Isto je posebno važno, jer unificirano izveštavanje treba da omogući uporedivost podataka i zaštititi od neadekvatnog izveštavanja i omogući kontrolu podataka.

Značaj računovodstvenog izveštavanja naročito dolazi do izražaja u slučaju kada se finansijski izveštaji sa svojim podacima mogu koristiti pri upoređivanju poslovanja različitih poslovnih subjekata. Njihov informacioni značaj u tim slučajevima naročito dolazi do izražaja. Upoređivanjem poslovanja različitih poslovnih subjekata se vrši, sa aspekta likvidnosti, finansijske ravnoteže<sup>3</sup>, profitabilnosti i sl. Putem podataka iz finansijskih izveštaja olakšava se investitorima ulaganje kapitala u uspešne poslovne subjekte. Uporedivost omogućavaju samo informacije iz finansijskih izveštaja koje su zasnovane na istim računovodstvenim pravilima. Ovakvi finansijski izveštaji omogu-

---

<sup>1</sup> Ustručnoj literaturi i praksi se često za verno prezentaciju koriste termini "istinitost i objektivnost", "usaglašenost sa okvirom za računovodstveno izveštavanje" i "fer prezentacija".

<sup>2</sup> S obzirom na prisustvo različitih mišljenja i pristupa njihovu različitost profesor Tomas Keler je prikazao na sledeći način. "Osnovni argument onih koji podržavaju "uniformnost" je da ukoliko ne postoje autoritarni, opšteprihvaćeni računovodstveni principi koje investitori i javnost uzimaju u obzir kada ispituju računovodstvene izveštaje, onda se njihovo poverenje mora u velikoj meri zasnivati na integritetu računovođe što ni u kom slučaju nije dovoljno. Najžešći kritičari važeće računovodstvene prakse tvrde da računovodstveni izveštaji u današnje vreme pružaju računovodstvene informacije na način koji onemogućuje investitorima da donesu pravilnu odluku o izboru između alternativnih investicija. Ukratko, osnovni argument je da ne postoji uporedivost izveštaja različitih kompanija i da su računovođe glavni krivci za to. Oni koji podržavaju "fleksibilnost" iznose protivargument da uporedivost (u punom značenju reči) finansijskih podataka između različitih poslovnih organizacija predstavlja utopiistički cilj koji ni u kom slučaju ne može biti postignut usvajanjem strogih pravila koja ne uzimaju u obzir adekvatan tretman istih računovodstvenih kategorija u različitim situacijama" (Thomas F. Keller, *Uniformity Verses Flexibility: A Review of the Rhetoric: Uniformity in Financial Accounting, Law and Contemporary Problems*, XXX, 1965. str. 637., prema mr Dejan Jakšić, dr Mirko Andrić, *Fer prezentacija računovodstvenih izveštaja – uniformnost vs. fleksibilnost*, časopis *Računovodstvo* br. 5-6, SRRS, Beograd, 2003, str.40.

<sup>3</sup> Vunjak, N.: „Finansijska ravnoteža polazi od činjenice da sredstva po obimu i vremenu za koji su imobilisana (neunovčljiva) odgovaraju obimu i vremenu raspoloživosti izvora sredstava. Treba istaći da je vreme imobilizacije sredstava različito po strukturi sredstava, kao što je i vreme raspoloživosti izvora sredstava različito po pojedinim izvorima sredstava.“ (Vunjak, N.: *Finansijski menadžment, Poslovne finansije*, Proleter a.d., Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2005, str. 98.)

ćuju i poređenje podataka između tekućeg i prethodnog poslovnog perioda istog poslovnog subjekta i od značaja su za praćenje kretanja njegove uspešnosti. Uspešnost poslovanja je jedino objektivna ukoliko su podaci koji se upoređuju na istim osnovama zasnovani.

Izveštavanje zasnovano na jasnim pravilima<sup>4</sup> olakšava kako menadžmentu stepen ispunjenja postavljenih odgovornosti, tako i svim drugim korisnicima za donošenje odgovarajućih poslovnih odluka. Jedinostvenim pravilima stvara se mogućnost za zavođenje reda u širokoj oblasti kao što je računovodstvo i bolja kontrola svih onih koji žele da odstupe od određenih.

Osnovu za komuniciranje između menadžmenta (odgovornog za kvalitetno upravljanje i raspolaganje sa poverenim kapitalom) i vlasnika kapitala, predstavlja savremeno računovodstveno izveštavanje. Da bi se ta komunikacija kvalitetno realizovala, računovodstvo (kao funkcija i profesija) treba da pruži svoj doprinos, koji se najobjektivnije meri na tržištu. Prilikom planiranja, pripreme i prezentiranja finansijskih izveštaja neophodno je poštovati sve relevantne računovodstvene standarde, načela i principe, kao i kodeks profesionalne etike.

Proces globalizacije i povezivanja tržišta kapitala u svetu sve više se ubrzava. Primećuje se da je u svetu sve manji broj nacionalnih tržišta s obzirom na to da je nužno poslovati na regionalnim tržištima koja imaju pretenzije da postanu globalna. Zahtev investitora je, da informacije u Japanu budu uporedive sa informacijama u Engleskoj, Srbiji i sl. Da bi se pomenuto realizovalo tj. takav stepen uporedivosti ostvario, podrazumeva se безусловna primena Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja.

Prelazak na primenu Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja u 100 zemalja sveta, uključujući i 25 zemalja Evropske unije predstavlja veliki „korak“ ka globalnim standardima i globalnom jedinstvenom tržištu. Jednostavno, nema više francuskih, nemačkih niti britanskih standarda, već postoje samo globalni standardi za globalno tržište<sup>5</sup>. Proces standardizacije ogleda se u većoj transparentnosti, većem poverenju prema tržištu i većem broju investicija na tržištu. Pravila savremenog poslovanja sadržana su u Međunarodnim računovodstvenim standardima koji predstavljaju „ključ“ za pouzdanije, jednostavnije i objektivnije poslovno komuniciranje između poslovnih subjekata u celom svetu. Ovo stoga jer MRS/MSFI predstavljaju zapravo imperativ fer i istinitog informisanja. Finansijski izveštaji sačinjeni na osnovu MRS/MSFI daju mogućnost jednostavnosti i uporedivosti tj. transparentnosti finansijskog izveštavanja.

Između MRS i nacionalnih računovodstvenih standarda prisutna je prirodna povezanost, jer su nacionalni računovodstveni standardi „izvorišna“ osnova za Međunarodne računovodstvene standarde. Domet nacionalnih računovodstvenih standarda postao je objektivno nedovoljan za komercijalne i finansijske transakcije između ekonomskih

<sup>4</sup> Npr. između ostalog prisutno je ubeđenje i među nezavisnim revizorima da bi se broj tužbi protiv njih (od strane poslovnih subjekata koji su bili nezadovoljni revizorskim mišljenjem) znatno smanjio sa jasno određenim pravilima.

<sup>5</sup> Sam Di Piazza, predsednik globalne mreže Price Waterhouse and Coopers, godišnja IASB konferencija nacionalnih asocijacija odgovornih za donošenje i implementaciju Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, časopis Računovodstvo br. 9 – 10, 2006, str. 4.

entiteta u raznim državama<sup>6</sup> i stoga su i uvedeni tzv. globalni, odnosno MRS/ MSFI standardi.

## 1. Nužnost globalizacije računovodstvenog izveštavanja

Savremeno poslovno okruženje obuhvata visoke informacione, komunikacione i proizvodne tehnologije, kao i koncentracija finansijskih sredstava kod malog broja ljudi. Pomenute savremene visoke tehnologije utiču na bolju poslovnu efikasnost i konkurentsku prednost preduzeća. Savremenim informacionim tehnologijama stvara se mogućnost brže pripreme i distribucije informacija<sup>7</sup>, lakšeg savlađivanja tržišnih barijera kao i znatnija cirkulacija ljudi i roba. Visoke proizvodne tehnologije<sup>8</sup> dovele su do ogromnih promena kako u samom poslovnom subjektu (preduzeću), tako i u njegovom okruženju. Dinamika promena je ubrzana. Životni ciklus učinaka je znatno skraćen, kao i samih poslovnih subjekata. Isto tako, vremenski period trajanja stečenih konkurentskih prednosti poslovnog subjekta je znatno skraćen. U takvim uslovima poslovanja dolazi do znatnog povećanja neizvesnosti i rizika. Visok stepen razvoja tehnike i tehnologije manifestovalo se i na pojavu globalizacije.

Pored visoko razvijene tehnike i tehnologije, slobodno se može reći da globalizacija predstavlja drugi razvojni faktor. Svet postaje jedinstveno mesto tržišnih procesa zahvaljujući brzom prenosu informacija. Povećanje prodaje je zapravo cilj internacionalizacije biznisa. U nacionalnim okvirima je često prisutna ograničenost sirovina i drugih elemenata procesa poslovanja, a sa druge strane niže cene i bolja dostupnost ovih elemenata procesa poslovanja je prisutna u inostranstvu. Stoga, za internacionalizaciju biznisa opredeljujući faktor je jeftina radna snaga u drugim zemljama (npr. Latinske Amerike, Azije, Jugoistočne Evrope).

S obzirom na transparentnost tržišta kapitala i međusobnu povezanost tržišta akcija, na svetskom nivou dolazi do veće konkurentnosti. Na internacionalizaciju biznisa veliki uticaj ima i znanje. Sofisticirano znanje u zajedništvu sa poznavanjem visokih tehnologija, omogućilo je znatne konkurentne prednosti. Stvaranje strateških alijansi tj. razvijanje brojnih oblika saradnje jednog ili više domaćih i inostranih poslovnih subjekata, predstavlja takođe oblik internacionalizacije putem izvoza i uvoza proizvodnih učinaka. Zakonska ograničenja, troškovi, konkurentnost, rizik, iskustvo, mogućnost kontrole su faktori od uticaja na izbor oblika strateških alijansi. Potpisivanjem sporazuma o korišćenju licenci<sup>9</sup> ustupa se bez većeg rizika intelektualni kapital. Poslovni subjekti često koriste specijalnosti drugih poslovnih subjekata s ciljem unapređenja svog poslovanja, putem sporazuma o franšizingu.<sup>10</sup> Kroz vid razvijanja novih

<sup>6</sup> Petrović M., U čemu je interes Srbije za primenu MRS i IFRS, časopis Računovodstvo br. 9, SRRS, 2005, str. 31.

<sup>7</sup> Tridesetih godina 20. veka poslovni subjekti sa tržištem komuniciraju putem pošte. Vremenska jedinica za dobijanje informacija su bili dani. Jedinica vremena je smanjena na čas sa pojavom telefaksa. Za investitore širom sveta internet i e – mail omogućili su komunikaciju od jedne sekunde. (Videti detaljnije J. Y. Leger, La communication financiere, Dunod, Paris, 2003, str. 22.)

<sup>8</sup> Upotreba savremenih tehnika i tehnologija je sa ciljem smanjivanja troškova, kao i u svim procesima do svođenja na minimum vremenskih ograničenja tj. razvojem softvera u smislu pripreme podataka i odabira sredstava komuniciranja radi dobijanja pravih informacija, u pravo vreme i na pravom mestu.

<sup>9</sup> Upotreba licenci može da se odnosi na patente, dizajn, proizvodni proces, recepture, formule itd.

<sup>10</sup> Npr. rezervaciju smeštaja i kontrolu kvaliteta namirnica je poverio Mc Donalds-u Holiday Inn.

proizvodnih učinaka<sup>11</sup> i novih tehnologija uspostavlja se saradnja između brojnih poslovnih subjekata.

Poseban vid internacionalizacije biznisa predstavljaju strane direktne investicije. To je slučaj kada jedan inostrani poslovni subjekt stiče određeni stepen kontrole nad domaćim poslovnim subjektom tj. ima uticaja na odluke menadžmenta. Direktnim ulaganjem s ciljem formiranja novog poslovnog subjekta<sup>12</sup> ili kupovinom postojećih akcija utiče se na odlučivanje domaćeg poslovnog subjekta. Poslovni subjekt sa zajedničkim ulaganjem se javlja u slučaju kada su dva ili više poslovnih subjekata uključena u formiranje novog poslovnog subjekta. Zajednička ulaganja mogu da budu efekat proizvodnje određenih proizvoda, kao i u slučaju obavljanja raznih ekspertiza (finansijskih ili menadžment ekspertiza), a u cilju upotrebe lokalnog znanja. Napred pomenuto predstavlja nešto drugačiji oblik strateških alijansi.

Zastupa se stav, da je samo nastajanje tzv. globalnih poslovnih subjekata<sup>13</sup>, zapravo najznačajniji vid internacionalizacije biznisa. To su ona preduzeća koja imaju razvijen proizvod za svetsko tržište, koriste sirovine i materijale razmeštene svuda po svetu, a tržište njihovih proizvoda je čitav svet. Treba naglasiti da ne postoji opšti konsenzus oko toga koliko neko preduzeće treba da ima prihoda, aktive i zaposlenih da bi dobilo epitet globalnog. Međutim, smatra se da bi gubitak 10% ovih indikatora bio dovoljan da se izgubi epitet globalnog. Ovo zbog toga što 10% implicira da preduzeće posluje u bar dve zemlje, dok najveći broj globalnih preduzeća ima geografsku rasprostranjenost u više zemalja. Čini se da kriterijum međunarodnog iskustva u ključnim delatnostima ima značajnu prednost. Pored toga, koriste se kriterijumi kao što su tržišna vrednost preduzeća, visina profita, stopa prinosa na sopstveni kapital, tržišna vrednost akcija i dr.<sup>14</sup>

Odlučivanje globalnog poslovnog subjekta je znatno drugačije od klasičnog načina odlučivanja. Relevantnost odlučivanja je u međusobnoj zavisnosti od toga, koliko menadžment uvažava interne potencijale poslovnog subjekta i eksterno okruženje. Eksterno okruženje je u uslovima globalizacije van nacionalnih granica i ima karakteristike svetskog okruženja.

Ukoliko se pokaže da predstavlja efikasnu poslovnu aktivnost, najčešće dolazi do menjanja domaćih pravila, od strane globalnih poslovnih subjekata. Dvostruki odnos globalnih poslovnih subjekata je prisutan u praksi. "Prvi se naziva policentrični odnos, koji karakteriše to što preduzeće sa inostranim transakcijama prilagođava svoja pravila i politike lokalnom okruženju. To je karakteristično za preduzeća razvijenog Zapada, koja imaju poslovne transakcije sa Azijom. Drugi stav je etnocentričan, koji podrazumeva da se lokalno okruženje treba prilagoditi zahtevima stranog preduzeća,

<sup>11</sup> Primeri izvoza usluga mogu biti u oblasti turizma, usluge putovanja, usluge revizije itd.

<sup>12</sup> Status filijale stiče poslovni subjekt ukoliko je on osnovan sa 100% stranog kapitala jednog poslovnog subjekta.

<sup>13</sup> Poslovni subjekt koji prevazilazi nacionalne okvire Ujedinjene nacije nazivaju transnacionalnom kompanijom. Sa aspekta ekonomske teorije i prakse za isto se koristi termin multinacionalna kompanija.

<sup>14</sup> Novićević B., Uticaj globalizacije na finansijsko izveštavanje, Zbornik radova 35. simpozijum na Zlatiboru, SRRS, Beograd, 2004, str. 10.

bez obzira na to kolike su razlike u tim okruženjima. U literaturi se naglašava da se ovo događa u izuzetnim prilikama i predstavlja ekstrem”.<sup>15</sup>

Razlike u računovodstvenim praksama pojedinih nacionalnih država glavni su uzrok nemogućnosti poređenja vrednosti kapitala i rezultata poslovanja poslovnih subjekata pojedinih zemalja. U uslovima globalizacije priprema, prezentacija i obelodanjivanje finansijskih izveštaja vrši se u skladu sa računovodstvenim regulativama pojedinih zemalja, a koje su različite, te su informacije o određenim veličinama neuporedive. Prisutne razlike u finansijskim izveštajima smanjuju efikasnost nacionalnog tržišta kapitala, a i onemogućavaju internacionalizaciju tokova kapitala. Isto je prisutno upravo zato što specifični finansijski izveštaji raznih zemalja, ne omogućavaju utvrđivanje, na relevantan način, svih mogućnosti ulaganja i izbor najboljih ulaganja.

Ključni pokretači promena finansijskog izveštavanja postaju investitori (institucionalni i individualni) koji traže izgradnju jedinstvenog sistema finansijskog izveštavanja i obelodanjivanja informacija (finansijskog i nefinansijskog karaktera) u celom svetu. Informacije koje su relevantne iz takvih finansijskih izveštaja su neophodne za donošenje relevantnih odluka o ulaganjima. Zapravo eliminisanje razlika u načinu oblikovanja računovodstvenih informacija iziskuju interesi kapitala. Finansijski izveštaji poslovnog subjekta treba da prezentuju relevantne informacije o efikasnosti korišćenja kapitala, kao i o poslovnim potencijalima koji će se koristiti u budućnosti. Ove informacije su neophodne investitorima kako bi mogli utvrditi perspektivu njihovih ulaganja.

Investitorima su potrebne pomenute informacije i o drugim poslovnim subjektima, pošto su oni potencijalni korisnici njihovog kapitala. Donošenje adekvatnih odluka o kupovini ili prodaji hartija od vrednosti kao i procena rizika povraćaja uloženog kapitala na globalnom nivou, omogućiće jedinstven sistem finansijskog izveštavanja. Ako je na opšteprijhvatljiv način izvršeno vrednovanje, obelodanjivanje i transparentnost računovodstvenih informacija, tada ono podrazumeva jedinstven sistem finansijskog izveštavanja. Jedinstven sistem finansijskog izveštavanja omogućuje primena međunarodnih računovodstvenih standarda od svih učesnika na finansijskom tržištu.

Međunarodni računovodstveni standardi tj. Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja predstavljaju instrumente standardizacije na globalnom nivou i olakšavaju međunarodnu komunikaciju. Zemlja koja obezbedi kvalitetno računovodstveno izveštavanje u skladu sa MRS/MSFI, a finansijsku infrastrukturu na zlatnim pravilima<sup>16</sup> stiče sledeće prednosti:

- (1) povećava sopstvenu mogućnost za učešće na globalnom tržištu kapitala,
- (2) podstiče priliv kapitala u zemlju,
- (3) uprošćava zahteve za izveštavanje,
- (4) pojednostavljuje mogućnost međunarodnih poređenja,

---

<sup>15</sup> Novičević B., Uticaj globalizacije na finansijsko izveštavanje, Zbornik radova 35. simpozijum na Zlatiboru, SRRS, Beograd, 2004, str 12.

<sup>16</sup> MMF i Svetska banka su postavili ukupnu finansijsku infrastrukturu na 5 zlatnih načela i to: transparentnost, finansijski sistem solidan, zastupljenost privatnog sektora, liberalizacija tokova kapitala uređena, kao i modernizacija međunarodnog tržišta.

- (5) smanjuje troškove prilagođavanja zahtevima kvalitetnog finansijskog izveštavanja i njihovog nužnog kontinuiranog unapređivanja,
- (6) podstiče pristup tržištima kapitala širom sveta i direktno povećava efikasnost sopstvenog tržišta hartija od vrednosti i sl.<sup>17</sup>

Poslednjih godina, investitori traže informacije o strategiji razvoja, o domaćem i inostranom okruženju, o ciljevima poslovnog subjekta, o strukturi sredstava i vrednosti, o proizvodnji i sl. Kao što se vidi iz napred iznetog, sve se više njihovi zahtevi proširuju i na dodatne poslovne informacije, tako da računovodstveno izveštavanje prerasta sve više u poslovno izveštavanje. Investitori očekuju blagovremene, jasne, dosledne, objektivne informacije u finansijskim izveštajima.<sup>18</sup> Samo takve informacije predstavljaju „zdravu“ osnovu za poslovno odlučivanje u savremenim konkurentskim uslovima poslovanja.

## 2. Uticaj harmonizacije na računovodstveno izveštavanje

Proces globalizacije nametnuo je potrebu za međunarodnom transparentnošću i u oblasti računovodstvenog izveštavanja. Harmonizacija finansijskog izveštavanja iziskuje od računovodstva efikasnije sagledavanje finansijskog položaja poslovnih subjekata (pogotovo velikih) u cilju što veće zaštite kapitala (tj. smanjenja rizika u investiranju). Kvalitetno finansijsko izveštavanje je nezaobilazan uslov za prosperitet modernih privreda, za efikasnost finansijskih tržišta, kao i za harmonizaciju prakse finansijskog izveštavanja.<sup>19</sup>

Računovodstvena pravila na globalnom nivou su utvrđena da bi se došlo do uporedivih finansijskih izveštaja i koja se trebaju poštovati od strane svih poslovnih subjekata na finansijskim tržištima. Međunarodna računovodstvena pravila koja su propisana od strane Međunarodne federacije računovođa (IFAC) čiji je zadatak da se identična računovodstvena pravila sadržana u etičkom kodeksu za profesionalne računovođe, MRS/MSFI i MSR primenjuju u svetu.

Da bi kvalitet usluga koje primenjuju profesionalne računovođe bio još veći, podstaklo je računovodstvenu profesiju da propiše pravila u vezi sa moralnim postupanjem, a obaveznim za sve profesionalne računovođe. Tako je donet i Etički kodeks za profesionalne računovođe 1990. godine od strane Međunarodne federacije računovođa. Cilj Etičkog kodeksa je da ista pravila ponašanja primenjuju sve računovođe u svetu.

Instrumenti procesa internacionalizacije računovodstvenog izveštavanja su MRS/MSFI. U oblasti računovodstvenog izveštavanja cilj standardizacije je nesmetano poslovno komuniciranje, obezbeđenje informacija za uporedne analize tj. internacionalizaciju protoka kapitala i roba u celom svetu.

U međunarodnim razmerama je standardizacija finansijskog izveštavanja pre pola veka inicirana formiranjem međunarodnih računovodstvenih asocijacija. Unija

---

<sup>17</sup> Novičević B., Uticaj globalizacije na finansijsko izveštavanje, Zbornik radova 35. simpozijum na Zlatiboru, SRRS, Beograd, 2004, str. 16.

<sup>18</sup> Dmitrović Šaponja Lj., Milutinović S., Šijan G., Kvalitativne karakteristike finansijskih izveštaja, 10. međunarodni skup SymOrg, Zlatibor, FON, Beograd, 2006.

<sup>19</sup> Dmitrović Šaponja Lj., Šijan G., Međunarodni računovodstveni standardi u funkciji harmonizacije finansijskog izveštavanja, časopis Anali br. 12, Ekonomski fakultet, Subotica, 2004, str. 142.

ovlašćenih računovodstvenih i ekonomskih eksperata (UEC) donela je direktive koje su osnova za sastavljanje i prezentiranje finansijskih izveštaja. UEC je zapravo osnovan pre pola veka u Parizu i smatra se prvom međunarodnom računovodstvenom asocijacijom. Međunarodni komitet za računovodstvene standarde<sup>20</sup> je od 1975. godine objavio 41 MRS<sup>21</sup> i 6 MSFI.<sup>22</sup> Usmeravanja za vrednovanje i procenjivanje i kvantifikovanje, kao i prezentaciju finansijskih izveštaja su sadržana u međunarodnim računovodstvenim standardima. Kao što je napred navedeno, mogućnost uporedivosti finansijskih izveštaja na međunarodnom planu upravo omogućava primena MRS/MSFI kao osnovnih principa u računovodstvenom izveštavanju.

Globalizacija zahteva jedinstveno svetsko tržište, unifikaciju poslovnog komuniciranja i transparentnost finansijskog izveštavanja. Stepem međusobne povezanosti zemalja nalazi se ispod nivoa ostvarenog pre Prvog svetskog rata. Globalizacija je za jedne objektivan i spontan planetarni proces, za druge predstavlja projekat dominacije Zapada, tj. amerikanizaciju sveta. Samim tim, za jednu struju ona označava konvergenciju i integraciju sveta, stvaranje globalne ekonomije i kosmpolitske kulture, za druge ona neizbežno izaziva fragmentaciju, sve dublji socijalni jaz između kontinenta i sukoba civilizacije.

U ekonomskom smislu, globalizacija vodi stvaranju jedinstvenog svetskog tržišta, povezivanjem i objedinjavanjem savremenih društava i njihovih ekonomija. Internacionalne i transnacionalne kompanije funkcionišu po principu najmanjih troškova. Tamo gde se proizvodnja može organizovati sa najmanje ulaganja locirani su i proizvodni programi. Primer regionalnog ustrojstva razvijen je u Evropskoj Uniji. To ustrojstvo počiva na jedinstvenom tržištu koje se zasniva na carinskoj uniji, jedinstvenoj moneti, zajedničkoj agrarnoj politici i zajedničkoj politici iz sfere ribarstva i sl. Na ovaj način uspostavljeno je jedinstveno tržište Evropske unije koje doprinosi povećanju produktivnosti, specijalizaciji i otvaranju novih radnih mesta. Jedinstvena valuta je nužna posledica jedinstvenog tržišta, jer je trebalo pojednostaviti ne samo finansijske transakcije među državama i kompanijama, već i svakodnevni život građana. Samo Velika Britanija, Danska i Švedska još nisu odustale od sopstvenih valuta, dok je svih deset novih članica EU, kao i Rumunija i Bugarska, kao najmlađe članice, izrazilo spremnost da to učini i što je pre moguće uđe u Evrozonu.

Razvoj tehničko-tehnoloških sistema stvorio je uslove za osavremenjivanje odnosa u prometu ljudi, robe, usluga i kapitala, zahvaljujući formiranju jedinstvenih termina i registara sa prepoznatljivim, standardizovanim elementima u savremenom pravnom svetu. To pre svega obezbeđuju međunarodni standardi, tehnička pravila i uputstva. Tako je, između ostalog, stvoren i EAN, jedinstveni svetski sistem. Osnovni princip sistema je da se na bazi međunarodnih standarda predmetu dodeli jedinstveno ime pomoću kojeg će se razlikovati od bilo kog drugog predmeta u njegovoj bližoj i daljoj okolini. Obeleženi proizvodi se upućuju na tržište, a za njihovo kretanje na tržištu neophodna je velika količina različitih vrsta dokumenata koji prate taj proizvod, odnosno robu ili uslugu, naravno i novac koji je posledica promene vlasnika robe na

---

<sup>20</sup> International Accounting Standards Committee (IASC a od 01.04. 2000. godine IASB)

<sup>21</sup> Neki standardi su prestali da se primenjuju, neki su se spojili, neki su zamenjeni novodonetim, tako da je aktivnih standarda u primeni sada 34.

<sup>22</sup> Od 1994. g. Savez računovođa i revizora Srbije (član IFAC-a) je prevodio računovodstvene standarde i uputstva za njihovu praktičnu primenu.

tržištu. Veoma veliki doprinos unifikaciji poslovnog komuniciranja dao je i nastanak, odnosno razvoj Interneta. Sam cilj efikasnog poslovnog komuniciranja su sporazumevanje, prenos informacija, poruka i iskustava.

Unifikacija i standardizacija finansijskog izveštavanja nisu ni lak ni jednostavan posao, a potpuna unifikacija nije ni moguća, ni nužna. Razlike se trebaju svesti na minimum, koji bi obezbedio adekvatnu i neophodnu uporedivost. Transparentnost je takođe od krucijalnog značaja. Na početku novog milenijuma, finansijsko izveštavanje je suptilna mešavina starog i novog. Osnovna svrha finansijskih izveštaja je da korisnicima pruže pouzdanu ocenu za procenu finansijske pozicije, profiatibilnosti, visine sopstvenog kapitala i sticanje i korišćenje gotovine. Usvajanjem Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, tržište kapitala bi bilo transparentnije, a privredni subjekti bi imali uvid u finansijske izveštaje preduzeća u svim zemljama koje održavaju globalne standarde, što je naročito postalo bitno posle poslovnih afera u vodećim multinacionalnim kompanijama Enron i WorldCom.

Međunarodni računovodstveni standardi i Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja predstavljaju računovodstvene standarde kreirane i uvedene da bi se postigla transparentnost i jednoobraznost finansijskih izveštaja bilo kod ekonomskog subjekta, bez obzira na delatnost kojom se bavi i zemlju u kojoj posluje. Oni imaju svrhu svestranijeg, lakšeg i boljeg razumevanja finansijskih izveštaja uz osnovni cilj da obezbede podatke i informacije za uporedne analize za neometano poslovno komuniciranje zainteresovanih subjekata koji doprinose bržem protoku robe i kapitala. Bez tačne i blagovremene informacije o materijalnom stanju korporacije, kao što su finansijska pozicija, performanse, svojina i upravljanje, nema korporativnog upravljanja. Neophodni su podaci o finansijskim i operativnim rezultatima korporacije, njenim ciljevima, najvećim vlasničkim i glasačkim pravima, članovima uprave i izvršnim licima, predvidljivim faktorima rizika, materijalnom stanju zaposlenih, strukturi i politici upravljanja. Informacije, takođe, treba da budu pripremljene, verifikovane i saopštene u skladu s standardima računovodstvenog, finansijskog i nefinansijskog saopštavanja i verifikovanja.

Različite nacionalne računovodstvene prakse u uslovima globalizacije izazivaju brojne probleme u međunarodnom finansijskom izveštavanju. Ovi problemi se javljaju zbog toga što finansijski izveštaji pripremljeni i satavljeni po principima i pravilima priznavanja, merenja i obelodanjivanja na nacionalnom nivou ne odgovaraju korisnicima u drugim nacionalnim ekonomijama čiji vlasnici kapitala žele da plasiraju kapital izvan nacionalnih okvira. Često se postavlja pitanje zbog čega su kompanije prinuđene da prevode, odnosno sastavljaju finansijske izveštaje nastale u jednoj nacionalnoj ekonomiji u skladu sa principima i pravilima druge nacionalne ekonomije. Kompanije sa poslovanjem izvan nacionalnih okvira, tzv. multinacionalne kompanije, sukobljavaju se sa problemom pripreme i sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. Različite računovodstvene prakse u nacionalnim ekonomijama, takođe, onemogućavaju poređenje finansijskih izveštaja pripremljenih i sastavljenih za potrebe i u skladu sa opšte prihvaćenom nacionalnom praksom. Ovaj problem je naročito izražen prilikom donošenja investicionih i kreditnih odluka u međunarodnom finansiranju. U tom kontekstu, posebno je važno da pri analizi stranih finansijskih izveštaja korisnici pažljivo utvrde, da li uočene razlike u informacijama preduzeća potiču iz<sup>23</sup>:

<sup>23</sup> Choi, F., Frost, C., Meek, G., International Accounting, Third Edition, Prentice Hall International, 1999,



- (1) razlika u osnovama merenja,
- (2) ekonomskih, kulturnih ili institucionalnih razlika,
- (3) realnih razlika u atributima koji se mere.

Ova pitanja su pokrenula proces harmonizacije, a zatim i proces standardizacije finansijskog izveštavanja u međunarodnim okvirima. Ona su bila i osnov istraživanja osnovnih faktora koji utiču na proces harmonizacije i standardizacije finansijskog izveštavanja u uslovima globalizacije. U vezi prethodno navedenog, posebno su izraženi sledeći faktori:

- (1) izvori finansiranja i tržište kapitala,
- (2) poreski sistem, odnosno oporezivanje rezultata,
- (3) računovodstvena profesija i regulativa,
- (4) nacionalna kultura i tradicija,
- (5) međunarodni ekonomski i politički odnosi,
- (6) stabilnost nacionalne valute.

Izvori finansiranja preduzeća značajno utiču na formulisanje međunarodnih računovodstvenih standarda. Naime, više kapitala prikupljeno izvan preduzeća po svojoj prirodi pretpostavlja više odgovornosti prema ulagačima toga kapitala i više informacija u efektima takvih ulaganja, odnosno veću potrebu za javnim izveštavanjem. Isto tako, što je veći broj ulagača, jači je uticaj na javno izveštavanje i informisanje. To znači, da je najveći uticaj za javnim izveštavanjem upravo tamo gde su tržišta akcija razvijena i gde se najveći broj preduzeća nalazi u vlasništvu velikog broja akcionara.<sup>24</sup>

Različiti poreski sistemi, koji se odnose na oporezivanje rezultata skoro svake nacionalne države smatraju se jednim od najznačajnijih faktora i problema harmonizacije i standardizacije. Raznovrsnost i intenzitet uticaja poslovnih na poreske finansijske izveštaje nisu isti u svim nacionalnim ekonomijama, a značajno se razlikuju u anglosaksonskom i kontinentalnom ambijentu finansijskog izveštavanja.

Status i razvijenost računovodstvene profesije značajno utiču na kvalitet računovodstvene regulative i njenu primenu. Na primer, nacionalne ekonomije sa odsustvom privatnih akcionara i kompanije čije akcije se kotiraju na berzama ne pokazuju poseban interes za instituciju revizije finansijskih izveštaja, za razliku od ekonomija gde su akcionarstvo i kotiranje akcija na berzama glavno obeležje privređivanja, poput SAD i Engleske. To su, zapravo, ekonomije u kojima je uticaj računovodstvene profesije na model finansijskog izveštavanja veoma značajan. Razvoj profesionalne regulative, kao sposobnosti i kompetentnosti profesionalnih računovođa pod uticajem je uspostavljene obrazovne i istraživačke aktivnosti u oblasti računovodstva.

Glavni uticaj na nacionalne modele finansijskog izveštavanja ima nacionalna kultura i tradicija, kao skup društvenih vrednosti i socijalnih normi i odnosa koji uslovljavaju ponašanje nekog društva ili društvene grupe, kao što su računovođe. Računovođe svih zemalja imaju mnogo sličnosti, ali i razlika u pogledu priznavanja, merenja i obelodanjivanja imovine, obaveza, kapitala, prihoda i rashoda. Kulturne tendencije pod-

razumevaju i shvatanja o računovodstvu, koja su godinama razvijana i tako prerasla u računovodstvenu tradiciju neke zemlje.<sup>25</sup> Okvir koji dovodi u vezu kulturu i računovodstvo obuhvata četiri reprezentativne računovodstvene vrednosne dimenzije, tj.<sup>26</sup>:

- (1) profesionalizam i zakonska kontrola,
- (2) uniformnost i fleksibilnost,
- (3) konzervativizam i optimizam,
- (4) tajnost i transparentnost.

Računovodstvo i finansijsko izveštavanje u pojedinim zemljama se razvijalo pod uticajem velikih kolonijalnih sila. Tako se u računovodstvenim tradicijama Afrike i Azije oseća uticaj Engleske i Francuske. Takve tradicije se u uslovima globalizacije intenzivno menjaju. Formiranje ekonomskih grupa ili regiona, poput Evropske unije, Severne Amerike, Azije, zemalja Pacifika i slično, značajno je podstaklo ove promene. Isto tako, dramatične političke promene u Rusiji, Kini, Južnoj Americi i Africi podstakle su međunarodnu trgovinu i direktna strana ulaganja. Decentralizacija, privatizacija, internacionalizacija finansija i ulaganja u akcije uticale su na pojavu i ubrzani razvoj tržišta akcija.

Istorijski trošak je opšte prihvaćena osnova merenja, odnosno vrednovanja elemenata finansijskih izveštaja. Ova osnova merenja je pouzdana samo u stabilnim monetarnim uslovima, odnosno u uslovima apsolutne stabilnosti novčane jedinice. Naime, konstantna inflatorna tenzija, odnosno tendencija pada kupovne snage novca su obeležja vremena u kome egzistiraju, rastu i razvijaju se savremena preduzeća. Imajući u vidu da ove tendencije nisu podjednakog intenziteta u svim nacionalnim ekonomijama, stabilnost nacionalne valute je značajan uzrok razlika u praksama finansijskog izveštavanja.

### **3. Računovodstvena politika i procenjivanje pozicija finansijskog izveštavanja preduzeća**

Računovodstvene politike zasnovane su na računovodstvenim načelima<sup>27</sup> i računovodstvenim standardima<sup>28</sup>. One zapravo predstavljaju pravila i norme koje je neophodno upotrebiti pri izradi finansijskih izveštaja. Isto tako, koriste se za tumačenje pozicija finansijskih izveštaja. Odabrane računovodstvene politike su ugrađene u finansijskim izveštajima kao finalnim produktima računovodstvenog procesa.

<sup>25</sup> Gray, S., Needles, B., Finansijsko računovodstvo – opšti pristup, prevod SRRS, 1999, str. 31

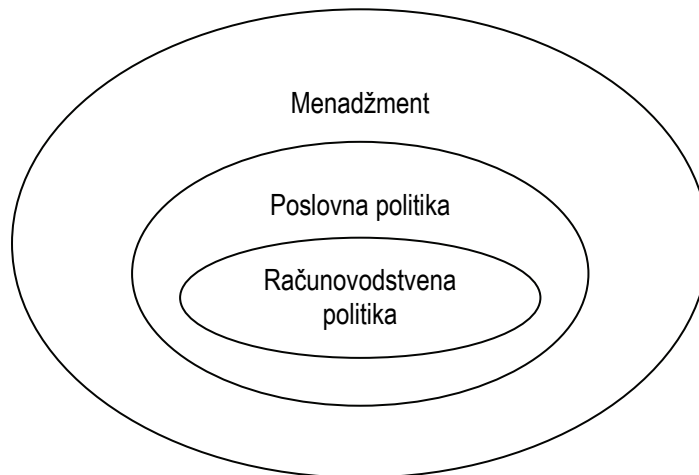
<sup>26</sup> Gray, S. Schweirkar, J, Roberts, C., International Accounting: A Case Approach, 1995, citat prema mr Jasmina Bigičević, „Uzroci međunarodnih razlika u finansijskom izveštavanju“, Računovodstvo br. 5-6/2006, str. 91

<sup>27</sup> Konceptiju i osnovne karakteristike računovodstva određuju računovodstvena načela. Da bi se obezbedio kvalitet izlaznih informacija računovodstvena načela se ugrađuju u računovodstvene postupke i metode i stoga ih ne treba posebno navoditi pri sastavljanju finansijskih izveštaja, pošto se ex ante njihova primena podrazumeva. Računovodstvena načela "predstavljaju opšta pravila koja služe kao vodič u proceni, beleženju i izveštavanju" (K.D. Larson –W.W. Pyle, Fundamental Accounting Principles, Homewood, Illinois, Irwin, 1988, p. 24. )

<sup>28</sup> Računovodstvena načela čine polaznu bazu za utvrđivanje računovodstvenih standarda. Računovodstveni standardi predstavljaju detaljniju razradu računovodstvenih načela u pogledu metoda obuhvatanja, obrade i prezentiranja informacija.

Poslovnom politikom poslovnog subjekta određuju se kakve i koje računovodstvene politike će biti ugrađene pri izradi finansijskih izveštaja.

Pedesetih godina prošlog veka u SAD-u se pojavio sam pojam računovodstvenih politika. Strukovne organizacije koje doprinose razvoju računovodstvene profesije su: Odbor za računovodstvene standarde<sup>29</sup> i Odbor za računovodstvena načela<sup>30</sup>. Prema Odboru za računovodstvena načela pod računovodstvenim politikama podrazumevaju se specifična načela i metode koje je menadžment izabrao u cilju realnog prikazivanja finansijskog položaja i rezultata poslovanja koja su u skladu s opšte prihvaćenim računovodstvenim načelima.<sup>31</sup> Pitanje materijalnog sadržaja finansijskih izveštaja tj. procene bilansnih pozicija je zapravo osnovno pitanje računovodstvenih politika. Pojam računovodstvenih politika u našim uslovima većim delom se vezuje za primenu Međunarodnih računovodstvenih standarda. Shodno MRS 1- Prezentacija finansijskih izveštaja, računovodstvene politike obuhvataju načela, osnove, konvencije, pravila i postupke koje je menadžment usvojio prilikom sastavljanja i prezentiranja finansijskih izveštaja. Računovodstvene politike su u funkciji ostvarenja poslovne politike poslovnog subjekta, a što se slikovito može prikazati na sledeći način:



**Slika br. 25** Računovodstvena politika, poslovna politika i menadžment

Menadžment<sup>32</sup> poslovnog subjekta donosi odluku o primeni računovodstvenih politika, po predlogu rukovodioca računovodstva od momenta osnivanja istog, tj. upisa u sudski registar.

Važna svojstva računovodstvenih politika su:

<sup>29</sup> FASB – Financial Accounting Standards Board

<sup>30</sup> APB – Accounting Principles Board

<sup>31</sup> FASB: Original Pronouncements Accounting of Standards, vol. II 1994. APB Option 22 – Disclosure of Accounting Policies, april, 1972. p. 267.

<sup>32</sup> „Obavljanje složenih aktivnosti procesa upravljanja traži od rukovodilaca da raspoložu kvalitetnim spektrom najrazličitijih informacija, kako bi odluke koje donose bile što je moguće optimalnije“. (Žarkić Joksimović, N.; Upravljačko računovodstvo – računovodstvo za menadžment, Fakultet organizacionih nauka, Beograd, 1995, str. 8.)

- (1) one su u direktnoj vezi sa poslovnim politikama,
- (2) kod novoosnovanog poslovnog subjekta potrebno je da se utvrde polazne računovodstvene politike koje omogućavaju istinito i fer prikazivanje njegovog imovinskog i finansijskog stanja i rezultata poslovanja,
- (3) jednom utvrđene računovodstvene politike dosledno se primenjuju u dužem vremenskom periodu radi omogućavanja uporedivosti finansijskih izveštaja različitih perioda,
- (4) izmena računovodstvenih politika vrši se u slučaju nastanka novih okolnosti koje ih čine opravdanim,
- (5) predlog računovodstvenih politika daje rukovodilac računovodstva u saradnji sa rukovodiocima drugih funkcija u pravnom licu,
- (6) odluku o računovodstvenim politikama donosi uprava, a primenjuje je računovodstvo,
- (7) primenjene računovodstvene politike objavljuju se u napomenama uz računovodstvene izveštaje.<sup>33</sup>

Menadžment pri izboru konkretne računovodstvene politike primenjuje, odnosno uvažava sledeće kriterijume:

- (1) fer prezentacija i usaglašenost sa MRS/MSFI,
- (2) stalnost poslovanja,
- (3) jasnost (unošenje izvesnog stepena opreznosti pri procenjivanju: prihodi ne treba da budu precenjeni a rashodi i obaveze potcenjeni),
- (4) suština iznad forme (poslovni događaji treba da budu prikazani u skladu sa njihovom finansijskom suštinom, a ne isključivo prema njihovom zakonskom obliku),
- (5) materijalnost (u finansijskim izveštajima treba da budu obuhvaćene sve stavke koje zaslužuju da budu razmotrene računovodstvenom politikom, pošto MRS 1 propisuje minimum stavki.<sup>34</sup>

Od kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima zavisi sam kvalitet finansijskih izveštaja. Kvalitet finansijskih izveštaja može se posmatrati sa formalnog i materijalnog aspekta. Formalni aspekt posmatranja odnosi se na samu formu finansijskih izveštaja, a što je uglavnom u domicilnoj praksi, propisano zakonskim propisima (ili profesionalnom regulativom). Materijalni aspekt podrazumeva vrednovanje imovinskih delova (pozicija) sadržanih u prethodno određenim bilansnim šemama i prvenstveno je u vezi sa računovodstvenom politikom. Osnovnu komponentu kvaliteta finansijskih izveštaja čine upravo računovodstvene politike.

Kompletno računovodstveno procesuiranje podataka predstavlja oblast primene računovodstvenih politika. Računovodstvene politike se odnose na ekonomski sadržaj računovodstvenih kategorija, a taj sadržaj određen je procesom obrade podataka.<sup>35</sup> Na računovodstveni sistem računovodstvene politike ne mogu neograničeno

<sup>33</sup> Stojanović R., MRS 8 – Računovodstvene politike, promene računovodstvenih procena i greške, Računovodstvene politike, Priručnik za profesionalne računovođe, SRRS, Beograd, 2006, str. 84.

<sup>34</sup> Stojanović R., MRS 8 – Računovodstvene politike, promene računovodstvenih procena i greške, Računovodstvene politike, Priručnik za profesionalne računovođe, SRRS, Beograd, 2006, str. 84 - 85.

<sup>35</sup> Todorović Z. Čanak J., Računovodstvene politike kao ishodište finansijskog izveštavanja, Zbornik radova 35. simpozijum, SRRS, Zlatibor, 2004, str. 73.

delovati. Kontinuelno se smanjuje oblast delovanja računovodstvenih politika u meri u kojoj Međunarodni računovodstveni standardi postaju precizniji za pojedine računovodstvene postupke. Odabir računovodstvenih politika vrši se u situacijama kada računovodstveni standardi nude alternativne postupke u pogledu vrednovanja imovine, obaveza i kapitala.

Od 2003. godine Odbor za računovodstvene standarde je intenzivno radio na eliminisanju alternativnih postupaka u njima, pa je kao rezultat toga usledilo 13 revidiranih MRS.<sup>36</sup> Oblasti za koje se donose računovodstvene politike mogu se podeliti na:

- (1) opšte računovodstvene politike,
- (2) računovodstvene politike u oblasti imovine,
- (3) računovodstvene politike za obaveze i rezervisanja,
- (4) računovodstvene politike u vezi sa utvrđivanjem rezultata.

Opšte računovodstvene politike obuhvataju: politiku vrednovanja, politiku kursnih razlika i valutnih rizika, preračunavanja u hiperinflaciji, politiku menjanja cena, ugovor o izgradnji, politiku zajedničkih ulaganja, politiku o događajima nakon datuma bilansa. Računovodstvene politike u oblasti imovine obuhvataju: patente i zaštitne znakove, istraživanje i razvoj, goodwill, imovina koja podleže amortizaciji, ulaganja u finansijsku imovinu, finansijske instrumente, zalihe, kratkoročna i dugoročna potraživanja.

Računovodstvene politike za obaveze i rezervisanja obuhvataju: obaveze iz nepredviđenih događaja, troškovi penzijskog osiguranja, otpremnine, rezervisanja za razlike i obnovu prirodnog bogatstva, finansijske obaveze, primljene avanse, odložene prihode. Računovodstvene politike u vezi sa utvrđivanjem rezultata obuhvataju: priznavanje prihoda, razgraničenje troškova popravke od poboljšanja, dobiti i gubici od otuđenja nekretnina, vrednosna usklađivanja, otpisi na teret rezervisanja.

Zemlje koje su prihvatile MRS vrše vrednovanje bilansnih pozicija na sledeći način:<sup>37</sup>

(a) **Po trošku nabavke** za sredstva putem istorijskog troška, koji podrazumeva plaćeni novčani iznos ili na drugi način date vrednosti izražene u istoj novčanoj jedinici u vreme pribavljanja sredstava. Iznos popusta, odobreni diskont, odnosno plaćene određene dažbine (carine, porezi) ulazi u visinu troška nabavke. Ukoliko je za nabavljeno sredstvo preuzeta obaveza, nužno je takvo sredstvo iskazati u bilansu u novčanom iznosu koji će biti plaćen u vreme isplate obaveze.

Kod obaveza moguće su kombinacije:

- (1) da se u troškove nabavke uključuju i troškovi pozajmljivanja, kada je odgođeno plaćanje povezano sa nabavkom, izgradnjom i proizvodnjom određenog sredstva, ali samo do vremena kada je sredstvo dovedeno u stanje funkcionalne pripravnosti odnosno sposobnosti za upotrebu ili vlasničku raspoloživost,

<sup>36</sup> Revidirani su MRS 1,2,8,10,16,21,24,27,28,31,33 i 40, a MRS 15 – Informacije o učincima promene cena je povučen iz upotrebe.

<sup>37</sup> Brkanić V., Optimalizacija bilančne strukture, RRIP Plus, Zagreb, 2002, str. 96 -98.

(2) da se u nabavnu vrednost sredstva ne uračunavaju troškovi pozajmljivanja, nego da terete prihode onog perioda za koje je obračunata "vremenska vrednost novca".

(b) **Po tekućem trošku (trošku zamene)** za sredstva putem troška zamene koji predstavlja iznos novca ili novčanih ekvivalenata kojim bi trebalo platiti nabavku istog ili približnog sredstva u slučaju nabavke.

(c) **Po tržišnim cenama** za sredstva uz isticanje dva oblika tržišnih cena, i to: (1) ostvariva vrednost pri mogućoj prodaji sredstava, tzv. izlazna (prodajna) cena kao novčani iznos koji se može realizovati na aktivnom tržištu tih sredstava, (2) tržišna vrednost koja se treba platiti u slučaju nabavke tog sredstva, tzv. ulazna (nabavna) cena tekući trošak zamene utrživog sredstva.

(d) **Po nadoknadivom iznosu** za sredstva, koji predstavlja vrednost kojom poslovni subjekt očekuje da će budućim korišćenjem sredstava i prodajom ostatka vrednosti sredstva izvršiti njegovu nadoknadu.

(e) **Po sadašnjoj vrednosti** za sredstva koja se evidentiraju po sadašnjoj diskontovanoj vrednosti budućih neto priliva gotovine, za koje se očekuje da će ih ostvariti pojedina stavka u uobičajenom toku poslovanja.

(f) **Po fer (poštenoj) vrednosti** – za sredstva po kome se neko sredstvo može razmeniti između obaveštenih voljnih i nezavisnih strana u uobičajenim tržišnim okolnostima.

(g) **Po istorijskom trošku** za obaveze koje predstavljaju primljenu vrednost sredstva za koja je preuzeta obaveza isplate u novcu ili drugoj protivvrednosti. Obično je to iznos koji će biti plaćen ili se očekuje da će biti isplaćen u normalnom toku poslovanja.

(h) **Po tekućem trošku** za obaveze, odnosno novčanu vrednost koja bi bila potrebna za trenutno podmirivanje obaveza, kao i slučajevi nabavke koje se vrše uz diskont ili ispunjenje obaveze uz određene popuste.

(i) **Po ostvarljivoj (izmirljivoj) vrednosti obaveze**, koja se odnosi na obaveze tj. nediskontovani iznos novca ili novčanih ekvivalenata koji će biti plaćen u normalnom toku poslovanja.

(j) **Po sadašnjoj vrednosti** za obaveze, odnosno iznos diskontovanih budućih obaveza, koje su svedene na sadašnje neto izdatke.

(k) **Po fer (poštenoj) vrednosti** za obaveze, odnosno iznos koji predstavlja visinu obaveze koju treba da plate ili da prime voljne i obaveštene stranke u uobičajenim tržišnim okolnostima.

### 3.1. Procena pozicija finansijskih izveštaja kao osnovno pitanje računovodstvenih politika

Jedan od najsofisticiranijih problema u oblasti računovodstva, koje predstavlja bazno pitanje računovodstvenih politika, jeste upravo procena pozicija finansijskih izveštaja. Ovo stoga što računovodstvene regulative dozvoljavaju primenu različitih postupaka i metoda. Koji će metod procena menadžment odabrati zavisi od „lepeze“ dozvoljenih metoda, kako zakonskih propisa, tako i računovodstvene regulative. U okviru problematike procene pozicija bilansa stanja važnu ulogu imaju računovodstvena načela. Iako je prisutno mnoštvo računovodstvenih načela koje je nužno uvažavati pri sačinjavanju finansijskih izveštaja, posebno su važna sledeće načela pri procenivanju pozicija bilansa stanja: (a) načelo doslednosti, (b) načelo opreznosti, (c) načelo nabavne vrednosti (troškovi nabavke).

Kao što je neophodno izvršiti procenivanje pozicija Bilansa stanja kako bi utvrdili imovinski položaj poslovnog subjekta, tako je neophodno izvršiti i procenivanje pozicija Bilansa uspeha kako bi se utvrdila profitabilnost tj. uspešnost poslovanja preduzeća. Pri razmatranju profitabilnosti nije dovoljno posmatrati samo apsolutni iznos dobitka (gubitka) kao razlike između rashoda i prihoda, već je nužno utvrditi materijalni sadržaj komponenti na osnovu kojih je dobit utvrđena, a što iziskuje procenu rashoda i prihoda. Prihodi i rashodi su obračunske kategorije (razlikuju se od priliva i odliva novca) i zavise od obračunskog sistema. Obračunski sistem u domicilnim uslovima temelji se na Međunarodnim računovodstvenim standardima, koji između ostalog ističu pretpostavku nastanka događaja (bez obzira na to da li je novac primljen ili isplaćen, prihodi i rashodi priznaju se kada su nastali tzv. princip fakturisane realizacije). Dakle, rashodi se priznaju i kada su mogući (načelo opreznosti), a prihodi samo onda kada su stvarno izvesni.

Za postupak utvrđivanja periodičnog rezultata nužno je utvrditi razliku između prihoda i rashoda (kroz koje se prožima načelo upoređivanja prihoda i rashoda, a koje iziskuje da se prihodima suprotstave samo pripadajući rashodi). Dakle, procenu prihoda i rashoda sa aspekta procene pozicija bilansa treba posmatrati kroz sledeća računovodstvena načela:

- (1) pretpostavke nastanka događaja,
- (2) načela opreznosti,
- (3) načela upoređivanja prihoda i rashoda,
- (4) druga načela koja su u vezi sa procenom bilansnih pozicija.

Izbor računovodstvenih politika od uticaja je na finansijski položaj i uspešnost poslovnog subjekta. Finansijski položaj i uspešnost poslovanja utvrđuje se na osnovu podataka iz Bilansa stanja i Bilansa uspeha preduzeća. Različiti metodi i postupci su ugrađeni u finansijskim izveštajima, a područje delovanja računovodstvenih politika je upravo u izboru tih metoda i postupaka. Znatno uticaj na iskazivanje vrednosti pozicija finansijskih izveštaja može imati izbor jednog, a ne nekog drugog postupka ili metoda. Od mnoštva činilaca zavisi, da li će taj uticaj biti ili neće biti važan. Između ostalog, zavisi od:

- (1) posmatranog vremenskog perioda,
- (2) osnovnih obeležja izabranog metoda,
- (3) udela određene pozicije u ukupnoj strukturi imovine, obaveza, prihoda ili rashoda.

Za računovodstvene politike je karakteristično da nisu od iste važnosti za sve poslovne subjekte. Da li će neki postupak ili metod imati značajan uticaj zavisi od toga da li se primenjuje na materijalno značajnu stavku ili se ne primenjuje. Važna oblast primene računovodstvenih politika kod kapitalno intenzivnih poslovnih subjekata jeste izbor metoda amortizacije, dok to nije slučaj kod onih poslovnih subjekata kod kojih je veći deo imovine iznajmljen ili je vrednost stalne imovine veoma mala. Treba posebno voditi računa o uticaju računovodstvenih politika na finansijski položaj i uspešnost poslovanja na one oblasti gde računovodstvene politike imaju značajan uticaj na vrednost pozicija finansijskih izveštaja. Kao što je ranije istaknuto, najčešće je to oblast stalne imovine i obračuna amortizacije, oblast zaliha, dugoročnih rezervisanja, otpisa potraživanja i priznavanja prihoda. Računovodstvene politike i njihovo objavljivanje proističe iz osnovnih postavki od kojih zavisi kvalitet računovodstvenih informacija. Pošto u finansijskim izveštajima iz iznosa i naziva pozicije nije vidljivo koji je računovodstveni postupak primenjen, stoga je nužno u napomenama detaljnije objasniti svaku materijalno značajnu stavku.

Sastavni segment našeg računovodstvenog regulisanja su Međunarodni računovodstveni standardi. Prema njima, a naročito prema MRS 1 – Prezentacija finansijskih izveštaja, MRS 7 - Izveštaji o novčanim tokovima i MRS 8 -Računovodstvene politike, promene računovodstvenih procena i greške, se navodi da finansijski izveštaji treba da sadrže jasno i precizno objavljivanje svih bitnih računovodstvenih politika koje su bile primenjene. Objavljivanje bitnih računovodstvenih politika treba da čini sastavni segment finansijskih izveštaja preko „napomena“. U računovodstvenim standardima nije predložen oblik prikazivanja računovodstvenih politika. Menadžment poslovnog subjekta treba da odabere onaj oblik koji će najviše doprineti zahtevanom kvalitetu finansijskih izveštaja.

### 3.2. Potreba za merenjem i izveštavanjem o intelektualnom kapitalu

Često se u praksi postavlja pitanje, zbog čega se javlja potreba za merenjem i izveštavanjem intelektualnog kapitala u savremenim uslovima privređivanja. U ekonomiji 21. veka nema čvrstog temelja za izveštavanje po osnovu intelektualnog kapitala, jer ekonomski sistem predstavlja mrežu dinamičnih i teško predvidivih odnosa.<sup>38</sup> Ekonomija 21. veka (nova ekonomija<sup>39</sup>) iziskuje sve manji broj zaposlenih u materijalnoj proizvodnji, proizvode se novi proizvodni alati, razvija se preduzetnički duh, stvara se nova kvalitetnija komunikaciona infrastruktura. Prisutna je ogromna količina „slobodnog“ kapitala koji kruži nesmetano u celom svetu. Prisustvo savremene informacione tehnologije doprinosi povećanju efikasnosti u svim sferama poslovanja.

---

<sup>38</sup> Ilić B., Dvadeset prvi vek – vek nove ekonomije i njene implikacije, časopis Računovodstvo, br. 7 – 8, Beograd, 2004, SRRS, str. 5.

<sup>39</sup> Neki autori umesto termina nova ekonomija koriste izraze " ekonomija zasnovana na znanju", "megadruštvo", "tehnodruštvo", "društvo informatike i komunikacija" itd.



U uslovima ekonomije 21. veka prisutne su drastične promene u poslovanju prouzrokovane veoma brzim tehnološkim razvojem<sup>40</sup>, kao i povećanom konkurencijom. Stoga, zbog velike konkurencije u samim poslovnim subjektima dolazi do promena stila upravljanja, načina organizacije, načina upravljanja sa rizikom, saradnje sa drugim poslovnim partnerima, načinu razvoja i plasiranja novih proizvoda.

U ovakvim uslovima dolazi do promena u strukturi resursa savremenog poslovnog subjekta, gde u stvari resursi znanja tj. intelektualni resursi dobijaju sve bitnije mesto. Situacija u praksi (kako domaćoj, tako i svetskoj) je takva da odslikava nezadovoljstvo tradicionalnim sistemom izveštavanja o intelektualnom kapitalu.<sup>41</sup> Konstatuje se, kada su u pitanju novi resursi (znanje, interno generisana imovina, odnosi sa stejkholderima), da je tradicionalno finansijsko izveštavanje zapravo nemoćno da se promeni. Informacije o pomenutim resursima i njihovim obelodanjivanjem doprinelo bi sniženju cena akcijskog kapitala, pošto bi se sa budućim razvojem poslovnog subjekta smanjila neizvesnost.

Činjenica je, da će istovremeno ovo povećati tražnju za hartijama od vrednosti poslovnog subjekta. Određeno tržište kapitala može pokazati neke slabosti ukoliko informacije o intelektualnom kapitalu poslovnog subjekta nisu poznate i to:<sup>42</sup>

- (1) da manji akcionari mogu biti dovedeni u nepovoljan položaj, jer nemaju pristup informacijama o neopipljivoj imovini (a koje se dobijaju u direktnim kontaktima sa većim investitorima). Osim toga, ukoliko menadžeri iskoriste interno dobijene informacije o intelektualnim resursima, a koje nisu poznate eksternim investitorima, javiće se insajderska trgovina akcijama,
- (2) banke i investitori zbog nedostatka informacija o intelektualnom kapitalu pripisuju veći rizik poslovnom subjektu, te postoji mogućnost povećane opasnosti od neobjektivnog (nekorektnog) vrednovanja poslovnog subjekta,
- (3) prisutna je mogućnost povećanja cene kapitala.

Merenje i izveštavanje o intelektualnom kapitalu je od značaja za:<sup>43</sup>

- (1) određivanje strategije,
- (2) procenu primene strategije,
- (3) odlučivanje o diverzifikaciji i ekspanziji,
- (4) utvrđivanje sistema nagrađivanja,
- (5) komuniciranje o određenim merilima intelektualnih performansi sa eksternim stejkholderima.

<sup>40</sup> „Jedino automatizovani računovodstveni informacioni sistem predstavlja kvalitetnu osnovu poslovnog upravljačkog informacionog sistema“. (Žarkić Joksimović, N.; Bogojević Arsić, V., Računovodstvo, IP Grafoslog, Beograd, 2001, str. 375.)

<sup>41</sup> U većini zemalja ne vrši se adekvatno merenje intelektualnog kapitala, a u manjem broju zemalja (kao što su Nordijske zemlje) prisutno je njegovo merenje. Takođe, su prisutne zemlje u kojima je intelektualni kapital tek u povuju tj. tek u početnim koracima.

<sup>42</sup> Mouritsen J., Bukh P. N., Marr B., Reporting on Intellectual Capital: Why, What and How, Measuring Business Excellence, Vol. 8, No.1, 2004, p. 46 – 54.

<sup>43</sup> Marr B., Gray D., Neely A., Why do Firms Measure their Intellectual Capital?, Journal of Intellectual Capital, Vol. 4. No. 4, p. 441 – 464.

Izveštavanje o intelektualnom kapitalu ukazuje na to da je poslovni subjekt inovativan, elastičan, da je sposoban da zadrži postojeće i privuče nove poslovne partnere jer je svestan kvaliteta svojih proizvodnih učinaka koje plasira na tržištu i na taj način formira svoj visokokotirajući rejting kako bi ga konkurentski poslovni subjekti respektovali. Izveštavanje o intelektualnom kapitalu je od značaja kako za interne tako i za eksterne korisnike. Smatra se, da Izveštaj o intelektualnom kapitalu treba da informiše menadžment o tome: kakvo je stanje intelektualnih resursa u njihovom poslovnom subjektu (stagnantna opadajuća tendencija). Sa kvalitetnim intelektualnim resursima poslovni subjekt može da odmerava svoje snage tj. da se upoređuje sa stanjem svojih konkurenata ili najboljim poslovnim partnerima u privrednoj grani. Samo na ovaj način, poslovni subjekt adekvatnim upravljanjem svojim intelektualnim resursima, doprinosi svom rastu i razvoju.

U uslovima ekonomije 21. veka da bi opstali i bili konkurentni poslovni subjekti treba da se prilagođavaju novim uslovima, tako što menjaju sve (od načina organizacije do načina upravljanja rizikom). Sve te promene u poslovanju se odražavaju i na samo izveštavanje. Eksterni finansijski izveštaji su tradicionalni i temelje se na prošlosti, jer prezentuju informacije o ostvarenoj ekonomskoj vrednosti poslovnog subjekta putem postojeće imovine i obaveza. Stoga, postoji potreba za novim načinom eksternog izveštavanja,<sup>44</sup> koji bi omogućio na osnovu finansijskih i nefinansijskih parametara bolju informisanost. Promene u tradicionalnom načinu izveštavanja su naročito neophodne u delu intelektualnih resursa, jer oni imaju veliku važnost u ekonomiji 21. veka. U ekonomiji 21. veka velika važnost se poklanja interno stvorenim intelektualnim resursima, te stoga njihovo obuhvatanje i merenje je postalo izazov (za novim istraživanjima) kreatorima računovodstvenih standarda, kako bi utvrdili objektivnu osnovu za njihovo obuhvatanje i merenje i ugradili ih u računovodstvene standarde. Logični su zahtevi za istraživanjima jer su prisutna znatna odstupanja između knjigovodstvene (bilansne) i tržišne vrednosti poslovnog subjekta.

Dodatni elementi tržišne vrednosti u odnosu na knjigovodstvenu (bilansnu) vrednost utvrđeni su kao rezultat brojnih istraživanja i prikazuju se najčešće na sledeći način:<sup>45</sup>

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Knjigovodstvena vrednost</li> <li>2. ± Tržišna procena razlike računovodstveno izmerene vrednosti i osnovne (fundamentalne) vrednosti u "skriveno u tj. ispod" prikazane imovine i obaveza</li> <li>3. ± Tržišna procena razlike osnovne vrednosti pozicija koje zadovoljavaju određenu definiciju imovine i obaveza, ali nisu prikazani u finansijskim izveštajima (npr. sopstvenim istraživanjem dobijeni izumi tj. patenti)</li> <li>4. ± Tržišna procena nematerijalne imovine koja ne zadovoljava definiciju imovine i obaveza u finansijskim izveštajima (npr. moral zaposlenih)</li> <li>5. ± Tržišna procena planova, potencijalnih prilika i poslovnog rizika</li> <li>6. + <u>Tržišna procena drugih faktora (npr. psihologija tržišta itd.)</u></li> <li>7. Tržišna vrednost</li> </ol> |
|--|

**Šema br. 3** Tržišna vrednost i knjigovodstvena vrednost

<sup>44</sup> Upton, W., Challenges from the New Economy for Business and Financial Reporting, Intangible Assets – Value, Measures and Risks, ed. Lev. B., Hand J., Oxford University Press, 2003, p. 471.

<sup>45</sup> Upton, W., Challenges from the New Economy for Business and Financial Reporting, Intangible Assets – Value, Measures and Risks, ed. Lev. B., Hand J., Oxford University Press, 2003, p. 469 – 486.

Na osnovu napred navedenog, uočljivo je da određene pozicije intelektualnih resursa treba da budu sastavni segmenti poslovno finansijskih izveštaja.

#### 4. Međunarodni računovodstveni standardi i Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja u funkciji efikasnog korporativnog upravljanja

Dinamičan privredni razvoj je uticao na to da je harmonizacija računovodstva nužna celom svetu. Međunarodna harmonizacija iziskuje harmonizaciju okvira finansijskog izveštavanja<sup>46</sup>, s jedne strane i strukture finansijskih izveštaja, s druge strane. U svetu je danas prisutno mnoštvo raznovrsnih okvira računovodstvenog izveštavanja od zemlje do zemlje zbog primene raznih nacionalnih propisa. Dakle, okviri izveštavanja nisu harmonizovani, istovremeno egzistiraju nacionalni računovodstveni standardi koji takođe nisu harmonizovani, uz prisustvo harmonizacije putem MRS/MSFI.

Međunarodna harmonizacija računovodstva iziskuje harmonizaciju okvira kao prvenstvenog koraka, a zatim sledi korak harmonizacije šema i strukture. Ukoliko je okvir harmonizovan, šeme i struktura finansijskih izveštaja će se moći reklasifikovati i postati transparentne za odlučivanje.<sup>47</sup> Postepenom primenom MRS/MSFI u celom svetu, posebno u velikim poslovnim sistemima, postepeno se uspostavlja i harmonizacija izveštavanja.

Do sada su doneti sledeći MRS/MSFI:<sup>48</sup>

**Tabela br. 31** Klasifikacija IAS i IFRS standarda

Međunarodni računovodstveni standardi		Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja	
Naziv	Šifra	Naziv	Šifra
Prezentacija finansijskih izveštaja	IAS 1	Prva primena Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja	IFRS 1
Zalihe	IAS 2	Plaćanja akcijama	IFRS 2
Izveštaj o tokovima gotovine	IAS 7	Poslovne kombinacije	IFRS 3
Računovodstvene politike, promene računovodstvenih procena i greške	IAS 8	Ugovori o osiguranju	IFRS 4
Događaji posle izveštajnog perioda	IAS 10	Stalna imovine koja se drži za prodaju i prestanaka poslovanja	IFRS 5
Ugovori o izgradnji	IAS 11	Istraživanje i procenjivanje mineralnih resursa	IFRS 6
Porezi na dobitak	IAS 12	Finansijski instrumenti: Obelodanjivanja	IFRS 7

<sup>46</sup> "Harmonizacija okvira finansijskog izveštavanja podrazumeva primenu odgovarajućih metoda vrednovanja (imovine, obaveza, prihoda i rashoda)". (Dmitrović Šaponja LJ., MSFI i savremeno finansijsko izveštavanje, Zbornik radova 10. kongresa SRRRS u B. Vrućici, 2006, str. 104.)

<sup>47</sup> "Harmonizacija okvira finansijskog izveštavanja podrazumeva primenu odgovarajućih metoda vrednovanja (imovine, obaveza, prihoda i rashoda)". (Dmitrović Šaponja LJ., MSFI i savremeno finansijsko izveštavanje, Zbornik radova 10. kongresa SRRRS u B. Vrućici, 2006, str. 105.)

<sup>48</sup> Dmitrović Šaponja LJ., MSFI i savremeno finansijsko izveštavanje, Zbornik radova 10. Kongresa SRRRS u B. Vrućici, 2006, str. 106 – 108 (prema Roberts Clare, Weetman Pauline, Gordon Paul: International Financial Reporting – A Comparative Approach, 3rd Edition, Prentice Hall, England, 2005, p. 24.)

Nekretnine, postrojenja i oprema	IAS 16	Segmenti poslovanja	IFRS 8
Lizing	IAS 17	Konsolidovani finansijski izveštaji	IFRS 10
Prihodi	IAS 18	Zajednički aranžmani	IFRS 11
Primanja zaposlenih	IAS 19	Obelodanjivanje o učešćima u drugim entitetima	IFRS 12
Računovodstveno obuhvatanje državnih davanja i obelodanjivanje državne pomoći	IAS 20	Odmeravanje fer vrednosti	IFRS 13
Efekti promena deviznih kursa	IAS 21		
Troškovi pozajmljivanja	IAS 23		
Obelodanjivanje povezanih strana	IAS 24		
Računovodstvo i izveštavanje planova penzijskih primanja	IAS 26		
Pojedinačni finansijski izveštaji	IAS 27		
Investicije u pridružene entitete i zajedničke poduhvate	IAS 28		
Finansijsko izveštavanje u hiperinflatornim privredama	IAS 29		
Finansijski instrumenti: prezentacija	IAS 32		
Zarada po akciji	IAS 33		
Periodično finansijsko izveštavanje	IAS 34		
Umanjenje vrednosti imovine	IAS 36		
Rezervisanja, potencijalne obaveze i potencijalna imovina	IAS 37		
Nematerijalna imovina	IAS 38		
Finansijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje	IAS 39		
Investicione nekretnine	IAS 40		
Poljoprivreda	IAS 41		

Prema MRS 1 – Prezentacija finansijskih izveštaja, set finansijskih izveštaja opšte namene obuhvata:

- (1) Bilans stanja,
- (2) Bilans uspeha,
- (3) Izveštaj o promenama na kapitalu,
- (4) Računovodstvene politike i napomene sa dopunskim objašnjenjima.

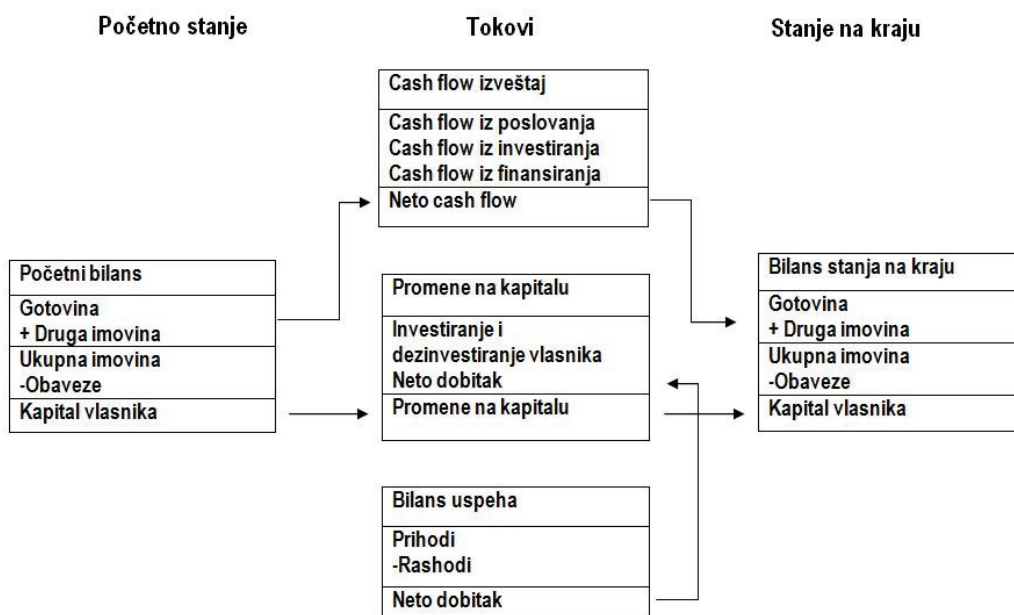
**Bilans stanja** iskazuje finansijsko stanje poslovnog subjekta (imovinsko stanje, finansijsko stanje i likvidnost). On prezentira informacije o imovini, obavezama i kapitalu preduzeća. Pomenute informacije prikazuju prošle događaje i njihov uticaj na finansijsko stanje poslovnog subjekta. **Bilans uspeha** ukazuje na efikasnost angažovanog kapitala, sadrži informacije o prihodima, rashodima i rezultatu (dobitku ili gubitku). Bilans stanja i bilans uspeha kao osnovni finansijski izveštaji omogućavaju ocenu finansijskog položaja i uspešnosti poslovanja.

**Izveštaji o promenama na kapitalu** sadrže informacije o prirastu ili gubitku kapitala iz operacija, o povlačenju kapitala i unosu novog kapitala. **Izveštaji o novčanim tokovima** prezentuju informacije o početnom stanju novca, novčanim prilivima i odlivima i krajnjem stanju novca. Ovaj izveštaj iskazuje gotove novčane efekte proizašle iz redovnih, investicionih i finansijskih aktivnosti tj. neto povećanje, odnosno smanjenje gotovine u toku određenog obračunskog perioda. Ovim izveštajem omogućava se dobijanje kvalitetnijih informacija o načinu upravljanja gotovinom. Prema MRS 7, ovaj izveštaj se deli na:

- (1) poslovne aktivnosti tzv. moć poslovnog subjekta, tj. dugoročno interno stvorenu gotovinu,
- (2) investicione aktivnosti, odnosno kupovinu imovine za obavljanje poslovne aktivnosti u budućnosti,
- (3) finansijske aktivnosti, koje pokazuju kako eksterni korisnici (banke, investitori i sl.) vide poslovni subjekt.

**Napomene i dodatna objašnjenja** sadrže informacije o računovodstvenim politikama<sup>49</sup>, procenama, obračunima, objašnjenjima o značajnim pojavama i sl. Pomenuti finansijski izveštaji opšte namene su osnovni izvori finansijskih i nefinansijskih informacija (navedene u „Napomenama“).

Finansijski izveštaji kao proizvod procesa finansijskog izveštavanja izgledaju na sledeći način<sup>50</sup>:



**Šema br. 4** Proces finansijskog izveštavanja

<sup>49</sup> Prema MRS 8 – Računovodstvene politike, paragraf 5, računovodstvene politike su posebni principi, osnove, konvencije, pravila i prakse koje je poslovni subjekt usvojio za sastavljanje i prezentaciju finansijskih izveštaja. U slučaju promene računovodstvene politike nužno je objaviti razloge promene. Detaljnija raščlanjenja prikazanih iznosa iz finansijskih izveštaja i detaljniji opisi su elementi u Napomenama uz finansijske izveštaja.

<sup>50</sup> Malinić D., Finansijsko izveštavanje : preduslov aktivnosti finansijskog tržišta, 37. Simpozijum SRRS, Zlatibor, 2006, str. 46.

Svi navedeni finansijski izveštaji zajedno obezbeđuju osnovu za ocenu onoga što se dešavalo u prošlosti i mogućnost predviđanja poslovnih transakcija u budućnosti. Početni bilans stanja pokazuje potencijale poslovnog subjekta (u vidu raspoložive imovine, preuzetih obaveza i stanja kapitala). Bilans novčanih tokova i bilans uspeha predstavljaju izveštaje o tokovima vrednosti privrednih subjekata. Bilans novčanih tokova prati novčane tokove i objašnjava nastale promene u gotovini. Bilans uspeha prati tokove vrednosti putem rashoda i prihoda i promene neto imovine. Na kraju obračunskog perioda sve promene na imovini, obavezama i kapitalu usled određenih aktivnosti unose se u bilans stanja. Novi sistem bodovanja nefinansijskih informacija razvio je američko – kanadski tim profesora računovodstva. Ponudili su nefinansijske informacije orijentisane ka budućnosti: okruženje (unutrašnje i spoljno), strategiju i menadžment i činioce iz prošlosti (proizvodnja, kupci, trendovi poslovnog subjekta).

## VII

# KORPORATIVNO UPRAVLJANJE I PRIVATIZACIJA U ODABRANIM ZEMLJAMA U TRANZICIJI (ZEMLJE U USPONU)

Korporativno upravljanje predstavlja esencijalni deo savremene poslovne prakse korporativnog upravljanja. Predstavlja standardnu praksu u zemljama sa razvijenom tržišnom ekonomijom, kao i u zemljama sa rastućim tržištima i tržištima u razvoju (usponu). Ono što je neposredno vezano za efektivno funkcionisanje tržišta, korporativno upravljanje bazirano na odgovarajućim principima i praksi doprinosi globalnom održivom razvoju i rastu nacionalnih ekonomija.<sup>1</sup> Korporativnim upravljanjem se definišu prava i odgovornosti između različitih učesnika u kompaniji poput: odbora, menadžera, akcionara i ostalih stejkholdera, te određuju pravila i procedure po pitanju donošenja odluka u vezi funkcionisanja kompanije. Na ovaj način, korporativno upravljanje, takođe, obezbeđuje strukturu putem koje kompanija postavlja ciljeve, definiše načine ostvarivanja istih i obezbeđuje monitoring performansi kompanije.<sup>2</sup>

U praksi su najviše prisutna dva osnovna modela korporativnog upravljanja: (1) američki i (2) evropski model. Evropski model korporativnog upravljanja zastupljen je danas u: Italiji, Finskoj, Španiji, Norveškoj, Grčkoj, Belgiji, Francuskoj, Austriji, Nemačkoj, Danskoj, Holandiji, Portugalji, Irskoj, Luksemburgu, Mađarskoj, Sloveniji, Slovačkoj, Češkoj, Poljskoj, Litvaniji, Letoniji, Estoniji, Rumuniji, Turskoj i Bugarskoj. U postmatranim zemljama u tranziciji (usponu): Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj, Bugarskoj, Hrvatskoj i Bosni i Hercegovini procesi privatizacije i implementacije korporativnog upravljanja su ili pretežno okončani ili su u toku. U tranzicionom procesu navedenih zemalja mogu se uočiti određene sličnosti specifične za sve zemlje u tranziciji. Isto tako se mogu uočiti i brojne razlike po pitanju uspešnosti sprovedenog procesa privatizacije, donošenja odgovarajućih zakonskih rešenja, uspostavljanja institucionalnog okvira, nastanka finansijskih tržišta i uvođenja sistema korporativnog upravljanja.

Ni jedna zemlja Centralne i Istočne Evrope nije koristila isključivo jedan model privatizacije. Primarni model je najčešće biran na početku tranzicije kao kompromisno rešenje između različitih političkih uticaja i ekonomskih faktora, kao i poštovanja socijalnih i kulturoloških karakteristika jednog društva. Osnovni modeli privatizacije koji su najčešće korišćeni u zemljama Istočne Evrope su<sup>3</sup>:

- (1) model masovne vaučerske privatizacije,
- (2) model investicione privatizacije (poput direktne prodaje, prodaje akcija putem berze, inicijalne javne ponude i javne ponude),
- (3) kombinovani model privatizacije.

---

<sup>1</sup> Bulgarian National Code for Corporate Governance, October, 2007, str. 4

<sup>2</sup> Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies – A Handbook, Center for International Private Enterprise, March 2002, str. 3

<sup>3</sup> Kozlik, M: Problemi zaživljavanja korporativnog upravljanja u privredama u tranziciji sa posebnim osvrtom na stanje u Republici Srpskoj – magistarski rad, Panevropski Univerzitet, Banja Luka, 2009. godine, str. 107

Istraživanja Svetske banke i Organizacije za ekonomsku kooperaciju i razvoj (OECD) ukazuju na ključne karakteristike, tendencije i kontradikcije određenih tranzicionih procesa i tokova u zemljama jugoistočne Evrope na planu privatizacije. Istraživanja potvrđuju konstituisanje finansijskog tržišta, tržišta novca i tržišta kapitala, finansijske infrastrukture, zakonske regulative i sistema i razvoja efikasnih institucija korporativnog upravljanja. Privatizacija je imala pozitivan uticaj na razvoj korporativnog upravljanja u skoro svim zemljama koje su prošle proces tranzicije. Intenzitet uticaja privatizacije zavisio je od načina, organizacije i tempa izmene vlasničke strukture. Mnogo bolji efekti postignuti su u zemljama koje su privatizaciju vršile putem direktne prodaje, nego što je to bio slučaj kod zemalja koje su sprovodile tzv. insajdersku privatizaciju. Takođe, efekti su bili bolji kod zemalja koje su bile uspešnije kod promena u zakonodavstvu, organizacija privrednih sistema i stvaranje uslova za korišćenje stranih investicija.<sup>4</sup> Za razvijanje i održavanje efektivnog i efikasnog korporativnog upravljanja najbitniji je odgovarajući institucionalni okvir, kojim će se definisati ponašanje aktera u zemljama u tranziciji (usponu).

Osnovni cilj korporativnog upravljanja odnosi se na maksimizacije dugoročne vrednosti akcija unapređenjem procesa odlučivanja i performansi preduzeća kroz dobro strukturisanje odnosa između investitora, menadžmenta i drugih učesnika. Isto se postiže definisanjem pravila i podsticaja koji na najbolji način služe interesima preduzeća, pri čemu se, istovremeno, poštuju obaveze prema ostalim učesnicima. Motiv unapređenja korporativnog upravljanja odnosi se na sopstveni interes, obzirom na činjenicu da adekvatno uređeno korporativno upravljanje doprinosi unapređenju finansijskih performansi preduzeća i njegovog ugleda. To istovremeno omogućava i smanjenje informacione asimetrije i obaranje prosečne cene finansiranja preduzeća. Na taj način se stvaraju preduslovi jačanja profitabilnosti i konkurentnosti preduzeća, ali, takođe i nacionalne ekonomije u celini. Efikasno postavljenim korporativnim upravljanjem omogućava se kreacija efikasnih preduzeća.<sup>5</sup> Na osnovu svega napred navedenog, može se izvesti zaključak da je korporativno upravljanje ključno u jačanju privrede, odnosno u poboljšanju efikasnosti i tržišnog privređivanja.

Značajan uticaj na stanje pojedinih ekonomija, svakako je imalo formiranje Evropske unije, te uvođenje jedinstvene valute (evra), kao i transformacija pojedinih zemalja poput Mađarske, Poljske, Češke i sl. Navedeno je imalo uticaj na finansijske implikacije za investitore i za zainteresovane kompanije da ulažu u razvoj, čime se uticalo i na intenzitet i sadržaj odnosa pojedinih zemalja i regionalnih ekonomskih asocijacija.<sup>6</sup>

Kvalitet korporativnog upravljanja je značajan faktor rasta vrednosti tržišne kapitalizacije preduzeća. Preduzeća sa jakim sistemima upravljanja obično imaju bolje rezultate, veću zaštitu investitora, postaju atraktivna za priliv eksternih izvora finansiranja, a to utiče na rast tržišne vrednosti preduzeća. U praksi, preduzeća koja se pridržavaju korporativnog upravljanja u većem broju slučajeva ostvaruju bolje rezultate. Prvi razlog za napred navedeno polazi od pretpostavke, da se preko korporativnog

<sup>4</sup> Brcanski, B.: Problem ulaganja i ostvarivanja profita na brzo rastućim tržištima, Montenegrin Journal of Economics No 12, Vol. VI, str. 187

<sup>5</sup> <http://www.sef.rs/marketing-i-menadzment/unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-srbiji.com> dostupno dana 23.8.2012. godine

<sup>6</sup> Brcanski, B.: Problem ulaganja i ostvarivanja profita na brzo rastućim tržištima, Montenegrin Journal of Economics No 12, Vol. VI, str. 186



upravljanja izgrađuju efikasni i transparentni mehanizmi upravljanja i kontrole, preciziraju se nadležnosti, obaveze i dužnosti, zatim procedure za delegiranje ovlašćenja, prava i obaveza. Drugi razlog se zasniva na stavu da preduzeća koja imaju intenzivne procedure za razvoj i unapređenje korporativnog upravljanja stvaraju veće poverenje prema javnosti, što je od velikog značaja pri definisanju strategije pri privlačenju spoljnih izvora finansiranja.

Neophodno je ukazati na činjenicu da adekvatan način uvođenja i implementacije sistema korporativnog upravljanja u zemljama u tranziciji može da obezbedi sledeće prednosti:

- (1) smanjenje rizika,
- (2) stimulisanje performansi preduzeća,
- (3) poboljšanje i olakšavanje pristupa tržištu kapitala,
- (4) unapređuje prodaju proizvoda i usluga,
- (5) poboljšava performanse menadžmenta,
- (6) omogućava, te ističe značaj transparentnosti i društvene odgovornosti.

## 1. Osnovni pravci tranzicije u Republici Srbiji

### 1.1. Tranzicija, privatizacija i korporativno upravljanje u Srbiji

Od 2000. godine se zakonodavstvo Republike Srbije potpuno reformisalo na način uobičajen za tržišne ekonomije. Doneti su zakoni kojima je regulisano poslovanje i ekonomska aktivnost zemlje. Zakašnjenje u donošenju nekih od zakona je bilo posledica nepovoljnih političkih okolnosti u zemlji, kao i činjenice da je privredno zakonodavstvo u prethodnom periodu bilo delimično reformisano, te je moglo da se primenjuje u kraćem vremenskom periodu. Dosadašnji rezultati tranzicije su doveli do toga, da je ekonomija u Srbiji reformisana na pretežno liberalan način, dok je socijalna politika korišćena kao način kompenzacije velikih gubitaka tokom tranzicije, pri čemu su „davanja“ vršena, najvećim delom, iz privatizacionih fondova.<sup>7</sup>

Radi uspostavljanja tržišno orijentisane ekonomije, u postsocijalističkom periodu, Srbija se, kao i sve druge tranzicione zemlje, suočila s brojnim izazovima u kreiranju ekonomskog sistema, formiranju institucija i uspostavljanju podsticaja radi poboljšanja ekonomskih performansi. Korporativno upravljanje je prepoznato kao ključni deo procesa reformi. Osim toga, korporativno upravljanje je glavni faktor za razvijanje i poboljšanje investicione klime u Srbiji.<sup>8</sup>

Pozitivne okolnosti koje su okarakterisale tranziciju u Srbiji odnosile su se na: (1) akumulirano iskustvo istočnoevropskih zemalja koje su već prošle period tranzicije ili je isti bio još u toku i (2) spremnost međunarodnih finansijskih institucija (pre svega Svetske banke) da pruže Srbiji tehničku i finansijsku podršku. Sama dinamika tranzicije bila je različita. Srbija je na početku tranzicije imala dinamične promene, da bi se posle dve-tri godine procesi usporili. Novo ubrzavanje je usledilo 2004. godine

<sup>7</sup> Centar za liberalno-demokratske studije, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, nota br. 1 – Korporativno upravljanje i tranziciji u Srbiji, 2012. godine, str. 1-4

<sup>8</sup> Denčić-Mihajlov, K.: Reforms of Corporate Governance and Takeover Regulation: Evidence from Serbia, South-Eastern Europe Journal of Economics 2, 2009. godine, str. 206

(pod pritiskom Međunarodnog monetarnog fonda i Svetske banke), a novo usporavanje je usledilo 2006. odnosno 2007. godine, slabljenjem pritisaka sa strane i novim komplikacijama u državnoj politici.

Vežano za prethodno neophodno je napomenuti da se Srbija opredelila za model privatizacije koji je izvestan vid modifikovane klasične prodaje, što je značajno odredilo i definisalo strukturu korporativnog vlasništva i korporativno upravljanje u zemlji. Osnovne odlike izabranog modela su: (1) prodaja, a ne besplatna podela, (2) prodaja strateškim investitorima, (3) manji deo se poklanjao građanima i zaposlenima, (4) konkurentski metodi prodaje.<sup>9</sup>

Posledice procesa tranzicije, sprovedene na ovaj način su se, između ostalog: odnosile na privatizaciju velikih sistema, spajanje i pripajanje kompanija, formiranje upravljačke moći, prodaja većinskog paketa investitorima (privatizacija je izvedena prodajom 70% paketa akcija jednom investitoru, što je uticalo da struktura i tip upravljanja budu u korist većinskog vlasnika koji postavlja i kontroliše menadžment<sup>10</sup>), masivan priliv stranog kapitala i sl.

Iako Srbija danas ima zakone koji se odnose na finansijske propise, registraciju preduzeća, stečajevе, poreze, carine i sl., kvalitet ekonomskog zakonodavstva je još uvek neujednačen. Na primer, smatra se da je Zakon o privrednim društvima dobro napisan (obzirom da ga karakteriše harmonizacija propisa sa propisima EU, kompletnost regulative, unapređenje korporativnog upravljanja, fleksibilnost, transparentnost i sl.), dok su uočeni određeni nedostaci u zakonima iz finansijske oblasti. Takođe, liberalizovano je radno zakonodavstvo, poreski sistem je temeljno reformisan (uvođenjem poreza na dodatu vrednost), finansijski sistem je restruktuiran, bankarstvo je postavljeno na „zdrave osnove“ i sl. Međutim, (uz uvažavanje svih pozitivnih efekata) iako su određeni nedostaci prisutni, glavni problem ostaje u implementaciji, odnosno primeni zakona.<sup>11</sup> Shodno iznetom, u cilju unapređenja korporativnog upravljanja u Srbiji, od presudnog je značaja ulaganje dodatnih napora radi poboljšanja realizacije i primene zakona.

Razvoj korporativnog upravljanja u Srbiji, u narednom periodu, proizilazi i iz potrebe za unapređenjem oblika finansiranja preduzeća. Radi ublažavanja postojećih slabosti u ovoj oblasti, pojedini autori smatraju da je neophodno u narednom periodu pridavati veći značaj finansiranju preduzeća kroz tržište kapitala, odnosno putem emisije akcija i korporativnih obveznica.<sup>12</sup> Sa druge strane, postoje mišljenja da će se na ovaj način stvoriti veliki prostor za nezakonito sticanje kapitala, kao i strah od načina ponašanja banaka prilikom pružanja veće slobode banaka u vezi plasmana finansijskih derivata (fjučersa, opcija, svopova).

<sup>9</sup> Centar za liberalno-demokratske studije, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, nota br. 1 – Korporativno upravljanje i tranziciji u Srbiji, 2012. godine, str. 5

<sup>10</sup> <http://www.sef.rs/marketing-i-menadzment/unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-srbiji.com> dostupno dana 23.8.2012. godine

<sup>11</sup> Centar za liberalno-demokratske studije, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, nota br. 1 – Korporativno upravljanje i tranziciji u Srbiji, 2012. godine, str. 3

<sup>12</sup> <http://www.sef.rs/marketing-i-menadzment/unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-srbiji.com> dostupno dana 23.8.2012. godine

Problemi u oblasti korporativnog upravljanja javljaju se samo kod preduzeća, u kojima postoji veći broj vlasnika i gde je zastupljena odvojenost svojine od upravljanja. Pojedini autori smatraju da postoje dva ključna problema korporativnog upravljanja<sup>13</sup>:

- (1) U akcionarskim društvima sa disperzovanom svojinom problemi su vezani za kontrolu i nadzor performansi menadžera od strane spoljnih akcionara, koji nemaju dovoljno moći da utiču na njih. Pitanje koje se ovde postavlja glasi: na koji način obezbediti da profesionalni menadžment radi u interesu vlasnika, a ne samo u sopstvenom interesu. U ovim preduzećima, vlasnici akcija male vrednosti obično nisu u stanju (često zbog nedostatka informacija ili stručnosti) ili nemaju dovoljno interesa, da kontrolišu rad menadžera. Navedeni problemi se mogu rešiti na različite načine: (1) podržati menadžere da steknu ili očuvaju sopstvenu reputaciju, (2) uskladiti interese menadžera sa interesima korporacije i njenih vlasnika kroz mehanizme nagrađivanja i stimulacije menadžera, (3) delegirati kontrolu nad menadžmentom i upravnim odborima, (4) definisati dužnosti i obaveze menadžmenta prema korporaciji, (5) koncentrisati svojinu i kontrolu kod nekoliko investitora, čime bi se redukovali problemi koje sa sobom nosi disperzija vlasništva, (6) preuzimati preduzeća kada se vrednost istih spušta ispod realne vrednosti, zbog „lošeg“ rada menadžmenta i sl.
- (2) U preduzećima sa manjim brojem vlasnika, menadžere obično kontroliše najveći vlasnik, odnosno vlasnici, te je centralno pitanje korporativnog upravljanja: na koji način manjinski vlasnici da onemoguće kontrolnog vlasnika da kroz mahinacije izvlače korist na štetu manjinskih akcionara. Na ovaj način se otvaraju pitanja sprečavanja zloupotreba u preduzeću, s obzirom da se javlja konflikt između većinskog vlasnika, odnosno akcionara i većeg broja malih akcionara. Neke od zloupotreba koje se mogu pojaviti odnose se na: (1) preteranu zaradu menadžera, odnosno kontrolnog vlasnika, (2) poslove kontrolnog vlasnika i sa njim povezanih lica ili njegovog drugog preduzeća sa društvom koji su nepovoljni za društvo, (3) upotrebu insajderskih informacija za lični interes, (4) dilutiranje manjinskih paketa akcija kroz integraciju. Navedene opasnosti su posebno prisutne u zemljama u tranziciji kao što je to i Srbija, obzirom na to da su pravna tržišna ograničenja akcija od strane uprave preduzeća skoro beznačajna. Neki od sistema zaštite manjinskih akcionara mogu biti: (1) jačanje položaja manjinskih prava vlasnika („jedna akcija jedan glas“, sazivanje skupštine akcionara, kumulativni način glasanja, pravo preče kupovine akcija iz nove emisije i sl.), (2) jačanje unutrašnjeg upravljanja, (3) precizna regulacija konflikta interesa, (4) precizna regulacija o kompenzacijama menadžmenta, (5) detaljno i blagovremeno informisanje javnosti i akcionara o poslovima preduzeća, (6) mogućnost podnošenja tužbi protiv kontrolnog vlasnika za zloupotrebe i sl.

U vezi prvog pitanja neophodno je naglasiti, da nijedan od navedenih načina kontrole performansi i rada menadžmenta nije savršen, niti garantovano može da dovede do uspeha. Međutim sa njihovom kombinacijom obično se dolazi do željenih rezultata. U

---

<sup>13</sup> Centar za liberalno-demokratske studije, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, nota br. 1 – Korporativno upravljanje i tranziciji u Srbiji, 2012. godine, str. 1-3

vezi zaštite interesa manjinskih akcionara, problem se rešava tako što je zaštita manjinskog prava veća, pa su upravljačka prava većinskog vlasnika više ugrožena. Ovo može da ugrozi jednakost prava akcionara, odnosno demokratska načela upravljanja („jedna akcija jedan glas“), te se osnovno pitanje svodi na pronalaženje načina uspostavljanja ravnoteže između menadžerske diskrecije i zaštite malih akcionara.

U zemljama u tranziciji, najučestaliji oblik neformalnih institucija se odnosi na koncentraciju vlasništva koja pruža mogućnost većinskim akcionarima da dobiju potrebne informacije i da imaju kontrolu nad menadžmentom. Međutim, u uslovima koncentracije vlasništva, većinski akcionari mogu delovati protiv interesa manjinskih akcionara, pa se zbog toga problem korporativnog upravljanja pojavljuje na relaciji većinski-manjinski akcionari.<sup>14</sup>

**Tabela br. 32** Najvažnije performanse koje karakterišu Srbiju<sup>15</sup>

Performanse	2004	2005	2006
Nominalni GDP (u milijardama evra)	19,7	21,0	24,3
GDP p.c. (u evrima)	2.618	2.792	3.231
Stopa rasta GDP	9,3	6,3	5,7
Inflacija yoy, eop (u %)	12,1	17,1	6,6
Inflacija yoy, avg (u %)	11,4	16,2	12,7
Prosečna stopa nezaposlenosti (u %)	18,5	20,8	20,9
Tekući račun / GDP (u %)	-11,6	-8,6	-11,5
Strane direktne investicije / GDP (u %)	3,9	5,9	13,9
Javni dug / GDP (u %)	57,8	48,2	38,8
Dug / GDP (u %)	57,5	59,2	61,7

Iako je u mnogim zemljama u tranziciji došlo do značajnih promena u ekonomskom ambijentu (pre svega u poslednjoj deceniji), kada se radi o korporativnom upravljanju u Srbiji, osnovna zapažanja se mogu svesti na<sup>16</sup>:

- (1) zaostajanje u shvatanju pojma „menadžment“,
- (2) veštine menadžmenta i preduzetništva su mnogo oskudniji resurs nego što je kapital,
- (3) nije usledila menadžerska revolucija,
- (4) pojam i znanje menadžera se nije ustalilo,
- (5) dominira stav o uspešnom menadžeru kao veštom manipulatoru,
- (6) menadžment se pokušava urediti zakonom i dekretima i sl.

Prema izveštaju EBRD iz 2003. godine, Srbija je ostvarila određeni napredak u odnosu na prethodnu godinu. Osnovni nedostaci koji su uočeni u slučaju Srbije vezuju se za

<sup>14</sup> Babić, V., Nikolić, J., Uticaj strukture vlasništva na performanse korporacija: poređenje tržišnih i tranzicionih ekonomija, NMM, Palić, 2014. godine, str. 79

<sup>15</sup> Đuričin, D.: Tranzicija u Srbiji: rezultati i objašnjenja, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. godine, str. 19

<sup>16</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo I menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 119

pitanje objavljivanja i transparentnosti informacija, pri čemu je pravni okvir poboljšan u okviru internacionalnih standarda.<sup>17</sup>

Republika Srbija je razvila dobro institucionalno okruženje koje može da ponudi efektivan pravni okvir za razvoj i primenu principa korporativnog upravljanja. Međutim, osnovni problemi se javljaju u implementaciji istih, što, samim tim, ne može da obezbedi efektivnost sistema. Shodno navedenom, iako Srbija i dalje treba da unapređuje regulativne okvire, glavni naponi treba da budu usmereni ka implementaciji pravnih propisa u konkretnu praksu.

## 2. Ekonomija 21. veka i odabrane zemlje u tranziciji

Ekonomiju 21. veka karakterišu ekonomske, socijalne, kulturne i druge promene uslovljene pojavom informatičkih i komunikacionih tehnologija. Promene koje su nastale posledica su: (a) informatike, (b) privatizacije, (c) deregulacije i (4) globalizacije.<sup>18</sup> Jedna od najznačajnijih karakteristika ekonomije 21. veka jeste činjenica da se konkurencija više ne odvija na domaćem, na lokalnim tržištima, već na svetskom (globalnom) tržištu. Suštinu ovog oblika konkurencije čini znanje, pri čemu intelektualni kapital zauzima dominantan deo u ukupnom kapitalu preduzeća i postaje najvažniji oblik imovine.

Nastale promene u današnjoj ekonomiji su uticale, posmatrano na mirkoekonomskom nivou, na veliki broj privrednih grana zemalja u tranziciji (trgovinu na malo, finansijske usluge, transport i sl.). Menadžerski informacioni sistemi najviše su u posmatranim zemljama doprineli produktivnosti rada. Takođe, pozitivni trendovi i efekti koji se uočavaju u razvoju zemalja u tranziciji predstavljaju brz razvoj elektronskog bankarstva, elektronske trgovine, internet portala i sl. Kada je u pitanju primena interneta, odnosno elektronskog poslovanja, kako od strane stanovništva, tako i od strane preduzeća, u posmatranim zemljama u tranziciji, najveći napredak učinjen je u Češkoj, Poljskoj i Mađarskoj.

Politika Vašingtonskog konsenzusa (The Washington Consensus policy) predstavlja dominantan pristup u razvoju od osamdesetih godina prošlog veka. Ovaj pristup se prilagodio zemljama u razvoju, te je od „pada komunizma“ postao „konvencionalno“ prihvaćen u tranzicionim ekonomijama. Ovaj pristup karakterišu tri oblasti:

- (1) privatizacija i deregulacija,
- (2) makrostabilizacija kroz nisku inflaciju i fiskalni deficit,
- (3) liberalizacija putem otvaranja ekonomija prema svetu.

U ovom konsenzusu akcenat se stavlja na prelazak sa državno vođene politike na tržišno orijentisanu politiku. Neophodno je ukazati na činjenicu, da u zemljama u tranziciji, akumulacija tradicionalnih faktora proizvodnje (investicije u fizički kapital) i u nešto manjoj meri u ljudski kapital, dobija mnogo veći značaj, nego što je to u razvijenim zemljama. Shodno navedenom, tradicionalni faktori proizvodnje dugo će biti i

<sup>17</sup> Denčić-Mihajlov, K.: Reforms of Corporate Governance and Takeover Regulation: Evidence from Serbia, *South-Eastern Europe Journal of Economics* 2, 2009. godine, str. 208

<sup>18</sup> Ilić, B.: Perspektive razvoja zemalja u tranziciji, *Ekonomski anali* br. 165, Ekonomski fakultet, Beograd, april – jun 2010. godine, str. 186-187

ostati glavni nosioci ekonomskog rasta u zemljama u tranziciji. Pri tome, ne treba izgubiti iz vida zahteve savremene globalne ekonomije. To znači, da zemlje u tranziciji treba prvo da razviju fizičku infrastrukturu, zatim da investiraju u obrazovanje radne snage i da omoguće razvoj novih institucija.

**Tabela br. 33** Pregled tranzicione recesije<sup>19</sup>

Država	Uzastopne godine smanjenja outputa	Kumulativni output – smanjenje	Realni GDP u 2000 (1990=100)
Albanija	3	33	110
Bugarska	4	16	81
Hrvatska	4	36	87
Češka	3	12	99
Estonija	5	35	85
Mađarska	4	15	109
Letonija	6	51	61
Litvanija	5	44	67
Poljska	2	6	112
Rumunija	3	21	144
Slovačka	4	23	82
Slovenija	3	14	105

Prema autoru N. Genovu iz Bugarske, suština tranzicije se odnosi na adaptaciju globalnih tokova u ekonomskim, tehnološkim, političkim i kulturnim oblastima. Shodno tome, autor nudi pregled tzv. sistemskih dimenzija tranzicije Istočne Evrope:

**Tabela br. 34** Sistemske dimenzija tranzicije Istočne Evrope<sup>20</sup>

Predmet	Zadatak	Potencijalni efekti
Tehnološko restrukturiranje	Informatizacija	Prilagođavanje globalnim informacionim tehnologijama
Ekonomsko restrukturiranje	Marketizacija	Prilagođavanje globalnim tržištima
Političko restrukturiranje	Demokratizacija	Prilagođavanje globalnoj racionalizaciji politike
Kulturno restrukturiranje	Univerzalizacija	Prilagođavanje globalnim inovacijama u kulturi

Većina zemalja u tranziciji koje pripadaju Centralnoj i Istočnoj Evropi smatraju da je najvažnije ostvariti prijem u Evropsku uniju, kako bi, na taj način, eventualno, obezbedile uslove za ekonomski napredak i održivi ekonomski rast i razvoj po stopama koje bi smanjile razliku između njih i ekonomski razvijenih zemalja Zapadne Evrope. Postsocijalističke zemlje napuštaju komandnu ekonomiju i prelaze na tržišnu privredu i demokratsko društvo. Pri tome, veliki broj autora naglašava da je perspektiva budućeg razvoja kombinacija blagog tržišnog regulisanja i umerenog državnog intervencionizma.<sup>21</sup> Prateći savremene svetske trendove i perspektive u razvoju, zemlje u

<sup>19</sup> Peev, E.: The Political Economy of Corporate Governance Change in Bulgaria: Washington Consensus, Primitiv Accumulation of Capital, and Catching-Up in the 1990, CEI Working Paper Series, No. 2002-1, Center for Economic Institutions Working Paper Series, 2002. godine, str. 36

<sup>20</sup> Ilić, B.: Perspektive razvoja zemalja u tranziciji, Ekonomski anali br. 165, Ekonomski fakultet, Beograd, april – jun 2010. godine, str. 198

<sup>21</sup> Ilić, B.: Perspektive razvoja zemalja u tranziciji, Ekonomski anali br. 165, Ekonomski fakultet, Beograd, april – jun 2010. godine, str. 206

tranziciji treba da definišu strategiju razvoja na osnovu sopstvenih prednosti, ali i putem kreiranja i inoviranja svetskih dostignuća.

## 2.1. Determinante korporativnog upravljanja u Bugarskoj

Masovna privatizacija u Bugarskoj je imala veoma snažan i dugoročan efekat na restrukturiranje nacionalne ekonomije. Napred navedeno se ne odnosi isključivo na privatizovana preduzeća, već i na ostale značajne institucije tržišne ekonomije, kao što su finansijske berze. Možda najsnažniji efekat ovog uticaja jeste pojava novih struktura i oblika korporativnog upravljanja u privatizovanim kompanijama.

**Tabela br. 35** Strane investicije u Bugarskoj, po godinama, u milionima USD<sup>22</sup>

Godina	Ukupno po godini
1992	34
1993	80
1994	200,2
1995	162
1996	256,4
1997	636,1
1998	620
1999	805,7
Ukupno	2794,4

Najmasovnije promene koje su se odvijale u javnom sektoru u Bugarskoj, tokom tranzicionog perioda, odnosile su se na transformaciju vlasništva. Isto se odnosilo na proces transformacija kompanija koje su u potpunosti bile u državnom vlasništvu. Ovaj proces se većim delom dešavao tokom 1991. i 1992. godine, a nakon toga je u znatno umerenijoj meri bio prisutan. Posle 1993. godine, broj neprivatizovanih i „netransformisanih“ državnih preduzeća je duplo smanjen. Ovakva dešavanja bila su posledica dva faktora: (1) kontinuiranog procesa „korporatizacije“ i (2) privatizacije „netransformisanih“ državnih preduzeća. Posledica progresivnog ostvarenog u procesu privatizacije i restrukturiranja preduzeća odnosi se na smanjenja neprivatnog sektora na udeo od 34,7% bruto dodate vrednosti u 1999. godini. Učešće javnog sektora u industrijskoj proizvodnji iznosi 46,7% bruto dodate vrednosti. Procenat zaposlenih u javnom sektoru iznosio je oko 40% ukupnog broja zaposlenih u Bugarskoj.

**Tabela br. 36** Određeni pokazatelji bugarske ekonomije tokom devedesetih godina dvadesetog veka<sup>23</sup>

Indikator	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Rast GDP-a (%)	-11,7	-7,3	-1,5	1,8	2,1	-10,9	-6,9	3,5	2,4
Inflacija (na kraju perioda u %)	473,9	79,6	63,2	121,9	33,1	310,8	578,4	1,0	6,2
Kamatna stopa (na kraju perioda u %)	54,0	41,0	52,0	72,0	34,0	18,0	6,7	5,1	4,46

<sup>22</sup> Peev, E.: The Political Economy of Corporate Governance Change in Bulgaria: Washington Consensus, Primitive Accumulation of Capital, and Catchin-Up in the 1990, Center for Economic Institutions, Working Paper Series, CEI Working Paper Series, No. 2002-1, str. 40

<sup>23</sup> Peev, E.: The Political Economy of Corporate Governance Change in Bulgaria: Washington Consensus, Primitive Accumulation of Capital, and Catchin-Up in the 1990, Center for Economic Institutions, Working Paper Series, CEI Working Paper Series, No. 2002-1, str. 37

Spoljni dug/GDP (%)	168	127	109	129	73	243	91	72	78
Privatni sektor (učešće u GDP, u %)		26,0	34,0	40,0	48,0	52,0	59,0	65,0	65,0
Privatizacija (u USD mn)			22,0	134,2	26,0	76,4	421,4	155,8	305,7

Na osnovu sprovedenog istraživanja o glavnim problemima korporativnog upravljanja u Bugarskoj, u vremenskom periodu kada je izvršena privatizacija najvećeg broja kompanija, došlo se do sledećih zaključaka<sup>24</sup>:

- (1) Dvosmislenost koncepta i prisustvo terminoloških poteškoća. U periodu sprovođenja privatizacije i uvođenje sistema korporativnog upravljanja, sadržaj korporativnog upravljanja nije bio jasno definisan, niti je postojalo opšte prihvaćeno razumevanje koncepta. Na primer, pojam korporativnog upravljanja se, u teoriji i praksi, veoma često izjednačavao sa strateškim i operativnim menadžmentom. U Bugarskoj se korporativno upravljanje najčešće shvata kao pomirenje interesa između vlasnika i menadžera kompanije.
- (2) Proces restrukturiranja vlasništva i kontrola korporacija. Sadašnja struktura i stanje kompanija u Bugarskoj više je posledica masivne i ubrzane transformacije zbog nadolazeće privatizacije, a manjim delom je rezultat razvoja tržišnih mehanizama. Ovo je jedan od najvećih izazova restrukturiranja u tranziciji, da bi se pokazalo kako je moguće u veoma kratkom vremenskom periodu uspostaviti jaka korporativna struktura i usvojiti efikasni mehanizmi korporativne kontrole
- (3) Poštovanje prava akcionara i njihova zaštita. U početku sprovođenja privatizacije (1996-1997 god.), skoro 3,5 miliona bugarskih građana postali su vlasnici finansijskih instrumenata. Oko 3 miliona fizičkih lica poseduje akcije oko 1.050 kompanija, koje su ponuđene u programu masovne privatizacije. Shodno tome, privatizacija je značajno povećala broj individualnih akcionara, pri čemu, većina akcionara nije posedovala dovoljno znanja o svojim pravima odgovornostima, niti adekvatno iskustvo. Implementacija prava bila je kontrolisana i ograničenim finansijskim sredstvima, kao i nezainteresovanošću menadžmenta da radi u interesu akcionara. Motivacija individualnih akcionara je bila i suviše slaba.
- (4) Sastav i aktivnosti organa upravljanja. Značajno pitanje u oblasti korporativnog upravljanja odnosilo se na činjenice: ko su članovi organa upravljanja i koja je njihova uloga u kompaniji. U posmatranom periodu, u Bugarskoj, ovi aspekti upravljanja i kontrole se ne razumeju u potpunosti. Takođe, ne postoji dovoljno podataka na osnovu kojih bi bilo moguće proceniti uticaj, odnosno ulogu organa upravljanja. Kao i u većini bivših komunističkih zemalja i u Bugarskoj, organizaciona struktura i kadrovski sastav nije u potpunosti uspostavljen i definisan. Na osnovu dostupnih podataka iz sprovedene sociološke studije, u više od polovine kompanija, predstavnici bivšeg vlasnika (države) su i članovi odbora direktora (isto je prisutno u oko 20% kompanija sa prisustvom stranih investitora).

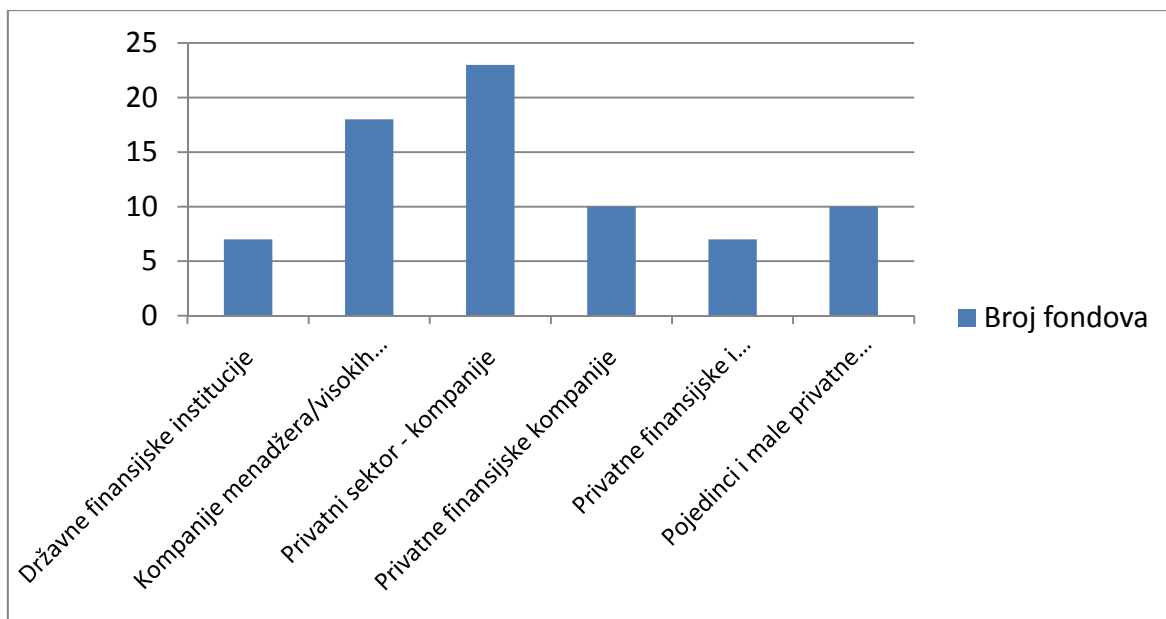
<sup>24</sup> Prohaska, M., Tchipev, P.: Establishing Corporate Governance in an Emerging Market: Bulgaria, Center for the study of Democracy, 2000. godine, str. 6-17



- (5) Korporativno upravljanje i tržište kapitala. U Bugarskoj je prepoznata međusobna zavisnost između implementacije principa korporativnog upravljanja i razvoja tržišta kapitala, odnosno finansijskog tržišta. Usvajanje profesionalnih standarda korporativnog upravljanja neophodan je uslov za razvoj finansijskog tržišta.
- (6) Transparentnost i objavljivanje informacija. Kao što je to ranije navedeno, uspostavljanje pravnog okvira, definisanje procedura i mehanizama za slobodan, brz i jeftin pristup informacijama jedan je od ključnih aspekata implementacije principa korporativnog upravljanja. U predmetnom istraživanju se došlo do zaključka da je trenutno obelodanjivanje i pristup informacijama veoma ograničeno (čak i po pitanju godišnjeg bilansa stanja i uspeha). Neophodno je napomenuti da je objavljivanje informacija uslovljeno pravnim i administrativnim pritiscima, a ne ekonomskim razlozima.
- (7) Uloga bivših privatizacionih fondova u korporativnom upravljanju. U cilju programa prvog talasa masovne privatizacije preduzeća u Bugarskoj su formirani privatizacioni fondovi kao institucionalni učesnici. U navedene svrhe, registrovano je 81 privatizacioni fond. Za razliku od većine zemalja u Centralnoj i Istočnoj Evropi, u Bugarskoj nije postojalo dovoljno empirijskih podataka o ponašanju privatizacionih fondova nakon sprovedene privatizacije. Uticaj privatizacionih fondova na razvoj korporativnog upravljanja bio je poznat tek narednih godina.
- (8) Uloga države u korporativnom upravljanju. U posmatranom periodu, u većini preduzeća postojao je određeni vid „partnerstva“ između države i privatnih akcionara. U velikom broju slučajeva, država je bila dominantni akcionar. Ipak, učešće države nije bilo mnogo veće u odnosu na učešće ostalih akcionara, a finalizacija procesa na ovom polju se tek u budućnosti očekuje. U najvećem broju slučajeva, država je manjinski akcionar. U navedenim slučajevima, postoje dva ekstrema ponašanja: država nije zainteresovana za učešće u upravljanju i odlučivanju ili akcionar sinhronizuje svoje interese sa interesima ostalih akcionara.

Napred navedeni privatizacioni fondovi koji su sprovodili proces masovne privatizacije imali su u Bugarskoj različite osnivače:

- (1) državne finansijske institucije (banke i osiguravajuća društva),
- (2) pravni entiteti kontrolisani od strane menadžera kompanija koji su subjekti privatizacije ili visoki zvaničnici,
- (3) privatni sektor - kompanije,
- (4) privatne finansijske institucije,
- (5) privatne finansijske i ekonomske grupe različitih aktivnosti,
- (6) pojedinci i male kompanije.



**Grafik br. 2** Pregled broja privatizacionih fondova osnovanih po pojedinim osnivačima<sup>25</sup>

Iz predstavljenog grafika je uočljivo, da je najveći broj privatizacionih fondova u bugarskom prvom talasu privatizacije bio osnovan od strane privatnog sektora – kompanija. Zatim od kompanija menadžera, odnosno zvaničnika ili funkcionera, dok je broj osnivača ostalih privatizacionih fondova znatno manji u odnosu na prethodno dve spomenute kategorije.

U Bugarskoj, većina privrednih subjekata predstavlja mala preduzeća sa ograničenom odgovornošću. Velike kompanije nastale su kao rezultat masovne i ubrzane transformacije i privatizacije, a stoga su preduzeća imala malo vremena da prilagode korporativno upravljanje nastalim promenama. Prema sprovedenom istraživanju, najznačajnije kategorije vlasništva u privatizovanim kompanijama u Bugarskoj su<sup>26</sup>:

- (1) zaposleni u kompaniji (24%),
- (2) lokalni pravni entiteti (23%),
- (3) privatizacioni fondovi (19%),
- (4) država (18%),
- (5) strani investitori (16%).

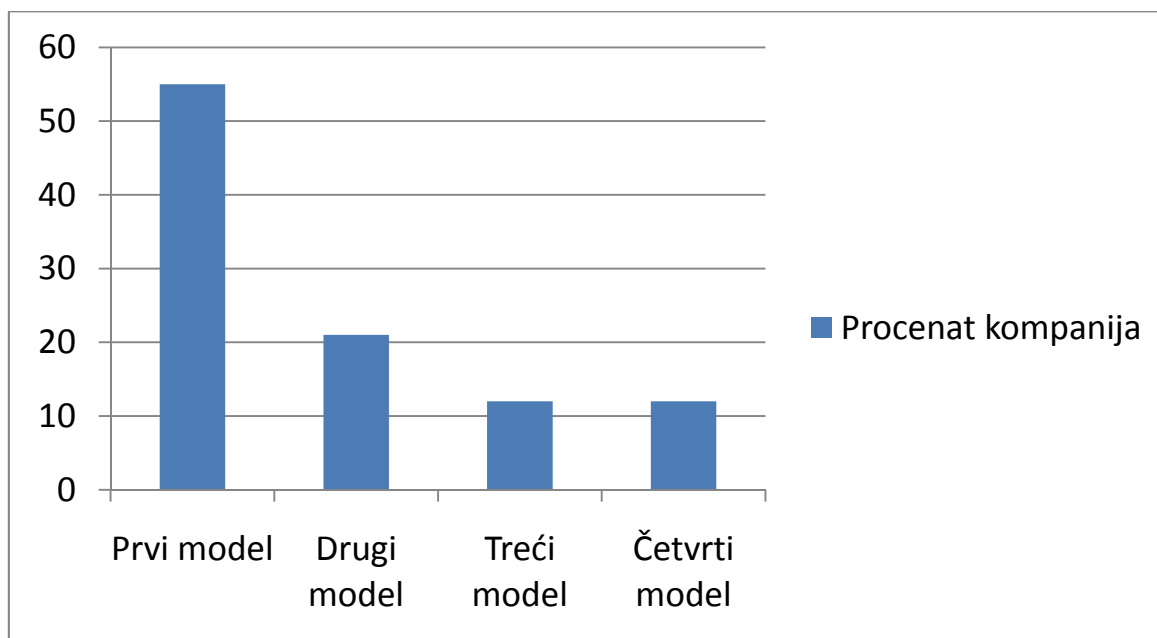
Ono što karakteriše vlasničku strukturu odnosi se na visoku koncentraciju. Treba istaći, da u 60% bugarskih kompanija, strateški investitor poseduje više od 50% akcija.

U napred navedenom istraživanju se takođe ukazuje na činjenicu da je rezultat privatizacije transformacija vlasništva, pri čemu su se izdvojila četiri osnovna modela strukture vlasništva:

<sup>25</sup> Prohaska, M., Tchipev, P.:Establishing Corporate Governance in an Emerging Market: Bulgaria, Center for the study of Democracy, 2000. godine, str. 22

<sup>26</sup> Prohaska, M., Tchipev, P.:Establishing Corporate Governance in an Emerging Market: Bulgaria, Center for the study of Democracy, 2000. godine, str. 8

- (1) opšti model, prema kojem se 55% ispitanih kompanija nalazi u vlasništvu privatizacionih fondova (25%) i drugih pravnih subjekata (30%),
- (2) u drugom modelu je dominantno učešće menadžera i zaposlenih (21% kompanija),
- (3) u trećem modelu su najviše prisutni strani investitori (12% preduzeća),
- (4) u posljednjem, četvrtom modelu ne postoji ni jedan vlasnik sa dominantnom pozicijom (12% kompanija).



**Grafik br. 3** Grafički prikaz modela strukture vlasništva bugarskih kompanija<sup>27</sup>

Po pitanju modela vođenja kompanija, u 64% kompanija zastupljen je jednodomni sistem korporativnog upravljanja, dok se u preostalih 36% kompanija radi o dvodomnom sistemu upravljanja.

Nacionalni kodeks korporativnog upravljanja (The National Corporate Governance Code) predstavlja jedan od koraka za uspostavljanje modernih pravila i normi za „dobro“ upravljanje javnim preduzećima u Bugarskoj. Na izradi Kodeksa su bili angažovani: poslovna zajednica Bugarske, bugarska berza u Sofiji, predstavnici vladinog sektora i civilnog društva. Finalna verzija teksta Kodeksa uključuje i preporuke bugarskih i internacionalnih stručnjaka.<sup>28</sup> Cilj Kodeksa odnosi se na podsticanje tržišne demokratije i ekonomske slobode. Navedeni Kodeks ima za cilj uspostavljanje odgovarajućih okvira i pravila za implementaciju sistema korporativnog upravljanja, te jačanje kompetentnosti bugarskih kompanija i postizanje veće atraktivnosti za strane investitore. Prilikom izrade Kodeksa težilo se ostvarivanju ravnoteže između uspostavljene prakse u Bugarskoj i međunarodnih korporativnih standarda.

Potreba za donošenjem Nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja bila je inicirana razvojem tržišta, zahtevima investitora, akumuliranim iskustvom bugarskih kompanija, pristupanjem Bugarske Evropskoj uniji. Osim toga, saglasno zahtevima

<sup>27</sup> Prohaska, M., Tchipev, P.: Establishing Corporate Governance in an Emerging Market: Bulgaria, Center for the study of Democracy, 2000. godine, str. 8

<sup>28</sup> Bulgarian National Code for Corporate Governance, October, 2011, str. 3

evropskih standarda i Akcionim planom Evropske unije za modernizaciju kompanijskog prava i unapređenja korporativnog upravljanja, usvajanje i implementacija nacionalnih kodeksa zemalja članica Evropske unije predstavlja značajan uslov efikasnog slobodnog kretanja proizvoda, usluga, kapitala i ljudi.<sup>29</sup>

Predmetni Kodeks se sastoji iz nekoliko delova<sup>30</sup>:

- (1) Prvi deo Kodeksa se odnosi na odbor direktora kompanije, menadžment i nadzorni odbor.
  - (a) Odbor direktora kompanije zadužen je za upravljanje istom. Upravni odbor treba da upravlja kompanijom na odgovoran i nezavisan način da definiše viziju, postavlja ciljeve i strategije kompanije, a sve u interesu stejkholdera. U Kodeksu se, između ostalog, navodi da: (a) Odbor direktora treba da odredi strateški pravac kompanije i da nadzire implementaciju istog, (b) definiše politiku menadžmenta rizika i obezbedi funkcionisanje iste, (c) obezbedi funkcionisanje kompanije u skladu sa pravnim, normativnim i ugovornim obavezama, (d) odgovara za funkcionisanje finansijskog i informacionog sistema, (e) pruža smernice za izradu biznis plana, odobrava isti i vrši nadzor njegove implementacije i sl. U produžetku teksta je definisan način izbor članova Odbora, potrebne kompetencije, naknade za članove, pitanje konflikta interesa i sl.
  - (b) Kodeks reguliše pitanja u vezi menadžmenta i nadzornog odbora kompanije. Menadžment i nadzorni odbor trebaju, zajedno, da deluju u pravcu interesa svih stejkholdera. Menadžment kompanije treba da: (a) implementira strategiju kompanije shodno uputstvima nadzornog odbora, (b) razvija politiku interne revizije i kontrole, (c) obezbedi izvršavanje ugovornih obaveza, (d) saraduje sa nadzornim odborom prilikom razvoja i implementacije biznis plana, (e) informiše i podnosi izveštaje nadzornom odboru i sl. Nadzorni odbor, prema Kodeksu, treba da: (a) pruža menadžmentu strateška uputstva, vrši nadzor i kontrolu, (b) nadzire implementaciju vizije, ciljeva i strategije, (c) da najmanje jednom godišnje vrši evaluaciju performansi preduzeća i sl. Kao i u slučaju Odbora direktora, Kodeks definiše potrebne kompetencije, način izbora i razrešenja, pitanja konflikta interesa i sl. članova menadžmenta i nadzornog odbora.
- (2) Drugi deo Kodeksa se odnosi na nadzor i internu kontrolu.
- (3) Treći deo Kodeksa odnosi se na zaštitu prava akcionara i razrađuje se način realizacije iste. Odbor direktora i nadzorni odbor treba da obezbede adekvatan i jednak tretman prema svim akcionarima, uključujući i manjinske akcionare i strane stejkholdere, a sve u cilju zaštite njihovih prava.
- (4) Četvrti deo Kodeksa odnosi se na pitanja objavljivanja informacija. Odbor direktora i nadzorni odbor treba da definišu politiku objavljivanja informacija u skladu sa pravnim propisima i opštim aktima, odnosno propisima kompanije. Tako, na primer, Kodeksom se definiše minimum informacija koje treba da budu objavljene na Internet stranici kompanije. Informacije mogu biti o: kompaniji, strukturi kompanije, propisima kompanije, upravnim telima, finansijskim izveštajima, materijalu za narednu sednicu skupš-

<sup>29</sup> Bulgarian National Code for Corporate Governance, October, 2011, str. 4

<sup>30</sup> Bulgarian National Code for Corporate Governance, October, 2011, str. 5-19

tine akcionara, eksternoj reviziji, planiranim događajima, kao i informacije o aktivnostima kompanije.

- (5) Peti deo Kodeksa odnosi se na korporativno upravljanje i na stejkholdere, stavljajući, pri tome, naglasak na efektivnu interakciju sa stejkholderima kompanije.

Centar za ekonomski razvoj (Center for Economic Development) u Sofiji je sproveo program upoznavanja sa vrednostima i principima korporativnog upravljanja. Program je namenjen javnim preduzećima, tržišnim institucijama, vladinim organizacijama i medijima. U okviru programa realizovali su se seminari na predmetnu temu u cilju naglašavanja značaja izazova sa kojima se država može susresti prilikom implementacije korporativnog upravljanja i sprovođenja procedura korporativnog upravljanja. Takođe, inicijativa za korporativno upravljanje (Corporate Governance Initiative) je značajno uticala na promenu zakonodavstva putem izgradnje odnosa na relaciji partnerstva javnog i privatnog sektora. Takođe, organizovane su brojne konferencije u cilju pružanja dodatnih informacija vezane za korporativno upravljanje i privatizaciju.

U bugarskim privatizovanim kompanijama postoji visoki nivo koncentracije vlasništva, što omogućava akcionarima, odnosno određenoj (dominantnoj) grupi akcionara da imaju maksimalnu kontrolnu nad menadžmentom kompanije. Pri tome, u velikom broju slučajeva, menadžeri privatizacionih fondova su direktno uključeni i u menadžment privatizovanih kompanija. Nedovoljno je prisustvo disperzije vlasništva, gde manjinski akcionari imaju određenu ulogu u korporativnom upravljanju. Stanje nakon okončanog procesa privatizacije u Bugarskoj ne može se pripisati isključivo nerazvijenosti finansijskog tržišta, već i nedovoljno razvijenim tržišnim odnosima u tranzicionim ekonomijama. Slična situacija je uočena u Češkoj, po okončanju procesa privatizacije, gde je nakon inicijalnog „buma“ na berzi, došlo do značajnog pada trgovine. Postojeća tendencija ka koncentraciji vlasništva i kontrole odgovara trenutnoj fazi razvoja tržišne ekonomije u Bugarskoj.

Trenutno je tržište kapitala Bugarske veoma nestabilno u odnosu na tržišta hartija od vrednosti drugih postkomunističkih zemalja, što se, između ostalog, može pripisati: (1) niskoj likvidnosti, (2) nedovoljnom kredibilitetu tržišta i (3) odsustvu efikasnog državnog mehanizma.<sup>31</sup> Pri tome, jedan od najznačajnijih događaja u savremenom razvoju Bugarske jeste pristupanje Evropskoj uniji. Poslednja istraživanja pokazuju da su se bugarski zakoni značajno poboljšali i mogu se okarakterisati kao veoma dobri po pitanju podrške investiranju i ostalih privrednih aktivnosti. Pravni okvir, a samim tim i osnova za uspostavljanje adekvatnih, savremenih principa korporativnog upravljanja, nalazi se na istom nivou kao što su u Estoniji, Litvaniji, Letoniji, Poljskoj, Sloveniji, Mađarskoj, Hrvatskoj i Rumuniji. Međutim, uspostavljanje pravnog okvira je samo neophodan, ali ne i dovoljan uslov, s obzirom da još uvek postoji razlika između regulative i implementacije. Pri tome je neophodno napomenuti, da su od posmatranog perioda zabeležena značajna poboljšanja i pozitivne tendencije u pravcu približavanja nivou ostalih zemalja Evropske unije, kao i pozitivni trendovi u oblasti korporativnog upravljanja.

---

<sup>31</sup> Peev, E.: The Political Economy of Corporate Governance Change in Bulgaria: Washington Consensus, Primitive Accumulation of Capital, and Catching-Up in the 1990, CEI Working Paper Series, No. 2002-1, Center for Economic Institutions Working Paper Series, 2002. godine, str. 22-23

## 2.2. Determinante korporativnog upravljanja u Češkoj

U Češkoj, kao i u ostalim zemljama članicama Evropske unije, primena principa korporativnog upravljanja treba da obezbedi sigurnost, pouzdanost i tačnost informacija investitorima, po pitanju njihovih kratkoročnih i dugoročnih investicija. Međutim, kao i u većini posmatranih zemalja Evropske unije najveći problemi u ovom domenu ispoljavaju se u oblasti implementacije principa korporativnog upravljanja.

Češki proces privatizacije, koji je počeo 1991. godine bio je jedan od prvih, sveobuhvatnijih i najbrže implementiranih privatizacionih procesa u Istočnoj Evropi. Proces privatizacije doveo je do relativno koncentrisanog vlasništva. Dve trećine akcija pripalo je investicionim fondovima. Istraživanja su pokazala na činjenicu da su performanse čeških kompanija bolje od onih u ostalim zemljama Istočne i Centralne Evrope.<sup>32</sup>

Češka je, u procesu privatizacije, akcenat stavljala na brzinu sprovođenja reformi. Shodno tome, u veoma kratkom vremenskom periodu, oko 70% češke ekonomije prešlo je iz državnog u privatno vlasništvo. U procesu pripreme za privatizaciju, u kompanijama se uvodilo korporativno upravljanje, pri čemu se mnogo manje pažnje posvećivalo restrukturiranju kompanija. Prva faza privatizacije, koja je obuhvatala oko 1.000 preduzeća, započeta je krajem 1991. godine i završila se sredinom 1993. godine. Druga faza, koja je obuhvatala više od 850 kompanija, započeta je u januaru 1994. godine, a okončana je oktobra iste godine. Akcijske aukcije organizovane su u pet rundi, pri čemu se naglasak stavljao na pružanje što više informacija i analiza o evaluaciji kompanija, a sve u cilju realnije procene vrednosti istih. Nakon aukcijskih rundi, vaučeri su razmenjeni za akcije i započeta je sekundarna trgovina na Praškoj finansijskoj berzi.<sup>33</sup>

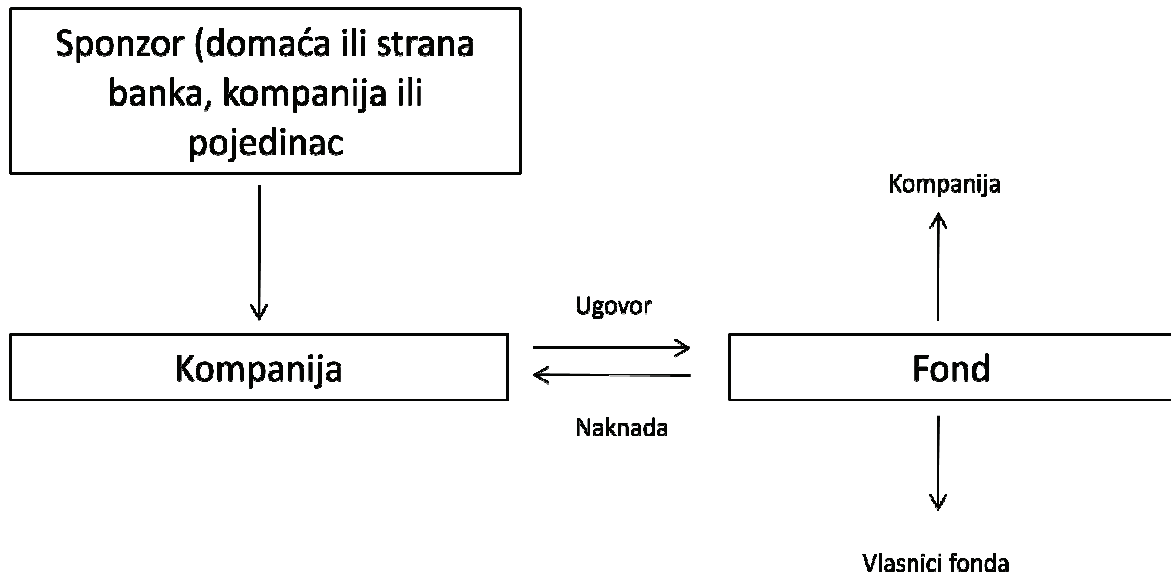
Karakterično je da su svi građani stariji od 18 godina imali pravo da kupe vaučere po nominalnoj ceni i koriste iste na aukcijama, direktno ili putem finansijskih posrednika, odnosno investicionih fondova. Ovaj model izazvao je skepticizam u javnosti. Bilo je mišljenje da masovna privatizacija, sprovedena na ovaj način, može dovesti do konfuzije po pitanju vlasništva i slabog nadzora menadžmenta kompanija. Agresivnim marketingom, spomenuti investicioni fondovi otkupili su 75% vaučera građana. Fondovi koji su bili sponzorisani od strane banaka imali su najveći broj vaučera (70% u vlasništvu investicionih fondova). Postignutom koncentracijom vlasništva obezbeđena je bolja kontrola, odnosno nadzor menadžmenta, što je olakšalo i proces sprovođenja neophodnih promena.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 2001. godine, Note No. 111, str. 1

<sup>33</sup> Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 2001. godine, Note No. 111, str. 2

<sup>34</sup> Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 2001. godine, Note No. 111, str. 2



Šema br. 5 Struktura investicionih fondova<sup>35</sup>

Shodno grafičkom prikazu, prilikom procene u koju kompaniju treba investirati, fond sponzorisan od strane određene banke trebalo bi da balansira interes banke i interes stejkholdera fonda. Pod pritiskom sponzora, menadžment fonda je mogao podstaći kompaniju da pozajmi od sponzora (banke) sredstva po višim kamatama, čime bi nastala šteta stejkholdera. Međutim, isto tako, banka koja je indirektno imala udeo u kompaniji, mogla je bolje da nadzire kompaniju i menadžment iste. Kroz učešće u odboru direktora, banke su imale pristup informacijama i bolji nadzor kompanije. Isto je nudilo veću verovatnoću za bolje restrukturiranje dovodeći posledično do boljih finansijskih performansi kompanije. Kompanija, takođe, je mogla imati lakši pristup finansiranju od strane banke, što je proces restrukturiranja činilo još verovatnijim. Na ovaj način, banke su imale dvostruki interes za pomaganje restrukturiranja kompanija: (a) poboljšanje performansi povećava tržišnu vrednost i povrat na pozajmljena sredstva, (b) kod kompanija sa boljim performansama postoji veća verovatnoća pozajmljivanja finansijskih sredstava.

Pojedini autori u literaturi su kritikovali metod sprovedene privatizacije u Češkoj, ukazujući na slabosti „vaučer metoda“ poput neadekvatnog korporativnog restrukturiranja, odnosno odsustva istog u slučaju pojedinih kompanija, kao i konstantnog pada u konkurentnosti.<sup>36</sup> Sprovedene studije o performansama preduzeća u zemljama Istočne i Centralne Evrope (Bugarska, Češka, Mađarska, Poljska, Rumunija, Slovačka i Slovenija) ukazuju na činjenicu, da su češke kompanije imale najveću stopu rasta produktivnosti. Posle čeških kompanija, slede kompanije iz Poljske i Slovačke. Rezultati istraživanja objašnjeni su koncentracijom vlasništva, koja je bila najveća u Češkoj, a polazeći od činjenice da kompanije sa većom koncentracijom vlasništva imaju bolji menadžment. U ovom slučaju, ove kompanije bi trebale imati i veću profitabilnost, kao i mogućnost da prodaju svoje akcije po višim cenama na finansijskom tržištu.

<sup>35</sup> Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 2001. godine, Note No. 111, str. 2

<sup>36</sup> Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies – A Handbook, Center for International Private Enterprise, March 2002, str. 11

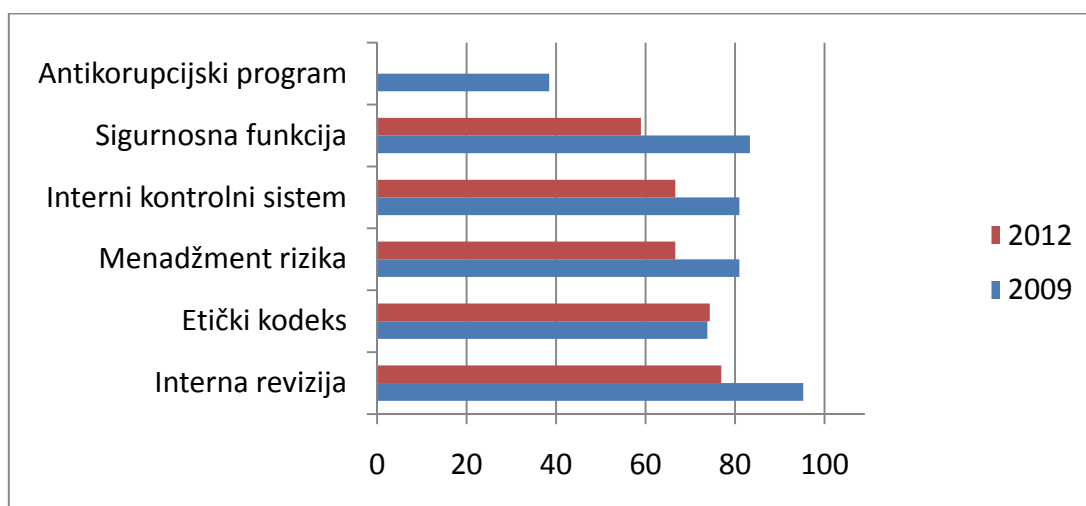
Ukoliko veća koncentracija vlasništva dovodi do boljeg nadzora menadžmenta, tada treba da postoji pozitivna korelacija sa profitabilnošću dotične kompanije. Tržišne cene, na koje imaju uticaja planiranje i nadzor nad budućim performansama preduzeća, trebale bi biti veće u kompanijama, u kojima je zastupljen viši nivo koncentracije vlasništva. U tržišno razvijenim ekonomijama ove relacije su veoma izražene.<sup>37</sup>

Osnovna prava akcionara odnose se na pravo:

- (1) Učešća na generalnoj skupštini akcionara,
- (2) Glasanja na skupštini akcionara,
- (3) Zahtevanja informacija u vezi kompanije od menadžmenta kompanije.

Generalna Skupština akcionara je jedini priznat sastanak akcionara od strane čeških zakona. Radi se o glavnom telu kompanije. Sednica se saziva na zahtev Odbora direktora, pozivom upućenom akcionarima ili javnim pozivom. Korum postoji ukoliko sednici prisustvuju akcionari koji poseduju akcije nominalne vrednosti iznad 30% registrovanog kapitala kompanije, ukoliko isto nije drugačije predviđeno. Ukoliko korum ne postoji, tada Odbor zakazuje alternativnu sednicu Skupštine akcionara, sa istim dnevnim redom. Skupština akcionara mora biti održana najmanje jedanput godišnje. Generalna skupština koja odobrava, odnosno usvaja finansijski izveštaj treba da se održi najkasnije šest meseci od poslednjeg dana obračunskog perioda, ukoliko to Statutom nije drugačije regulisano (kraći vremenski period).<sup>38</sup>

CIPE (Centar za međunarodnu privatizaciju preduzeća) i Centralno-evropski univerzitet razvili su program za bolje razumevanje odgovornosti korporativnog upravljanja, a u cilju jačanja korporativnih institucija u Centralnoj Evropi. Nakon što je program testiran prvo u Češkoj, realizacija programa nastavljena je u Mađarskoj, Poljskoj, Ukrajini i Rusiji.



**Grafik br. 4** Mere korporativnog upravljanja u češkim kompanijama<sup>39</sup>

<sup>37</sup> Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 1997. godine, Note No. 111, str. 3

<sup>38</sup> Weinhold, D., Loukota, D.: Corporate governance in the Czech Republic, Weinhold Legal, str. 3-4

<sup>39</sup> Report on the State of Corporate Governance in the Czech Republic in 2012, Deloitte – Corporate Governance Centrum, Czech Institute of Directors, 2012. godine, str. 6

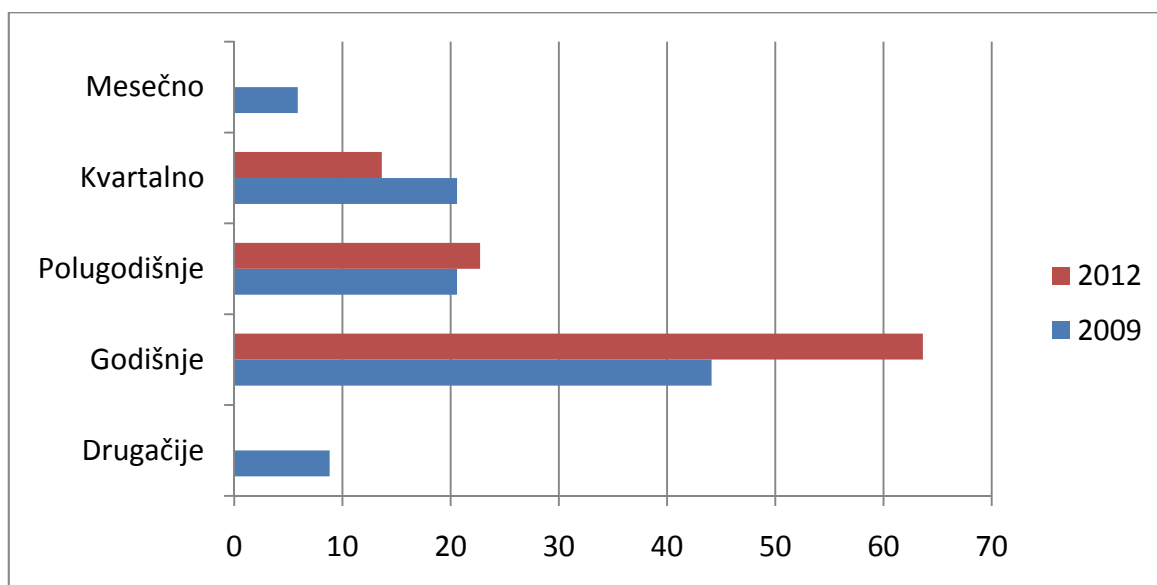


Na osnovu sprovedene studije u 2012. godini, potvrđeno je da su najznačajnije mere korporativnog upravljanja u Republici Češkoj upravo mere koje se odnose na: internu reviziju, etički kodeks, menadžment rizikom (sistem menadžmenta rizika), kao i formalizovani sistem interne kontrole i sigurnosti. U odnosu na studiju rađenu 2009. godine, gde je svega 2% kompanija navelo da je implementiralo gore navedene mere, u 2012. godini, to je, učinilo 13% kompanija.



**Grafik br. 5** Način izbora članova Odbora direktora<sup>40</sup>

Prema sprovedenoj studiji, Odbor direktora bira se na Skupštini akcionara u manje od 60% kompanija, dok se isti biraju ili imenuju od strane Nadzornog odbora u više od 40% kompanija.



**Grafik br. 6** Učestalost pripreme izveštaja o efektivnosti sistema interne kontrole<sup>41</sup>

<sup>40</sup> Report on the State of Corporate Governance in the Czech Republic in 2012, Deloitte – Corporate Governance Centrum, Czech Institute of Directores, 2012. godine, str. 8

<sup>41</sup> Report on the State of Corporate Governance in the Czech Republic in 2012, Deloitte – Corporate Governance Centrum, Czech Institute of Directores, 2012. godine, str. 15

Prema istraživanjima sprovedenim 2012. godine, postoji značajno smanjenje percepcije o značaju sistema interne kontrole, u odnosu na prethodni, posmatrani vremenski period. U anketi je 66% kompanija navelo da su imali uspostavljeni sistem interne kontrole. U 2009. godini, taj procenat je bio 80%. Slično prethodnom periodu, većina kompanija je pripremala izveštaje o efikasnosti evaluacije (čak 76%). Izveštaj se priprema, u najvećem broju slučajeva, jednom godišnje.

Najznačaniji regulativni akt u domenu korporativnog upravljanja Češke jeste Akt br. 513/1991 Coll. (tzv. Komercijalni kodeks). Kodeks sadrži načelne odredbe koje se odnose na uspostavljanje, registraciju, organizaciju, upravljanje, korporativne finansije, funkcionisanje i odjavu kompanija. Većina odredbi Kodeksa su obavezujućeg karaktera i definišu minimum regulativa koje se odnose na prava manjinskih akcionara. Određena pitanja regulisana su i Aktom br. 591/1992 Coll, koji se odnosi na hartije od vrednosti, kao i Aktom br. 256/2004 Coll. koji se odnosi na tržišta kapitala.<sup>42</sup>

### 2.3. Determinante korporativnog upravljanja u Mađarskoj

Ključnu ulogu u procesu tranzicije Mađarske imale su direktne strane investicije i poslovne aktivnosti velikih multinacionalnih kompanija. Stabilan privredni rast bio je postignut zahvaljujući prilivu stranih investicija koje su povećale tražnju. Takođe, u procesu tranzicije došlo je do značajnih promena u korporativnom sektoru prvenstveno kroz konverziju vlasništva, poboljšanja u proizvodnom sistemu, jačanje konkurentnosti, modernizaciju menadžment sistema i sl. Prema tome, prodaja državnih preduzeća strateškim investitorima i značajne investicione aktivnosti multinacionalnih kompanija dovele su do snažnog korporativnog vlasništva nad ključnim mađarskim privrednim aktivnostima.

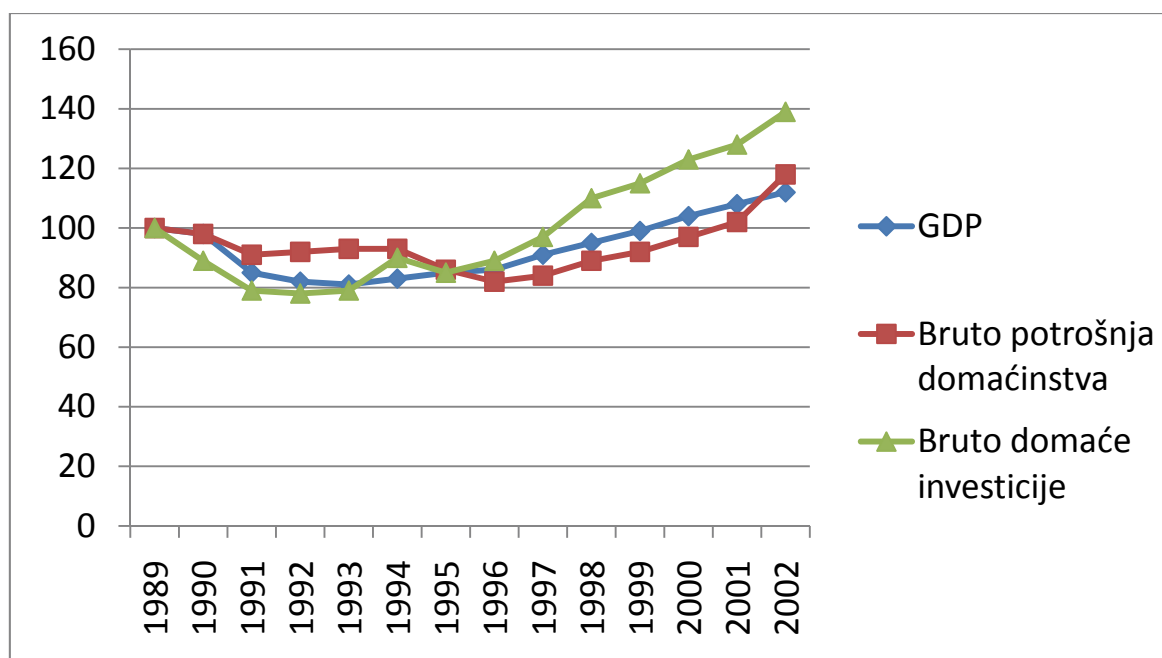
Direktne strane investicije su izazvale ogromne promene na strani ponude, odnosno u oblasti javnog, korporativnog sektora. Broj kompanija sa učešćem stranog kapitala povećan je 4,5 puta u periodu od 1990. do 2002. godine. Povećano prisustvo stranih kompanija uticalo je na stopu zaposlenosti, proizvodnju, daljnje investicije i trgovinu.<sup>43</sup> U periodu od 1992. do 2002. godine, obim trgovine porastao je 10,8 puta, dok je proizvodnja u periodu od 1993. do 2000. godine rasla prosečnom godišnjom stopom od 15,4. Izdaci za istraživanje i razvoj, u periodu od 1995. do 2000. godine su povećani učešćem stranih investicija u korporativnom sektoru, sa 22% na 80%.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Weinhold, D., Loukota, D.: Corporate governance in the Czech Republic, Weinhold Legal, str. 1

<sup>43</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 26

<sup>44</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 22-33



**Grafik br. 7** Evolucija rasta GDP-a, bruto potrošnje i bruto domaćih investicija<sup>45</sup>

Mađarska je ušla u Evropsku uniju maja 2004. godine, zajedno sa sedam drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope i Baltičkog regiona. Usled značajnih napora u oblasti reformi, Mađarska je stavljena na prioritetnu listu kandidata (tzv. „Agenda 2000“), koja je izrađena 1997. godine, centralno-evropske zemlje su pored Mađarske, obuhvatale i Poljsku, Češku, Estoniju i Sloveniju. Nakon toga, započeti su pregovori mađarske Vlade sa Evropskim komitetom.

Berza u Budimpešti je osnovana 1864. godine. Ista je funkcionisala do 1948. godine. Na početku je na berzi bilo svega 6 kompanija, a 1999. godine taj broj je iznosio 64, čime je i postignut najveći broj zastupljenih kompanija na berzi. Avgusta 2002. godine na Budimipeštanskoj berzi bilo je 50 kompanija, od toga 24 kategorija A i 26 kategorije B, kompanije kategorije A predstavljale su čak 93% tržišne kapitalizacije.<sup>46</sup>

U teoriji i praksi su prisutne brojne debate o potencijalno najboljem modelu privatizacije. Neke zemlje u tranziciji su naglašavale značaj privlačenja strateških stranih investitora, međutim, broj preduzeća privatizovanih i restrukturiranih na ovaj način je mali. U Mađarskoj je ovaj model privatizacije bio popularizovan, međutim, samo je nekoliko velikih kompanija značajnije tržišne snage bio privatizovan na ovaj način. Strani investitori nisu pokazivali interesovanje za kupovinu srednje veličine preduzeća.<sup>47</sup>

<sup>45</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 43

<sup>46</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 7

<sup>47</sup> Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 2001. godine, Note No. 111, str. 1

**Tabela br. 37** Koncentracija vlasničke strukture 100 najvećih mađarskih kompanija (rangiranje vršeno prema prodaji 1997) <sup>48</sup>

Broj vlasnika	Broj kompanija	Procenat registrovanih kompanija	Broj kompanija sa jednim većinskim vlasnikom	Procenat kompanija sa jednim većinskim vlasnikom
Jedan	49	57	49	57
Dva	1	1,2	1	1,2
Tri	0	0	0	0
Najviše tri	50	58,1	50	58,1
Više od tri	36	41,9	16	18,6
Ukupno	86	100	66	76,7

Inostrani kapital je ušao u proizvodni, finansijski i sektor usluga. Penetracija stranog kapitala predstavljala je ključ uspeha Mađarske u proces tranzicije. Ogranci multinacionalnih kompanija koje posluju na teritoriji Mađarske nisu listane na berzi u Budimpešti, već na berzama u Velikoj Britaniji, SAD, Nemačkoj i sl.

**Tabela br. 38** Zastupljenost vlasničkog kapitala po industrijskim granama u Mađarskoj, 2002. godine <sup>49</sup>

Industrijska grana	Strane kompanije (inostrane investicije)	Domaće kompanije	Ukupno
Proizvodnja (ukupno)	4.012,2	1.157,8	5.170,0
Hrana, piće, duvanski proizvodi	536,1	213,1	749,2
Tekstilna industrija	66,2	46,4	112,6
Drvo i proizvodi od drveta	36,0	21,2	57,2
Gorivo i hemijski proizvodi	1.065,0	323,4	1.388,4
Guma i plastika	133,4	52,1	185,5
Metalna industrija	136,3	126,2	262,5
Električna i optička oprema	670,8	69,0	739,8
Transportna oprema	789,5	24,4	813,9
Električna energija, gas i snabdevanje vodom	460,6	752,7	1.213,3
Građevinska industrija	85,3	339,7	425,0
Veleprodaja, maloprodaja i servis	860,7	885,4	1.746,1
Hoteli i restorani	113,9	136,5	250,4
Transport, skladištenje, pošta i komunikacije	1.092,0	798,1	1.890,1
Nekretnine, izdavanje i biznis aktivnosti	937,9	1.720,8	2.658,7
Ukupno	8.663,4	7.533,8	16.197,2

<sup>48</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 18

<sup>49</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 18

**Tabela br. 39** Finansijske performanse 167 najvećih mađarskih kompanija u 2002. godini<sup>50</sup>

Kompanije	Godišnja prodaja po zaposlenom (u milionima HUF)	Operativni profit (u milionima HUF)	Bruto profit (u milionima HUF)	ROE (%)	ROA (%)
Svih 167 preduzeća	315,89	3.813,63	4.073,02	84,36	7,53
Ogranci multinacionalnih kompanija	347,48	4.734,69	4.348,71	179,45	9,73
Ostala preduzeća	297,23	3.269,76	3.910,24	28,21	6,23

U Mađarskoj je, kao i u većini drugih zemalja koje su prošle kroz proces tranzicije, zastupljena visoka koncentracija vlasništva kapitala, koja poseduje određene nedostatke, poput smanjenja podsticaja stejkholdera koji nisu vlasnici da ulažu u firmu, što je ograničavalo dalji razvoj kompanije. Po pitanju donošenja pravnih propisa u oblasti korporativnog upravljanja u Mađarskoj, se istima mogu pripisati tri razloga: (1) praktični, koji proizilazi iz same tranzicije, (2) eksterna tražnja, kao posledica tražnje međunarodnih organizacija kojima je Mađarska htela da pristupi i (3) interni razlozi, koji proizilaze iz interne logike pravnog sistema.<sup>51</sup>

U Mađarskoj, postoje dva osnovna načina izbora članova Odbora direktora, odnosno Upravnog odbora u javnim preduzećima. Najčešće korišćena metoda odnosi se na izbor i razrešenje direktora odlukom skupštine akcionara. Druga metoda, ukoliko je ista predviđena statutom kompanije, predviđa mogućnost da nadzorni odbor izabere, odnosno razreši člana (članove) Odbora. U slučaju privatnih kompanija, u kojima je zastupljen samo jedan akcionar, isti može da pruži pisane instrukcije odboru direktora, u vezi svih pitanja iz nadležnosti Odbora. U svim ostalim slučajevima, iako akcionari imaju diskreciono pravo da usvajaju rezolucije koje obavezuju odbor direktora, ne mogu da daju izričite instrukcije Odboru.<sup>52</sup>

Iako je prisutno opšte pravilo, shodno zakonima Mađarske, da akcionari nisu i ne mogu biti odgovorni za učinjena dela, odnosno propuste kompanije, oni mogu postati lično odgovorni za prevare, odnosno zloupotrebe. Osnovu za ovaj vid odgovornosti pruža svaka aktivnost koja je u suprotnosti sa materijalnim interesima društva.

Prema mađarskim propisima, odbor direktora, odnosno upravni odbor zadužen je za upravljanje kompanijom. Dakle, odbor donosi sve odluke, osim u slučajevima kada su one u nadležnosti skupštine akcionara, odnosno nadzornog odbora. Nadzorni odbor ima kontrolnu funkciju kompanije. Ovo vrši nadzor performansi upravnog odbora kompanije. Nadzorni odbor analizira finansijske izveštaje i podnosi svoje nalaze skupštini akcionara. U nekim slučajevima, za donošenje pojedinih odluka upravnog odbora, neophodna je i saglasnost nadzornog odbora.

<sup>50</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 48

<sup>51</sup> Czajlik, I., Vincze, J.: Corporate Law and Corporate Governance, The Hungarian Experience, Discussion Papers, MT- DP. 2004/11, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, 2004. godine, str. 22-23

<sup>52</sup> Dederick, D., Corporate Governance – Hungary, Getting the Deal Through, 2005. godine, sa sajta [www.GettingTheDealThrough.com](http://www.GettingTheDealThrough.com) dostupno dana 11.11.2012. godine

**Tabela br. 40** Pojedini zaključci u vezi primene OECD principa korporativnog upravljanja u Mađarskoj<sup>53</sup>

Princip	Zastupljeno	Zapaženo	Delimično uočeno	Materijalno neuočeno	Ne razmatrano
<b>Prava akcionara</b>					
Osnovna akcionarska prava			X		
Pravo na učešće u donošenju fundamentalnih odluka	X				
Kontrolni aranžmani treba da funkcionišu		X			
<b>Jednak tretman akcionara</b>					
Svi akcionari trebaju da budu tretirani jednako		X			
Zabrana insajderske trgovine	X				
Obelodanjivanje interesa			X		
<b>Uloga akcionara u korporativnom upravljanju</b>					
Poštovanje akcionarskih prava		X			
Obeštećenje kršenja prava		X			
Pristup informacijama		X			
<b>Obelodanjivanje i transparentnost</b>					
Standardi računovodstva i revizije			X		
Godišnja nezavisna revizija			X		
<b>Odgovornost Odbora</b>					
Postupanje odgovarajućom pažnjom			X		
Fer tretman svih akcionara		X			
Obezbeđenja funkcionisanja u skladu sa zakonom		X			
Odbor treba da izvršava određene ključne funkcije				X	
Odbor treba da donosi objektivne odluke			X		
Pristup informacijama	X				

U Mađarskoj je ostvaren uspešan prelazak sa planske ekonomije na tržišnu i ulazak u Evropsku uniju. Ovakav prelazak postignut je prvenstveno kroz stvaranje odgovarajućeg pravnog okruženja. Bez obzira na postignute rezultate još uvek postoje odstupanja između zakonske regulative i primene zakona, što je učestala pojava u novonastalim tržišnim ekonomijama. U mađarskoj privredi dominiraju strane i domaće kompanije sa jakim vlasnicima koji su većinski akcionari. U slučaju srednjih preduzeća, vlasnici i menadžeri su najčešće jedne iste osobe.

<sup>53</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 16

## 2.4. Determinante korporativnog upravljanja u Poljskoj

Na početku tranzicionog perioda, prvi naponi poljske vlade bili su usmereni na makroekonomsku stabilizaciju i liberalizaciju, odnosno pitanja koja su bila manje kontroverzna u odnosu na pitanje vlasničke transformacije. Sam proces privatizacije i institucionalnih promena sproveden je postepeno i oprezno, za razliku od navedenih procesa u Češkoj.

Tranzicioni proces u Poljskoj, kao i u većini drugih tranzicionih zemalja, koje su sprovodila slične mere, bio je uspešan prvenstveno zbog preduzetih mera, poput: održavanja izbalansiranog budžeta, održavanja stope inflacije, obezbeđivanja makroekonomskog ekvilibrijuma i obezbeđivanja određenog stepena ekonomske liberalizacije. Osnovni problem koji se, u tom periodu pojavio, bio je izbor modela, odnosno pravca privatizacije. Proces privatizacije predstavljao je kombinaciju tri pristupa: (1) komercijalnog koncepta prodaje državne svojine klasičnim modelom, (2) neekvivalentne privatizacije zasnovane na vlasništvu zaposlenih i (3) neekvivalentne privatizacije putem distribucije imovine među građanima. Zakon o privatizaciji predstavlja kombinaciju dve glavne opcije: liberalne koncepcije nakon prihvaćenih rešenja u zemljama u razvoju i pristupa koji potiče od poljskog radnog „self-management“ pokreta.

Osnovni ciljevi privatizacionog procesa u Poljskoj odnosili su se na:

- (1) Kreiranje tržišnih institucija, odnosno promenu ekonomskog sistema kroz stvaranje privatnih entiteta,
- (2) Rešavanje mikroekonomskih nedostataka i problema u državnim preduzećima,
- (3) Realizacija reformi na stabilan i održiv način,
- (4) Redukcija budžetskog deficita,
- (5) Rešavanje niza socijalnih problema prisutnih u državi.

Varšavska berza u Poljskoj započela je sa radom 1817. godine, ali je, zbog Drugog svetskog rata, kao i planske ekonomije nakon toga, bila zatvorena skoro pedeset godina. Berza se ponovo otvorila 1991. godine. Na početku su se na finansijskom tržištu pojavljivala samo javna preduzeća sa visokim nivoom tržišne kapitalizacije. Sada na poljskom finansijskom tržištu dominiraju uglavnom privatna preduzeća. Pri kraju procesa privatizacije, na tržištu su bile zastupljene akcije brojnih malih i srednjih preduzeća, osnovanih u poslednje dve decenije.<sup>54</sup>

Istorijski razvoj korporativnog upravljanja, odnosno pretpostavki za razvoj korporativnog upravljanja u Poljskoj može se predstaviti na sledeći način<sup>55</sup>:

- (1) 1934 – donošenje Kodeksa komercijalnih kompanija,
- (2) 1945-1989 – postojanje isključivo korporacija u vlasništvu vlade, odnosno države,
- (3) 1990 – započet proces masovne privatizacije,

<sup>54</sup> Kowalewski, O., Stetsyuk, I., Talavera, O.: Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-09, 2007. godine, str. 7

<sup>55</sup> Dorner, S.: Corporate Governance in Poland sa sajta

[http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user\\_upload/lehrstuhl\\_ind\\_en\\_uw/lehre/ws1112/CG1/Dateien/Pre-sentations/Corporate\\_Governance\\_in\\_Poland\\_-\\_slides.pdf](http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user_upload/lehrstuhl_ind_en_uw/lehre/ws1112/CG1/Dateien/Pre-sentations/Corporate_Governance_in_Poland_-_slides.pdf) dostupno dana 28.4.2013. godine

- (4) 1991 – otvaranje Varšavske finansijske berze,
- (5) 2001 – ažuriranje i modifikovanje Kodeksa komercijalnih kompanija,
- (6) 2002 – donošenje Kodeksa najbolje prakse za kompanije na Varšavskoj finansijskoj berzi (Kodeks prakse korporativnog upravljanja),
- (7) 2010 – ažuriranje i dopuna Kodeksa najbolje prakse Varšavske finansijske berze.

Kao i u većini zemalja u tranziciji i berza u Poljskoj je započela sa radom bez adekvatne institucionalne infrastrukture. Po uzoru na ostale zemlje iz regiona, Varšavska berza je započela sa primenom principa korporativnog upravljanja 2001. godine. Osnovan je „Komitet najbolje prakse“, koji se sastojao iz predstavnika vlade i industrije, a čiji je cilj bio stvaranje Kodeksa prakse za kompanije. Prvi Kodeks predstavljen je 2002. godine, nakon čega je kompanijama bilo omogućeno da poštuju sve ili samo pojedine odredbe Kodeksa. Od donošenja, pa do danas, Kodeks je, po uzoru na praksu, a shodno preporukama Evropske komisije, bio modifikovan dva puta. Međutim, iako većina kompanija poštuje odredbe Kodeksa, isto se odnosi samo na pojedina, a ne na sva pravila Kodeksa.

Kodeks u svom prvom poglavlju sadrži preporuke za kompanije. Kodeks je baziran i povezan sa OECD principima korporativnog upravljanja, EASD principima korporativnog upravljanja i britanskim Kodeksom korporativnog upravljanja. Kodeks, između ostalog, predviđa i godišnje objavljivanje rangiranja na osnovu korporativnog upravljanja putem Poljskog foruma za korporativno upravljanje.

Poljski kodeks korporativnog upravljanja (The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies) je nastao kao posledica smanjenjem poverenja u poljsko tržište kapitala, što je bilo izazvano brojnim slučajevima kršenja prava manjinskih akcionara, insajderskog trgovanja informacijama, blokiranja primene korporativnih prava i sl. Kodeks je pripremljen nakon niza konsultativnih procesa i sastanaka održanih u periodu od decembra 2001. godine do aprila 2002. godine. Opšte prihvaćani stav na nacionalnom i internacionalnom tržištu kapitala glasi da je neophodna zaštita prava manjinskih akcionara. Ostvarivanjem prethodno navedenog cilja, ostvaruje se efektivnije i dinamičnije tržište. Kodeks se bavi i pitanjem strukture vlasništva u slučaju dominantnog kontrolnog stejkholdera, ali i u slučaju disperzije akcionarske baze. Naglašava se značaj jačanja nadzornog odbora, odnosno uticaja istog nad dominantnim akcionarima i menadžmentom, postiže na način što su najmanje dva člana nadzornog odbora nezavisna. Značajan deo Kodeksa odnosi se i na postizanje transparentnosti u poslovanju i primeni principa korporativnog upravljanja. Implementacija Kodeksa podržana je formalnim zahtevom u vidu obaveznog učešća kompanija na Varšavskoj finansijskoj berzi. Takođe, Poljski forum korporativnog upravljanja u saradnji s Asociacijom individualnih akcionara teži ostvarivanju godišnjeg objavljivanja rejtinga po pitanju implementacije korporativnog upravljanja, odnosno njegovih principa.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies, Polskie Forum Corporate Governance, June, 2012. godine, str. 3-4



Osnovni principi predmetnog Kodeksa su<sup>57</sup>:

- (1) Osnovni cilj kompanije treba da bude delovanje u pravcu zajedničkog interesa svih stejkholdera, odnosno akcionara, što treba da stvori novu vrednost.
- (2) Sastav nadzornog odbora treba da olakša uočavanje objektivnih propusta kompanije uz naglašavanje interesa manjinskih akcionara.
- (3) Snaga nadzornog odbora i propisi kompanije treba da obezbede efektivnost nadzornog odbora i omoguće zaštitu interesa svih stejkholdera.
- (4) Sastanci akcionara treba da budu sazvani i organizovani na način da se ne krše interesi, kao i prava akcionara. Kontrolni, odnosno dominantni akcionar ne sme sputavati i ograničavati ostale akcionare u efektivnom ostvarivanju njihovih korporativnih prava.
- (5) Kompanija ne treba da primenjuje mere za zaštitu od preuzimanja suprotno interesima akcionara. Promene u učešću u kapitalu kompanije ne smeju da krše interese postojećih akcionara.
- (6) Kompanija treba da obezbedi efektivan pristup informacijama, koje su neophodne za evaluaciju trenutne pozicije kompanije, njenih budućih perspektiva, kao i načina na koji kompanija posluje i primenjuje principe korporativnog upravljanja.
- (7) Proces imenovanja revizora treba da obezbedi nezavisnost njegovog mišljenja.

Kodeks definiše osnovna prava akcionara, kao i njihov tretman od strane upravnih organa. Akcionari imaju pravo da učestvuju na sednici Skupštine akcionara. Dozvoljeno je da određene akcije obezbeđuju višestruko pravo glasa (do pet glasova). Novim komercijalnim kodeksom ovo pravo redukovano na dva glasa. Kompanije zastupljene na Varšavskoj berzi prate primenu principa „jedna akcija – jedan glas“. Takođe, zastupljene su i preferencijalne akcije, koje svojim nosiocima pružaju pravo da biraju, odnosno smenjuju članove upravnih organa. Sednice Skupštine akcionara se javno objavljuju. Objava o održavanju Skupštine treba da bude najmanje tri nedelje objavljena, zajedno sa agendom, odnosno programom. Na Skupštini se mogu razmatrati samo pitanja predviđena agendom.

Kodeks se posebno bavi pitanjem objavljivanja i transparentnosti informacija, kao i revizijom, pri čemu je ova oblast, sa aspekta zastupljenosti pravnih propisa, odnosno definisanja istih Kodeksom, usklađena sa evropskom praksom. Usvojeni Kodeks iz 2002. godine (revidiran 2005. godine) uključivao je određene stavke koje nisu bile prisutne u poljskom Zakonu o korporacijama, a to su:

- (1) Najmanje 50% članova nadzornog odbora treba da budu nezavisni,
- (2) Odluke generalnog skupa akcionara treba da budu formulisane na način da postoji mogućnost ulaganja prigovora, odnosno tužbe,
- (3) Revizori mogu biti menjani najmanje svakih pet godina,
- (4) Specijalni kontrolor treba da bude nezavistan,
- (5) Kada kompanija otkupljuje svoje akcije, svi akcionari treba da imaju jednako pravo da prodaju svoje akcije i sl.

---

<sup>57</sup> The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies, Polskie Forum Corporate Governance, June, 2012. godine, str. 5

Poljski forum za korporativno upravljanje (The Polish Corporate Governance Forum - PCGF) predstavlja nezavisno telo, odnosno inicijativu Gdansk Instituta za tržišnu ekonomiju. Poljski forum obezbeđuje aktuelne i ažurne informacije o najznačajnijim radovima, istraživačkim aktivnostima i događajima u vezi korporativnog upravljanja u Poljskoj i Centralnoj i Istočnoj Evropi. Njegov cilj je da se informiše i unapređuje znanje i sticanje iskustva za implementaciju, odnosno poboljšanje implementacije korporativnog upravljanja u državi.<sup>58</sup>

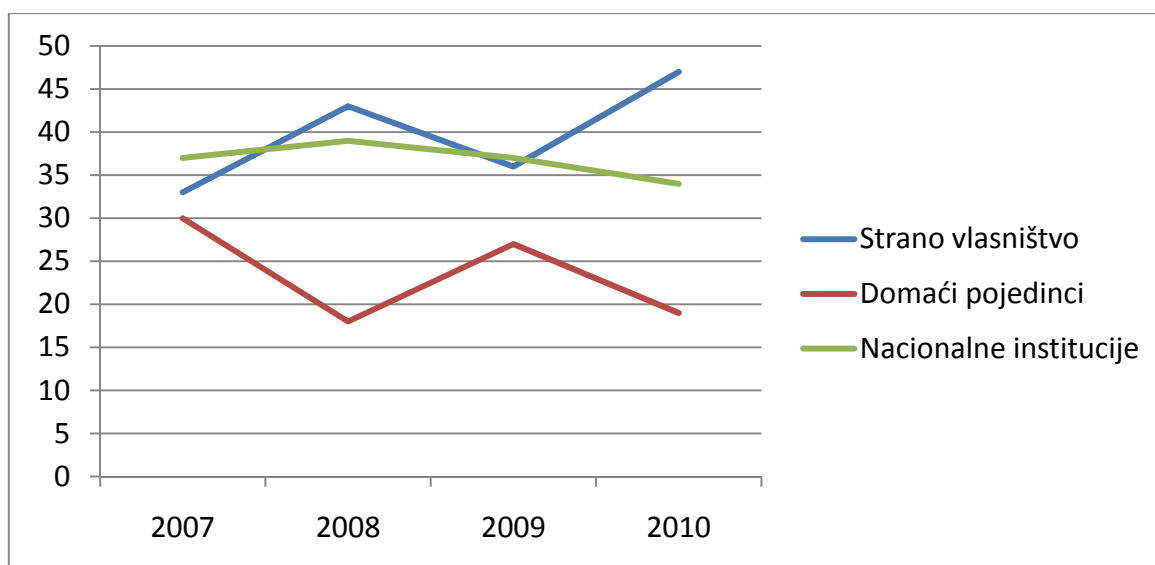
Razvoj Poljske berze i rastuće učešće stranih investitora poboljšavalo je i unapredilo standarde korporativnog upravljanja. Pojedini autori smatraju da Poljska i Mađarska imaju najstrožije i najrigidnije regulatorne mehanizme u cilju zaštite investitora od menadžmenta u odnosu na ostale zemlje u regionu. Osim toga, ove dve zemlje su uložile značajne napore u poboljšanje najčešće zanemarivanih zakonskih aspekata tranzicionih ekonomija. Prema sprovedenom istraživanju u vezi finansijskog razvoja 25 zemalja Evropske unije iz 2006. godine autori Allen, Bartiloro i Kowalewski navode da se nivo zaštite investitora nalazi na nivou ranijih članica Evropske unije. Takođe, u Poljskoj je zapažen visok nivo koncentracije vlasništva, iz čega se izvodi zaključak da poljske korporacije funkcionišu pod snažnim uticajem strateških ili kontrolnih investitora. Ono utiče na slabljenje prava manjinskih akcionara i nižu isplatu dividendi. Shodno tome, u narednom periodu se očekuju promene u domenu zaštite prava manjinskih akcionara. Na ovom polju značajan uticaj imaju Svetska banka i Poljski forum za korporativno upravljanje, koji za cilj imaju zaštitu prava akcionara.

Navedeni empirijski rezultati ukazuju na činjenicu da je korporativno upravljanje značajna odrednica u definisanju dividendne politike poljskih kompanija. Takođe, korporativna praksa u Poljskoj je veoma razvijena i snažna, a korporativni standardi visoki. Navedene činjenice potvrđuju da je korporativno upravljanje značajna determinanta dividendne politike u svim zemljama u tranziciji.

Neophodno je napomenuti da su poljski pravni propisi iz oblasti korporativnog upravljanja veoma slični onima u Austriji i Nemačkoj. Predviđeno je postojanje nadzornog odbora i odbora direktora. Ne postoji obaveza postojanja predstavnika zaposlenih u Odboru, osim u slučaju privatizovanih kompanija. Akcije se mogu podeliti u dve grupe: (a) one koje pružaju pravo glasa (s jednim ili najviše 5 prava glasa) i (b) akcije bez prava glasa, koje ne omogućavaju učešće u odlučivanju, već samo garantuju dividendu. Pri tome je potrebno napomenuti da kompanije sa visokim učešćem stranog vlasništva, imaju transparentniju strukturu korporativnog upravljanja. Pri tome, neophodno je napomenuti da je, na osnovu studije iz 2009 godine: Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, primena Poljskog kodeksa korporativnog upravljanja daleko ispod evropskog proseka.<sup>59</sup>

<sup>58</sup> Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies – A Handbook, Center for International Private Enterprise, March 2010, str. 32

<sup>59</sup> Dorner, S.: Corporate Governance in Poland sa sajta [http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user\\_upload/lehrstuhl\\_ind\\_en\\_uw/lehre/ws1112/CG1/Dateien/Pre-sentations/Corporate\\_Governance\\_in\\_Poland\\_-\\_slides.pdf](http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user_upload/lehrstuhl_ind_en_uw/lehre/ws1112/CG1/Dateien/Pre-sentations/Corporate_Governance_in_Poland_-_slides.pdf) dostupno dana 28.4.2013. godine



**Grafik br. 8** Vlasnička struktura kompanija na Varšavskoj finansijskoj berzi<sup>60</sup>

Iz predstavljenog grafika, a na osnovu podataka Varšavske finansijske berze je vidljivo da u posmatranom periodu, najveći broj kompanija nalazio se u vlasništvu stranih investitora, pri čemu je kulminacija zabeležena u 2010. godini. Najmanji broj kompanija nalazi se u vlasništvu fizičkih lica, odnosno pojedinaca. Broj kompanija u vlasništvu nacionalnih institucija pokazuje najviši nivo konstantnosti, odnosno nepromenljivosti tokom godina.

Neophodno je napomenuti da je, prema podacima Centralne Statističke Kancelarije (Central Statistical Office) iz 2005. godine, privatizacioni proces u Poljskoj značajno promenio poljsku ekonomiju, stvorivši 220.000 novih privatnih kompanija, kao i oko 2,8 miliona preduzeća u vlasništvu jednog lica, odnosno porodičnih biznisa. To čini ukupno 97% svih registrovanih kompanija, pri čemu 70% radne snage stvara 75% GDP-a.

Institucionalizovano tržište je strogo regulisano Aktom o javnoj trgovini akcijama (Act on Public Securities Trading). Po pitanju organizacije, zastupljen je stav da je Varšavska berza verovatno jedna od najboljih berzi u postkomunističkim zemljama. Međutim, lista nedostataka organizovanog tržišta hartija od vrednosti Poljske je i dalje velika. Tržište je visoko koncentrisano. Postoji dominacija velikih preduzeća, pri čemu ima veoma malo srednjih i malih preduzeća. Ipak, od 2004. godine, negativni trendovi postepeno prestaju da postoje. Berza je počela da raste, kako po pitanju broja obrta, odnosno obavljenih transakcija, tako i po pitanju broja kompanija. Vlasništva i kontrola u poljskim kompanijama su visoko koncentrisani, sa izuzetno malom disperzijom akcija. Prosečno, najveći akcionar kompanije najčešće poseduje 40% ukupnog broja akcija, dok je taj procenat po nekim izvorima čak i 45%. U slučaju manjih preduzeća, taj procenat dostiže čak i 70%.<sup>61</sup>

Poljska privatizacija i korporativno upravljanje su veoma ekstenzivni i pokrivaju sve oblika vlasničke transformacije, kao i funkcionisanje finansijskih tržišta. Stvoreni su

<sup>60</sup> www.gvp.pl dostupno dana 15.5.2013. godine

<sup>61</sup> Mortimer, T.: Corporate Governance in Poland, Corporate Ownership & Control / Volume 7, Issue 2, Winter 2009 – Continued – 3, Virtus Interpress, 2009. godine, str. 387

snažni uslovi za razvoj korporativnog upravljanja i tržišta kapitala. Međutim, mehanizmi se u praksi često ispoljavaju kao nedovoljni, što se može pripisati odsustvu koherentnosti u vlasničkoj transformaciji i razvoju privatnih vlasničkih odnosa, kontradiktornosti u državnoj politici, ponekad slaboj primeni pravnih propisa i ostalih oblika pravne regulative.

## 2.5. Determinante korporativnog upravljanja u Hrvatskoj

U Hrvatskoj postoji oko 3.000 akcionarskih društava, što predstavlja više od dva procenata ukupnog broja preduzeća. Prema zakonu o privrednim društvima iz 1993. godine, zastupljeni su i drugi pravni oblici, ali samo akcionarska društva mogu da trguju na organizovanim berzama: Zagrebačka berza je osnovana 1991. godine i Varaždinska berza 1993. godine.<sup>62</sup>

Investicioni fondovi regulisani su Zakonom o privatizaciji investicionih fondova iz 1997. godine i Zakonom o investicionim fondovima iz 1995. godine, kao i zakonom koji se bavi pitanjem hartija od vrednosti. Sedam privatizacionih fondova nalazi se na berzanskom tržištu u Varaždinu. Oni su 2000. godine obuhvatali oko 20 procenata ukupnog trgovanja. Osim njih, još oko 480 drugih kompanija je povremeno, odnosno privremeno trgovala na pomenutoj berzi. Ukupan broj kompanija koje su listane na berzi je veoma teško utvrditi, kako objavljivanje kompletnih informacija o vlasništvu nije bilo obavezno.

**Tabela br. 41** Spisak sektora zastupljenih na Zagrebačkoj berzi u decembru 2000. godine<sup>63</sup>

Sektor	Tržišna vrednost (u HRK 000)	Procenat u ukupnoj tržišnoj vrednosti	Sektor	Tržišna vrednost (u HRK 000)	Procenat u ukupnoj tržišnoj vrednosti
<b>Industrija</b>			<b>Finansije</b>		
Prehrambena	1.744,2	7,8	Bankarstvo	6.909,8	30,8
Laka	55,6	0,3	Osiguranje	268,3	1,2
Drvo i hartija	23,1	0,1	Ostalo	0	0
Hemijska	9.700,5	43,3	<b>Usluge</b>		
Građevinski materijal	309,3	1,3	Veleprodaja i maloprodaja	0	0
Građevina	0	0	Konglomerati	0	0
Elektroindustrija	91,9	0,4	Telekomunikacije i IT	0	0
Metali	57,2	0,3	Ostalo	2.955,5	13,2
Ostalo	307,9	1,4			
<b>Ukupno</b>					<b>100,00</b>

<sup>62</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 2, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

<sup>63</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 37, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

**Tabela br. 42** Tržišna kapitalizacija deset kompanija čijim se hartijama od vrednosti najviše trgovalo na Zagrebačkoj berzi, na dan 31.12.2000. godine <sup>64</sup>

Kompanija	Tržišna kapitalizacija (u milionima KHR)	Procenat tržišne kapitalizacije
Pliva	9,701	43,7
Zagrebačka banka	3,935	17,7
Privredna banka Zagreb	1,416	6,4
Jadranski naftovod	1,114	5,0
Podravka prehrambena industrija	838	3,8
Zagrebačka pivovara	546	2,5
Plava Laguna	533	2,4
Varaždinska banka	404	1,8
Riječka banka	398	1,8
Riviera Holding	310	1,4

**Tabela br. 43** Tržišna kapitalizacija deset kompanija čijim se hartijama od vrednosti najviše trgovalo na Varaždinskoj berzi, na dan 31.12.2000. godine <sup>65</sup>

Kompanija	Tržišna kapitalizacija	Procenat tržišne kapitalizacije
Jadranski naftovod	1.115.011.846,00	16,41
Našicecement	309.277.920,00	20,96
Riviera Holding	295.934.877,00	25,32
Dalmacijacement	289.600.000,00	29,58
Tvornica duhana Zagreb	227.365.600,00	32,93
Kraš	222.661.160,00	36,20
Plava Laguna	207.611.766,36	39,26
Istraturist	186.999.800,00	42,01
Ericsson Nikola Tesla	166.456.250,00	44,46
Jadranturist	162.425.984,00	46,85

Komisija za hartije od vrednosti (CroSec) predstavlja administrativno telo odgovorno za licenciranje i monitoring emitenata, posrednika, investicionih fondova, portfolio menadžera, brokera i savetnika, kao i investitora. Osnovana je 1996. godine. Komisija je bila formirana sa namerom da prati i istražuje sve hartije od vrednosti, odnosno trgovanje sa njima. Radom Komisije upravlja predsednik. Članovi Komisije se predlažu od strane Vlade Hrvatske, a imenovani su od strane Hrvatskog parlamenta, odnosno Sabora. Predsednik Komisije se bira iz redova članova Komisije i predsednika imenuju narodni poslanici. Članovi Komisije treba da imaju odgovarajuću stručnost, ekspertizu i sposobnost za rad. Rad Komisije je finansiran iz fonda budžeta. <sup>66</sup>

Zakon o privrednim društvima propisuje osnovna prava akcionara i njihov tretman od strane organa vlasti. Kao i u ostalim zemljama, postoje dve osnovne vrste akcije:

<sup>64</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 38, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

<sup>65</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 43, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

<sup>66</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 4, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

prioritetne i obične. Vlasnici običnih akcija imaju pravo glasa. Prioritetne akcije ne podrazumevaju pravo glasa prilikom odlučivanja, osim u slučajevima kada se ne isplaćuju dividende. Ukupan nominalni iznos povlašćenih akcija ne može biti veći od 50% ukupnog kapitala preduzeća. Prema spomenutom Zakonu, odgovornost za održavanje, odnosno ažuriranje osnovnog registra ima svaka kompanija, koja može da se registruje. Samo osoba čije je ime upisano u registar akcija se smatra pravnim vlasnikom akcija. U nekim slučajevima, postojale su snažne kritike upućene na račun visokih taksi i obimne dokumentacije koja se podnosi prilikom registracije akcija.

Kompanije su u obavezi da sazovu skupštinu akcionara najmanje jednom godišnje. Vanredni sastanci mogu biti sazvani od strane kompanija na zahtev najmanje 5% akcionara. Zakon o privrednim društvima ne predviđa kvorum neophodan za održavanje validne skupštine, jer je to pitanje prepušteno kompanijama, koje isto rešavaju statutom. Sastanak i program treba da budu objavljeni najmanje 30 dana pre dana održavanja istog.<sup>67</sup>

Zakon o privrednim društvima reguliše sve značajne akvizicije akcija (25% ili više od osnovnog kapitala), zahtevajući da se kupovina mora bez odlaganja objaviti. Objavljivanje se vrši u nacionalnom službenom javnom glasilu. Osim toga, shodno odredbama Zakona o preuzimanju akcionarskih društava, nakon kupovine 25% ili više akcija društva, investitor ima obavezu da u roku od sedam dana obavesti Komisiju za hartije od vrednosti i objavi ponudu za preuzimanje. Tender se ne traži ako se povećanje osnovnog kapitala vrši od strane privatnog lica i ukoliko je povećanje učešća odobreno od strane akcionara. Takođe, mehanizam za podešavanje cena za tenderske ponude nije određeno zakonom ili drugim propisima. Nakon objavljivanja tenderske ponude, investitor ima pravo na pristup listi akcionara. Ukoliko manje od 50 odsto akcionara prihvati ponudu, tender se može povući.

Zakon o privrednim društvima predviđa pravo akcionara da glasaju na zajedničkim sastancima. Statutom kompanije se određuju specifična pitanja u vezi glasanja i održavanja skupštine. Odluke o ključnim pitanjima, kao što su izmene i dopune statuta kompanije, povećanja, odnosno smanjenje osnovnog kapitala, treba da bude prihvaćeno od strane najmanje 75% akcionara.

Zakon o privrednim društvima propisuje da nadzorni odbor obavlja svoje dužnosti sa punom odgovornošću. Od nadzornog odbora, kao i od upravnog odbora, se očekuje da poslovanje vodi racionalno. Ova široka definicija dužnosti i odgovornosti ukazuje na to da članovi odbora imaju obaveze prema svim zainteresovanim licima, iako odgovornost nije posebno definisana. Članovi upravnog odbora odgovaraju sa ličnom imovinom za postupke koji su doveli do nanošenja štete kompaniji. Može se izvesti zaključak ne postoje kodeksi prakse koji su razvijeni od strane poslovnih organizacija i nevladinih organizacija.

Treba istaći da je eksterna revizija neadekvatna, što znači da ima ograničena ovlašćenja i da se ista ne realizuje na odgovarajući način.

---

<sup>67</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 8, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

**Tabela br. 44** Pregled trgovanja hartijama od vrednosti na Varaždinskoj berzi po godinama <sup>68</sup>

Godina	Broj hartija od vrednosti kojima se trgovalo	Broj transakcija	Prosečan dnevni promet – broj obrta (USD)	Ukupan promet (USD)
1993.	18	87	5.057,13	905.225,62
1994.	47	158	29.882,28	7.530.335,60
1995.	75	346	55.950,46	14.043.565,77
1996.	48	7.380	68.107,71	17.231.249,77
1997.	96	13.216	166.126,33	42.196.062,26
1998.	67	4.436	78.436,45	19.765.986,39
1999.	249	6.551	230.417,03	58.525.924,75
2000.	122	8.742	277.830,06	33.895.267,40

Na osnovu ROSC analize koja se odnosi na stanje u Hrvatskoj i potrebe da se implementiraju principi OECD i institucionalnih kapaciteta, kako bi se efikasno primenjivali, određena pitanja još uvek zahtevaju dodatnu pažnju. Preporuke su usmerene na jačanje četiri ključnih oblasti<sup>69</sup>:

- (1) otkrivanje vlasničkih i upravljačkih struktura,
- (2) ulogu i efikasnost skupštine akcionara,
- (3) poslovnu praksu za rad nadzornih odbora,
- (4) nezavisnu ulogu revizora.

Cilj ROSC-ove inicijative jeste da se identifikuju slabosti koje mogu doprineti ekonomskoj i finansijskoj osetljivosti zemlje. Svaka ROSC procena korporativnog upravljanja polazi od zakonskog i regulatornog okvira, kao i prakse i poštovanje principa u društvima. Ona procenjuje postojeći okvir u odnosu na međunarodno prihvaćene pokazatelje.

Činjenica je da principi korporativnog upravljanja treba da štite prava akcionara. Osnovna prava akcionara treba da se odnose na: siguran metod registracije vlasništva i prenos akcija, dobijanje relevantnih informacija o kompaniji blagovremeno i u redovnim vremenskim intervalima, učestvovanje akcionara u radu (glasanju pri skupštini akcionara), izbor članova nadzornog odbora i ostvarivanje prava na udeo u dobiti kompanije. Treba istaći da akcionari imaju pravo da učestvuju u radu, da budu informisani i da učestvuju u donošenju odluka u vezi korporativnih promena. Oni imaju pravo na izmene i dopune dokumenata koja regulišu funkcionisanje društva, ovlašćenja dodatnih akcija, dobijanje informacija o vanrednim transakcijama i sl. Osim toga, akcionari treba da učestvuju u glasanju na sastancima i treba da budu informisani o pravilima rada, uključujući i procedure glasanja, kojima se reguliše rad skupštine akcionara. Principi korporativnog upravljanja treba da obezbede jednak, odnosno istovetan tretman svih akcionara, uključujući i manjinske akcionare i akcionare iz inostranstva. Svi akcionari treba da imaju mogućnost da se zaštite u slučaju nepošto-

<sup>68</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 42, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

<sup>69</sup> Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001, str. 14, sa sajta [www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf) dostupno dana 15.5.2013. godine

vanja njihovih prava. Sve informacije treba da budu pripremljene, kontrolisane i objavljene saglasno računovodstvenim i finansijskim standardima. Reviziju je potrebno od strane nezavisnog revizora sprovoditi najmanje jedanput godišnje, a u cilju provere i obezbeđivanja tačnosti finansijskih izveštaja.

## 2.6. Determinante korporativnog upravljanja u Bosni i Hercegovini

Korporativno upravljanje u Bosni i Hercegovini još uvek nije u potpunosti prisutno, iako su mnogobrojni segmenti predmetne oblasti regulisani. Najznačajniji propisi koji se, na direktan ili indirektan način, bave korporativnim upravljanjem su, između ostalog: (1) Zakon o preduzećima, (2) Zakon o javnim preduzećima, (3) Zakon o računovodstvu i reviziji, (4) Zakon o bankama, (5) Zakon o javnim preduzećima, (6) Zakon o preuzimanju akcionarskih društava i sl. Pri tome je bitno napomenuti da su u Republici Srpskoj usvojeni Standardi korporativnog upravljanja, ali je primena istih u većini preduzeća još uvek nedovoljna.<sup>70</sup>

Korporativno upravljanje se zasniva na nizu zakona i drugih propisa koji regulišu predmetnu oblast (propisi predstavljaju formalna pravila). Neformalna pravila su definisana unutar ili između kompanija. Korporativno upravljanje u svom punom značenju nije prisutno u Bosni i Hercegovini, ali entitetsko zakonodavstvo je regulisalo pojedine segmente tog sistema. Ova predmetna oblast nije dovoljno obuhvaćena kako u teoriji, tako ni u praksi Bosne i Hercegovine. Napredci u ovoj oblasti napravljeni su u smislu organizovanja određenog broja simpozijuma i međunarodnih konferencija o korporativnom upravljanju od strane Banjalučke berze u 2006. i 2007. godini.<sup>71</sup>

U Bosni i Hercegovini su pored Zakona o bankama, doneti i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava i Zakon o privrednim društvima. Ovi zakoni regulišu procedure upravljanja akcionarskih društava. Zakonom o privrednim društvima predviđa da su organi upravljanja akcionarskog društva skupština, nadzorni odbor i uprava. U Zakonu je navedeno da nadzorni odbor čine predsednik i najmanje dva člana, koje imenuje i razrešava skupština, s tim da ukupan broj članova nadzornog odbora mora biti neparan. Na ovaj način, direktor i član uprave akcionarskog društva ne može biti ni predsednik, niti član nadzornog odbora. Takođe, jedno lice ne može istovremeno biti predsednik ili član nadzornog odbora u više od tri društva. Uprava društva organizuje rad i rukovodi poslovanjem, zastupa i predstavlja akcionarsko društvo i odgovara za zakonitost poslovanja.

Shodno navedenom, može se izvesti zaključak da je korporativno upravljanje u Bosni i Hercegovini regulisano zakonskim propisima. Međutim, osnovni problem je i dalje nedovoljno razrađen sistem korporativnog upravljanja. Izgradnja odgovarajućeg zakonskog okvira i donošenja adekvatnih zakonskih propisa su od ključnog značaja za savremeno korporativno upravljanje, pre svega u zemljama u tranziciji, jer loši zakonski sistemi ostavljaju više prostora za različite zloupotrebe i ugrožavanje inte-

---

<sup>70</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjersvo i menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 133

<sup>71</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjersvo i menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 133



resa akcionara. U Republici Srpskoj usvojeni su Standardi korporativnog upravljanja čija je primena neadekvatna u najvećem broju preduzeća. Samo u preduzeću Telekom Srpske formirano je odeljenje korporativnog upravljanja, ali je i ova kompanija još uvek daleko od toga da poštuje sve principe. Ni jedno društvo nema na internet stranici potpune podatke. Na skupštinama akcionara manjinski akcionari nisu prisutni, nisu informisani o bitnim pitanjima, ne poznaju svoja prava, ne mogu uticati na donošenje pojedinih odluka. U većini preduzeća menadžment preko insajderskih informacija i punomoćnika upravlja akcionarima. Ono je naročito prisutno kada su akcije razučene, kada ima veliki broj malih akcionara, koji nisu upoznati sa svojim pravima ili su istovremeno zaposleni, te nisu u stanju da razgraniče svoja prava iz rada, kao i vlasnička prava.<sup>72</sup>

U procesu privatizacije osnovane su stotine društava čijim akcijama se trguje na berzama. Sprovedene reforme obuhvataju zakone kojima se unapređuje upravljanje državnim preduzećima, formiranje nove državne komisije za računovodstvo i reviziju, izradu zajedničke elektronske platforme za lokalne registre preduzeća. Reforme obuhvataju izradu novih zakona o hartijama od vrednosti, zatim i zakona o investicijskim fondovima. Međutim i dalje postoje otvoreni određeni izazovi. Dva entiteta imaju nekoliko osnovnih slabosti: ulagači nemaju dovoljno zaštite; ključne informacije za brojna društva nisu dostupne ili su nekvalitetne; dužnosti članova odbora su nejasne, a obaveze ograničene. Entitetske komisije za hartije od vrednosti imaju ograničene nadležnosti i resurse za kontrolu velikog broja emitentata. Ne postoji kodeks korporativnog upravljanja, a informisanost o tom upravljanju je ograničena. Takođe, postoje značajne razlike između entitetskog pristupa korporativnom upravljanju, što može biti izvor dodatnih troškova i nejasnoće među stranim i domaćim učesnicima.

Ocena pravnog okvira kvaliteta korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj, kao entitetu Bosne i Hercegovine, bila je analizirana 2002. godine „Uporednom analizom korporativnog upravljanja i prava akcionara u zemljama Centralne i Istočne Evrope“, koja je realizovana u okviru programa „Partneri za finansijsku stabilnost“. Analiza je obuhvatala rešenja i mehanizme korporativnog upravljanja ugrađenih u domicilna zakonodavstva ovih država. Predmet analize su bila i sledeća zakonska rešenja<sup>73</sup>:

- (1) rok za objavljivanje godišnje Skupštine akcionara: najčešće rešenje 30 dana pre održavanja godišnje Skupštine (u Republici Srpskoj 21 dan),
- (2) vrsta akcija: najčešće rešenje i na donosioca i na ime (u Republici Srpskoj na donosioca i na ime),
- (3) rokovi za registraciju akcionara i deponovanje akcija: najčešće rešenje sedam dana pre održavanja godišnje sednice Skupštine ili je isto preneto u Statut (u Republici Srpskoj preneto u Statut),
- (4) pravo akcionara na sazivanje Skupštine akcionara: najčešće rešenje 10% vrednosti akcija (u Republici Srpskoj 10% akcija sa pravom glasa),

---

<sup>72</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjersvo i menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 134

<sup>73</sup> Kozlik, M: Problemi zaživljavanja korporativnog upravljanja u privredama u tranziciji sa posebnim osvrtom na stanje u Republici Srpskoj – magistarski rad, Panevropski Univerzitet, Banja Luka, 2012. godine, str. 139-140

- (5) pravo akcionara na dopune dnevnog reda: najčešće rešenje 10% vrednosti osnovnog kapitala (u Republici Srpskoj takođe),
- (6) ograničenje glasačkog prava: najčešće rešenje se Statutom ograničava na princip „jedna akcija jedan glas“ (u Republici Srpskoj određeno zakonom),
- (7) uslovi za glasanje putem punomoćnika: najčešće rešenje je potrebna pismena punomoć, pri čemu punomoćnik ne može biti član organa uprave (u Republici Srpskoj ne može biti član Upravnog odbora),
- (8) zahtev za kvorum: najčešće rešenje više od 50% vrednosti osnovnog kapitala (u Republici Srpskoj isto).

Napred navedeno nameće zaključak da su zakonska rešenja u Republici Srpskoj, u oblasti korporativnog upravljanja, uglavnom u okvirima rešenja ostalih zemalja Centralne i Istočne Evrope, odnosno da ne postoje značajna odstupanja. Za unapređenje korporativnog upravljanja u cilju bolje zaštite ulagača, jačanja nadzora nad preduzećima i poverenja u tržište kapitala biće neophodne dugoročne i dalekosežne reforme. Nedavno realizovane reforme treba da se u potpunosti implementiraju, a entitetski zakoni o preduzećima temeljno revidirati, te uskladiti i međusobno i sa zahtevima EU-a. Ovi naponi se trebaju kombinovati sa obukom i drugim programima za informisanje o korporativnom upravljanju. Potrebno je proširiti nadležnost komisija za hartije od vrednosti

Bosna i Hercegovina (BiH) je podeljena na dva entiteta – Federaciju Bosne i Hercegovine (FBiH) i Republiku Srpsku (RS) i autonomni Distrikt Brčko. Proces privatizacije u svakom od entiteta je doveo do formiranja velikog broja javnih akcionarskih društava, gde su hiljade građana postali akcionari. Međutim, privatizacija još uvek nije završena, a mnoga društva, uključujući i ona najveća i dalje se značajnim delom nalaze u državnom vlasništvu.

Rat i dislociranje kao posledica rata rezultirali su relativno malim brojem velikih društava. Prije rata, privredom BiH su dominirala velika državna preduzeća, koja su obavljala delatnost na teritoriji cele bivše Jugoslavije. Rat je doveo do kolapsa unutrašnje jugoslovenske trgovine, značajna oštećenja proizvodnih objekata i podelu mnogih krupnih preduzeća. Posledice su da Bosna i Hercegovina ima manji broj velikih preduzeća, posebno privatnih, u odnosu na druge zemlje Jugoistočne Evrope.<sup>74</sup>

S početkom 2002. godine, aktivnosti entitetskih berzi ubrzano rastu. Svaki entitet ima svoju berzu, Sarajevsku berzu u Federaciji BiH i Banjalučku berzu u Republici Srpskoj. Obe su počele s radom 2002. godine. Tokom protekle dve godine, na svakoj berzi je došlo do značajnog porasta broja društava, prometa, kapitalizacije tržišta i najvažnijih tržišnih indeksa. Dve berze imaju preko 14000 društava. Skoro sva društva su prijavljena na svom „slobodnom tržištu“ i ne ispunjavaju formalne uslove za uvrštavanje na listu. Krajem 2005.godine, 1579 društava je bilo raspoloživo za trgovanje na dve berze, uključujući 24 privatizacijsko-investicijska fonda (PIF-ovi); PIF-ovi i još tri društva u Republici Srpskoj su na listi „zvaničnog tržišta“. Društva koja su na zvaničnom tržištu moraju ispunjavati određene uslove za stavljanje na listu. Društvo se automatski registruje na slobodnom tržištu kada broker primi nalog da kupi ili proda akcije tog

---

<sup>74</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo i menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 135

društva, a izdavanje se unosi u entitetski Centralni registar akcionara. Iako su spajanja društava i njihova transformacija u društva sa ograničenom odgovornošću dovela do skidanja malog broja društava sa liste na svakom tržištu, ukupan broj društava za trgovanje značajno je porastao u proteklih nekoliko godina. Tokom tipičnog radnog dana, na Sarajevskoj berzi se trguje akcijama 45 do 55 društava, a 35-45 društava na Banjalučkoj berzi. Trgovanje je uglavnom koncentrisano: preko pet društava na Banjalučkoj berzi čime je obuhvaćeno 44% trgovanja tokom 2004. PIF-ovi su među društvima čijim akcijama se najaktivnije trguje na svakoj berzi. Generalno posmatrano dnevno: na Sarajevskoj berzi, deset PIF-ova je činilo 33% prometa u 2005. godini, a 13 PIF-ova na Banjalučkoj berzi činilo je 25% prometa. Akcijama mnogih drugih društava se trguje samo nekoliko puta godišnje, pa ponekad i ređe.<sup>75</sup>

**Tabela br. 45** Indeks antidirektorskih prava zemalja u tranziciji 2000. godine<sup>76</sup>

Država	Indeks antidirektorskih prava u pojedinim posmatranim zemljama u tranziciji
Češka	3
Mađarska	3
Poljska	3
Republika Srpska	2,5

Pozicija sa koeficijentom 2,5 niža je od proseka zemalja u tranziciji i ista je blizu proseka i pretežno zadovoljavajuća. Moguće je unaprediti pojedina rešenja po svim kriterijumima (poput principa kumulativnog glasanja, zaštite manjinskih akcionara, prava preče kupovine, sazivanja vanredne sednice Skupštine i sl.), a time i nivoa kvaliteta korporativnog upravljanja.

Iako je privatizacija u toku, državno vlasništvo je i dalje prisutno. Nasleđe državnog vlasništva je jako. Sva društva čijim akcijama se trguje potpuno su ili delimično privatizovana državna preduzeća ili PIF-ovi osnovani za čuvanje akcija privatizovanih društava. Pored toga, država zadržava procenjenih 40% kapitala u akcionarskim društvima, a državni kapital se čuva na entitetskom nivou u Republici Srpskoj, te entitetskom i kantonalnom nivou u Federaciji BiH i još uvek je značajan, sa državnim udelom od 90% u javnim akcionarskim društvima u Federaciji BiH i 65% u Republici Srpskoj. Entiteti i kantoni zadržavaju vlasništvo i kontrolu nad čitavim nizom društava, što uključuje ne samo velika komunalna preduzeća poput Elektroprivrede i Telekoma, nego i društva koja se bave preradom, rudarstvom, šumarstvom i prevozom.<sup>77</sup>

U procesu privatizacije pojavilo se na stotine hiljada akcionara. Privatizacija se vrši: putem otkupa akcija od zaposlenih, raspodelom vaučera svim odraslima u entitetima, te raspisivanjem tendera za značajne udele. Prema proceni: od ukupne populacije

<sup>75</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo i menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 135

<sup>76</sup> Kozlik, M: Problemi zaživljavanja korporativnog upravljanja u privredama u tranziciji sa posebnim osvrtom na stanje u Republici Srpskoj – magistarski rad, Panevropski Univerzitet, Banja Luka, 2012. godine, str. 142-143

<sup>77</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo i menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 135

koja broji oko 3,8 miliona stanovnika, u Federaciji BiH ima oko 532.000 akcionara, a u Republici Srpskoj preko milion onih koji poseduju akcije direktno u društvima i PIF-ovima. Praktično sva društva imaju određeni broj malih akcionara, uključujući i zaposlene. Neka velika društva imaju hiljade akcionara, a PIF-ovi mogu imati desetine hiljada. Iako su podaci o vlasništvu ograničeni, procenjuje se da PIF-ovi i Penzioni fond u Republici Srpskoj imaju 10% udela u preko polovine velikih društava.<sup>78</sup>

Inostrano vlasništvo je u porastu. Većina banaka sada ima inostranog akcionara koji ima kontrolu, kao i neka druga akcionarska društva, uključujući i jedno društvo za upravljanje PIF-ovima. Ne postoje zakonska ograničenja za nivoe inostranog vlasništva u BiH, iako mali obim svakog tržišta može ograničiti ulaganja međunarodnih institucijskih investitora.

Svaki entitet ima svoje zakone i regulatorna tela. Svaki entitet ima svoj Zakon o preduzećima, Zakon o hartijama od vrednosti, izvršne propise, kao i Komisiju za hartije od vrednosti zaduženu za regulisanje tržišta i kapitala i zaštitu ulagača. Razlike između zakona o preduzećima su posebno značajne, uključujući različite strukture odbora i ključne razlike u ovlašćenjima i zaštiti akcionara. One mogu izazvati zabunu među učesnicima na tržištu. Svaki entitet koristi sistem „trostrukog registra“<sup>79</sup> za društva, a osnivački dokumenti se prilažu u lokalni sudski registar. Vlasnički udeo se unosi u entitetski Centralni registar hartija od vrednosti, a emitenti u entitetski Registar emitenata, koji vode Komisije za vrednosne papire.

Na osnovu sprovedenog istraživanja na Banjalučkoj berzi, u Republici Srpskoj, na uzorku od 19 preduzeća, došlo se do sledećih zaključaka:

- (1) Većina preduzeća nema usvojen Kodeks korporativnog upravljanja, što ukazuje na činjenicu da preduzeća ne vode i promovišu sistem „dobrog“ korporativnog upravljanja.
- (2) Po pitanju prava akcionara, potrebno je naglasiti da ni jedno preduzeće u posmatranom uzorku nema usvojen korporativni kalendar. Ni jedno preduzeće nema usvojenu politiku dividendi. Mali broj preduzeća isplaćuje dividende. Dostupnost informacija nije zadovoljavajuća.
- (3) Neophodno je jačati položaj manjinskih akcionara, jačati unutrašnje upravljanje, jasnije regulisati konfliktne interese, kao detaljnije i blagovremeno obavestavati akcionare o poslovanju preduzeća.
- (4) Po pitanju uloge zainteresovanih strana, potrebno je aktivnije saradivati sa istima.
- (5) Na internet stranicama preduzeća objavljuje se jako malo informacija o korporativnom upravljanju i poslovanju preduzeća. Treba istaći da u ovoj oblasti, u odnosu na prethodni period je ostvaren najveći napredak.
- (6) Uočeni su problemi vezani za rad upravnog odbora i isti se odnose na: nedostatak nezavisnih članova, naknade za rad članovima odbora ne zavise od rezultata poslovanja. Nije na najbolji način regulisan način izbora i obuka članova upravnog odbora.

---

<sup>78</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo i menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 136

<sup>79</sup> Trajni registar – sudski registar, registar emitenata, Centralni registar hartija od vrednosti.

- (7) Većina preduzeća nema uspostavljen sistem interne kontrole. Takođe nema zvanična dokumenta koja regulišu sistem i procedure interne kontrole.

Shodno sprovedenom istraživanju može se zaključiti da stanje korporativnog upravljanja preduzeća u Republici Srpskoj, koja kotiraju na Banjalučkoj berzi nije na zadovoljavajućem nivou. Prosečna ocena stanja do koje se došlo istraživanjem iznosi 53,46%<sup>80</sup>, pri čemu dobra primena principa korporativnog upravljanja treba da se kreće u rasponu od 65-75% (odlična ocena je 100%).

Većina preduzeća nema usvojen Kodeks korporativnog upravljanja, što ukazuje na odsustvo posvećenosti i implementacije principa korporativnog upravljanja. Problemi se ispoljavaju i u oblasti kako izveštavanja o eksternoj reviziji i oblasti sistema interne kontrole. Treba istaći da ne postoje odgovarajuća dokumenta, odnosno akta koja regulišu ovaj segment poslovanja. Preduzeća, takođe, ne objavljuju informacije od značaja za akcionare. Usled nedostatka adekvatnog znanja, odnosno obuke o korporativnom upravljanju, prisutan je i problem definisanja i dobre prakse korporativnog upravljanja. Dividendna politika ne postoji i ne primenjuje se. Preduzeća nemaju korporativni kalendar, te se osim redovne, godišnje sednice skupštine akcionara, druge sednice ne predviđaju i ne održavaju.

Osnovni propusti su konstatovani, u istraživanju u vezi korporativnog upravljanja kompanija koje su u Bosni i Hercegovini:

- (1) Akcionari i društva nisu dovoljno informisani o svojim pravima i obavezama,
- (2) U svakom entitetu su utvrđena osnovna prava akcionara,
- (3) Mali akcionari mogu učestvovati na generalnoj skupštini i imati glasačku moć proporcionalno njihovom udelu u vlasništvu,
- (4) Društva pripremaju osnovne finansijske izveštaje, dok su drugi oblici izveštavanja minimalni. Neki elementi izveštavanja su potpuno izostali, kao što su ciljevi društva, planirani faktori rizika, pitanja koja se odnose na zainteresovane strane, te strukture i politike upravljanja,
- (5) Otkrivanje podataka o vlasništvu je ograničeno u kompanijama,
- (6) Informacije o društvu su nepotpune, tako da im se pristupa iz više različitih izvora,
- (7) Društva imaju različite strukture upravnih odbora,
- (8) Većina društava imaju odbor za reviziju, a mali broj ima specijalizovane komisije,
- (9) Ograničene dužnosti i obaveze članova upravnog odbora se ne primenjuju
- (10) Članovi nadzornog odbora ne mogu biti rukovodioci ali ne postoje nikakvi uslovi u pogledu nezavisnosti,
- (11) Bez obzira što akcionari imaju određenu mogućnost za traženje pravnog „leka“ pravnim putem, njihova efikasnost je ograničena,
- (12) Komisije za hartije od vrednosti su aktivne i imaju ograničena ovlašćenja nad emitentima.

---

<sup>80</sup>Todorović, Z.: Trenutno stanje korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj – prezentacija sa sajta <http://konferencija.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/17956/files/Zdravko%20Todorovic.pdf> dostupno dana 28.4.2013. godine

Na osnovu svega navedenog može se izvesti zaključak da je u Bosni i Hercegovini poslednjih godina učinjeno mnogo po pitanju poboljšanja i prilagođavanja zakona i pravne regulative radi kreiranja okvira za upostavljanje i implementaciju korporativnog upravljanja. Međutim, potrebno je napomenuti da su još uvek zastupljeni brojni problemi, poput nejednake pozicije većinskih i manjinskih akcionara, revizije, jasnijeg regulisanja odnosa s kreditorima, odnosa sa potrošačima i snabdevačima, pitanja odgovornosti odbora direktora i menadžmenta korporacije, snažnije uloge nadzornih odbora, veće transparentnosti, uspostavljanja prakse i razvijanja kulture usvajanjem kodeksa korporativnog upravljanja i sl.

### 3. Problemi u procesu privatizacije i implementacije korporativnog upravljanja u odabranim zemljama u tranziciji i u Srbiji

Zajednička karakteristika bivših socijalističkih zemalja, između ostalog, se odnosi na činjenicu da je bilo teško razvijati tržišni mehanizam na ostacima prethodno postojećeg sistema. Uspostavljanje tržišnog mehanizma i proces privatizacije su osnovne pretpostavke korporativnog upravljanja. Bivše socijalističke zemlje su u tranziciji izvršile ili su još uvek u procesu privatizacije.

Za zemlje Centralne i Istočne Evrope je karakteristično da su imale kombinovane modele privatizacije, pri čemu su primenjivale primarni i sekundarni model.

**Tabela br. 46** Primarni i sekundarni modeli privatizacije u posmatranim zemljama u tranziciji<sup>81</sup>

Država	Vaučerska prodaja	Direktna prodaja	Kombinovani model
Češka	Primarni model	Sekundarni model	
Bosna i Hercegovina	Primarni model	Sekundarni model	
Mađarska		Primarni model	Sekundarni model
Poljska		Primarni model	Sekundarni model
Bugarska	Sekundarni model	Primarni model	
Hrvatska	Sekundarni model		Primarni model
Srbija*	Sekundarni model	Primarni model	

\* Podatak za Srbiju je naveden na osnovu informacija Agencije za privatizaciju Republike Srbije.

Prema pojedinim autorima, finansijske berze u Centralnoj Evropi nastale su pre uspostavljanja adekvatne institucionalne infrastrukture. Upravo iz tog razloga se nije obezbeđivala transparentna registracija akcija, mogućnost transfera vlasništva, kao i izbegavanje manipulacije cenama hartija od vrednosti. Trgovinske odredbe nisu obezbeđivale minimum standarda neophodnog kod finansijskog objavljivanja. Sve ovo ukazuje da su i kod njih, dok je trajala tranzicija, standardi korporativnog upravljanja bili na izuzetno niskom nivou.

Kada je reč o modelu privatizacije u Srbiji, društveno (državno) vlasništvo u kompanijama je vlasnički transformisano na osnovu aukcijske prodaje, kao i prodaje putem tendera. Takođe, manji broj kompanija je vlasnički transformisan, a jedan broj predu-

<sup>81</sup> Kozlik, M: Problemi zaživljavanja korporativnog upravljanja u privredama u tranziciji sa posebnim osvrtom na stanje u Republici Srpskoj – magistarski rad, Panevropski Univerzitet, Banja Luka, 2012. godine, str. 112-113

zeća je prodat u neposrednoj pogodbi, kao i posredstvom transfera akcija na Beogradskoj berzi. Ovakav model privatizacije nije stimulatивно delovao na razvoj tržišta kapitala, dok posledice toga možemo i danas da primetimo, posmatrajući stepen razvijenosti finansijskog tržišta. Te posledice se tiču broja HOV kojima se trguje, obima trgovine na berzi, kao i limitiranog broja finansijskih alternativa, podjednako važnih za alternativna ulaganja, diverzifikaciju portfolia aktive i upravljanje rizicima.

**Tabela br. 47** GDP kao jedan od pokazatelja uspešnosti tranzicije u „prvom talasu“, i u „drugom talasu“ tranzicionih zemalja i nekih drugih zemalja 1999. godine, u milionima USD<sup>82</sup>

Država	Po tekućem deviznom kursu	Per capita, EU 15=100	Indeks 1990=100
Prvi talas			
Češka	53,1	62	96,5
Estonija	5,2	38	85,7
Mađarska	48,9	53	102,7
Poljska	154,7	42	137,6
Slovenija	19,6	73	113,3
Drugi talas			
Bugarska	12,0	24	74,9
Letonija	6,3	29	57,8
Litvanija	10,6	31	65,6
Rumunija	34,0	28	79,6
Slovačka	18,8	49	104,2
Ostale zemlje u tranziciji			
Hrvatska	20,1	33	82,3
Makedonija	3,4	21	92,5
Ukrajina	30,8	16	40,8
Rusija	181,8	32	59,4
Srbija <sup>83</sup>	10,8	25	141,0

Proces korporativnog upravljanja ne može se nametnuti i potvrditi do kraja u zemljama u tranziciji u kojima vlasnička struktura nije razjašnjena, u kojima se mala preduzeća kontrolišu od strane države (direktno ili indirektno), kao i gde je prisutna politička nestabilnost i sl. Radi redefinisivanja problema korporativnog upravljanja u zemljama u tranziciji, potrebno je istaći posebnu ulogu oživljavanja poverenja stranih investitora. Ovaj problem se može svesti na uvažavanje načela kao što su<sup>84</sup>:

<sup>82</sup> Peev, E.: The Political Economy of Corporate Governance Change in Bulgaria: Washington Consensus, Primitive Accumulation of Capital, and Catchin-Up in the 1990, Center for Economic Institutions, Working Paper Series, CEI Working Paper Series, No. 2002-1, str. 38

<sup>83</sup> Kada je reč o podacima za Srbiju, nije relevantno upoređivati podatke za 1999. godinu, budući da je efektivna tranzicija u Srbiji započela tek 2001. godine. Imajući u vidu prethodno, u Tabeli br. 47 su prikazani podaci o GDP-u i per capita GDP-u za 2003. godinu, dok je kao bazna godina za računanje indeksa promene uzeta 2001. godina. Podaci su preuzeti iz Biltena javnih finansija za septembar mesec 2004. godine (Raspoloživo na veb stranici Ministarstva finansija Republike Srbije).

<sup>84</sup> Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjersvo I menadžment, Novi Sad, 2008. godine, str. 120

- (1) zaštite manjinskih akcionara,
- (2) transparentnosti, odnosno unapređenje javnosti rada i dostupnosti pouzdanih podataka i zainteresovanim grupama,
- (3) odgovornosti uprave za poslovanje, jer se kroz kontrolu i nadzor odnosi i na ovlašćenja na relacijama između akcionara, odbora, menadžera i revizora,
- (4) društvene odgovornosti.

Korporativno upravljanje je od ključnog značaja za privlačenje stranih investicija. Međutim, zemlje sa slabije razvijenim zakonskim sistemima pružaju više prostora za zloupotrebu prava akcionara, tako da investitori teško mogu da zaštite svoje interese. Osnovni princip akcionarstva jeste da akcionari upravljaju preduzećem srazmerno uloženom kapitalu.

U većem broju zemalja u tranziciji, a u vezi samog procesa implementacije korporativnog upravljanja, prisutni su problemi koji se odnose na nedostatak iskustva. Navedeni nedostatak zemlje poput Češke, Slovačke i Mađarske pokušavale su da reše angažovanjem menadžera ekonomski razvijenih zemalja, kao što su Sjedinjene Američke Države, Velika Britanija i Nemačka. Nedostatak iskustva odnosi se na neadekvatno znanje iz oblasti organizacije, upravljanja ljudskim resursima, reklame i odnosa s javnošću, poslovne komunikacije, hartija od vrednosti, poslovanja na finansijskim berzama, međunarodnih standarda i propisa.

U zemljama u tranziciji je u proteklom periodu uočen trend jačanja korupcije i premeštanja ekonomskih tokova u zonu tzv. sive ekonomije. Ključni razlozi ovakvog ponašanja jesu činjenice da procesi u tranziciji: (a) uništavaju postojeći poredak, (b) vode ka socijalnom raslojavanju, (c) gubitku radnog mesta i sigurnosti, (d) usporenom zapošljavanju, (e) redukciji socijalnih davanja, (f) problemima u servisiranju budžetskih korisnika i sl.<sup>85</sup>

Shodno navedenom, potrebno je ukazati i na rezultate istraživanja Transparency International-a. Transparency International – The Global Coalition Against Corruption predstavlja organizaciju, koja na globalnom i lokalnom nivou, u preko 100 zemalja sveta procenjuje nivo korumpiranosti zemlje. Indeks korupcije zemalja zasniva se na proceni nivoa korupcije javnog sektora. Indeks se kreće u rasponu od 0 do 100. Pri tome ocena 0 označava najviši nivo korupcije, dok ocena, tj. indeks 100 predstavlja potpuno odsustvo korupcije. Rezultati istraživanja za 2012, 2013. i 2014. godinu, u posmatranim zemljama u tranziciji predstavljeni su u sledećoj tabeli:

---

<sup>85</sup> Brcanski, B.: Problem ulaganja i ostvarivanja profita na brzo rastućim tržištima, Montenegrin Journal of Economics 2012 No 12, Vol. VI, str. 188



**Tabela 48** Indeks korupcije prema International Transparency, u posmatranim zemljama u tranziciji, u 2012, 2013. i 2014. godini<sup>86</sup>

Država	Indeks korupcije 2012	Indeks korupcije 2013	Indeks korupcije 2014
Poljska	58	60	58
Mađarska	55	54	54
Češka	49	48	51
Hrvatska	46	48	48
Bosna i Hercegovina	42	42	39
Bugarska	41	41	43
Srbija	39	42	41

Na osnovu prezentovane tabele može se zaključiti da od posmatranih zemalja u tranziciji, najviši nivo korupcije imaju Bugarska, Bosna i Hercegovina i Srbija, dok se procenjuje da znatno niži nivo korupcije postoji u Poljskoj i Mađarskoj.

U savremenim uslovima globalne ekonomije u državama koje imaju nerazvijene sisteme korporativnog upravljanja, postoji veća verovatnoća pojave problema, u vezi finansijskih teškoća. Globalizacija i liberalizacija sa otvaranjem finansijskih tržišta stvorila je novo međunarodno tržište, koje nudi velike brojne mogućnosti. Međutim, da bi učestvovala na međunarodnom tržištu, kompanije trebaju imati visok nivo konkurentnosti. Kompanije treba da, u cilju širenja i jačanja svoje pozicije, obezbede kapital ne oslanjajući se tako na tradicionalne fondove. Nemogućnost privlačenja odgovarajuće količine kapitala može za posledice imati smanjenje potrebe za određenim radnim mestima, povećanje siromaštva, ulaska u krizu i sl.

Treba istaći, da se često izostavlja činjenica da je korporativno upravljanje podjednako značajno kako u javnom, tako i u privatnom sektoru. Pri tome, u konkretnoj praksi, institucionalizacija korporativnog upravljanja u kompanijama javnog sektora pridobija sve veći značaj. Ovo je, pre svega, značajno kada države pokušavaju da reše problem korupcije u javnom sektoru ili vrše pripreme određenih kompanija za privatizaciju.<sup>87</sup>

Neki od osnovnih problema sa kojima su se suočile posmatrane zemlje u tranziciji, u oblasti korporativnog upravljanja, mogu se svesti u sledeće kategorije<sup>88</sup>:

- (1) nedovoljna primena ili neprimenjenost postojeće pravne regulative,
- (2) neodgovornost uprave i slaba kontrola od disperzovanih akcionara,
- (3) nedostatak kadrova za korporativno upravljanje,
- (4) sukob interesa kontrolnih i manjinskih akcionara,
- (5) eksproprijacija prava akcionara,
- (6) sukob akcionara i uprave po pitanju prava glasa,
- (7) nerazvijenost tržišta kapitala,
- (8) intervencionizam države,

<sup>86</sup> <http://cpi.transparency.org/> dostupno dana 21.8.2015. godine

<sup>87</sup> Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies – A Handbook, Center for International Private Enterprise, March 2012, str. 3

<sup>88</sup> Kozlik, M: Problemi zaživljavanja korporativnog upravljanja u privredama u tranziciji sa posebnim osvrtom na stanje u Republici Srpskoj – magistarski rad, Panevropski Univerzitet, Banja Luka, 2012. godine, str. 113-114

- (9) preširok javni sektor,
- (10) snažno prisustvo države u vlasništvu u ekonomiji, kao i izvan javnog sektora.

Ako se posle dve decenije posmatra tranziciono iskustvo, može se zaključiti da termin korporativnog upravljanja, u većini zemalja u tranziciji, još uvek nije dovoljno jasan, odnosno koncizno određen. Nejasnoća je posebno prisutna u oblasti upravljanja i kontrole u novoformiranim kompanijama tranzicionih ekonomija.

#### 4. Komparativna analiza razvoja i primene principa korporativnog upravljanja i transparentnosti stanja korporativnog upravljanja u odabranim zemljama u tranziciji i u Srbiji

U zemljama gde se uspostavlja tržišna ekonomija, od posebnog je značaja korporativno upravljanje, jer može pomoći postizanju višestrukih ciljeva, kao što su jačanje poverenja investitora, ohrabrenje stranih i domaćih ulagača, povećanje rasta dodatne ekonomske vrednosti društava, povećanje produktivnosti i smanjenje rizika od sistemskih finansijskih neuspeha dotične zemlje.

**Tabela 49** Privatizacija velikih i malih preduzeća – tranzicioni EBRD indikatori<sup>89</sup>

Zemlja	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
	Velika	Mala	Velika	Mala	Velika	Mala	Velika	Mala	Velika	Mala	Velika	Mala
Bosna i Hercegovina	2,33	2,67	2,33	3,00	2,33	3,00	2,33	3,00	2,67	3,00	2,67	3,00
Bugarska	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	4,00	3,67	4,00	3,67	4,00	4,00
Hrvatska	3,00	4,33	3,00	4,33	3,33	4,33	3,33	4,33	3,33	4,33	3,33	4,33
Češka	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33
Mađarska	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33	4,00	4,33
Poljska	3,33	4,33	3,33	4,33	3,33	4,33	3,33	4,33	3,33	4,33	3,33	4,33
Srbija	2,00	3,00	2,00	3,00	2,50	3,00	2,50	3,50	2,50	3,50	2,50	3,50

Ako je vrednost EBRD tranzicionih indikatora ispod 4,00, to ukazuje na nezavršenu privatizaciju i nizak nivo korporativnog upravljanja. Dobro postavljeno korporativno upravljanje smanjuje osetljivost tržišta na ekonomsko-finansijsku krizu, jača vlasnička prava, smanjuje troškove transakcija i troškove kapitala i vodi razvoju tržišta kapitala. Za korporativno upravljanje je karakterično je da je usvojena od međunarodne finansijske zajednice kao jedno od dvanaest osnovnih standarda koji su najbolje primenjeni u praksi. Kada je reč o ovom tranzicionom indikatoru za Srbiju, na kraju posmatranog perioda indeks za privatizaciju malih i velikih preduzeća je ispod definisanog standarda (4,00). To ukazuje na nezavršen proces privatizacije, kao i na nizak kvalitet korporativnog upravljanja.

Razvoj, odnosno uvođenje i primena principa korporativnog upravljanja može se posmatrati i kroz broj kompanija zastupljenih na finansijskom tržištu (finansijskoj berzi), kao i kroz stepen tržišne kapitalizacije.

<sup>89</sup> Jakopin, E.: Regulacija javnog sektora, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. godine, str. 479

**Tabela br. 50** Uporedna analiza razvoja berzi Češke, Mađarske i Poljske, u periodu od 1995-2001<sup>90</sup>

	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Češka	54	82	91	92	74	57	94
Mađarska	42	44	47	53	64	58	57
Poljska	65	83	143	198	221	225	230

**Tabela br. 51** Uporedna analiza tržišne kapitalizacije u % GDP-a Češke, Mađarske i Poljske, u periodu od 1995-2001<sup>91</sup>

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Češka	20,0	26,7	24,4	19,3	22,6	19,2	16,2
Mađarska	5,8	12,2	35,2	29,4	35,9	26,1	19,8
Poljska	3,7	6,2	9,1	13,0	19,9	18,9	14,9

Na osnovu podataka iz Tabele br. 50, vidimo da najveći broj kompanija koje su bile zastupljene na listingu berze ima Poljska. Takođe, vidljivo je da u sve tri zemlje dolazi do porasta broja kompanija zastupljenih na berzi iz godine u godinu. Kada je reč o Srbiji, podaci o broju kompanija u posmatranom periodu nisu dostupni. Kada je reč o udelu tržišne kapitalizacije u GDP-u, lider po ovom pokazatelju u posmatranom periodu je bila Mađarska. Naime, berza u Budimpešti je višestruko povećala udeo tržišne kapitalizacije u GDP-u, da bi krajem 2001. godine ovaj udeo u Mađarskoj bio na nivou od skoro 20%. liderska pozicija je pripala Mađarskoj nakon 1999. godine, kada je berza u Budimpešti po ovom parametru smenila berzu u Pragu.

**Tabela 52** Pregled berzanskih transakcija u postkomunističkim zemljama u 2000. godini<sup>92</sup>

Država	Promet, odnosno obrt (USD mn)	Tržišna kapitalizacija (USD mn)
Bugarska	4,11	129,09
Hrvatska	189,08	2742,43
Češka	6650,03	9746,16
Estonija	305,86	1812,76
Mađarska	12078,35	11908,44
Letonija	272,69	563,31
Litvanija	201,87	1587,65
Rumunija	56,52	363,98
Poljska	19305,44	31428,61
Slovačka	533,93	436,18
Slovenija	646,6	3099,65
Srbija	996,4	-

<sup>90</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 17

<sup>91</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 17

<sup>92</sup> Peev, E.: The Political Economy of Corporate Governance Change in Bulgaria: Washington Consensus, Primitive Accumulation of Capital, and Catchin-Up in the 1990, Center for Economic Institutions, Working Paper Series, CEI Working Paper Series, No. 2012-1, str. 41

Istraživanjem u 2003. godini (EBRD projektom) izvršena je analiza korporativnog sektora u 27 zemalja, pri čemu je vršena analiza usklađenosti sa standardima korporativnog upravljanja. Vrednovanje je vršeno na skali od „veoma visoke usklađenosti“ do „veoma niske usklađenosti“. Rezultati istraživanja predstavljeni su u narednoj tabeli, na osnovu koje je moguće izvršiti komparativnu analizu zemalja u tranziciji razmatranih u ovom radu sa ostalim zemljama.

**Tabela br. 53** Nivo usklađenosti sa međunarodnim standarima korporativnog upravljanja<sup>93</sup>

Veoma visoka usklađenost	Visoka usklađenost	Srednja usklađenost	Niska usklađenost	Veoma niska usklađenost
Nema	Jermenija	Albanija	Bosna i Hercegovina	Azerbejdžan
	Makedonija	Bugarska	Gruzija	Belorusija
	Mađarska	Hrvatska	Rumunija	Tadžikistan
	Kazahstan	Češka	Turkmenistan	Ukrajina
	Letonija	Estonija		
	Litvanija	Kirgizija		
	Moldavija	Srbija i Crna Gora		
	Poljska	Slovačka		
	Rusija	Slovenija		
		Uzbekistan		

Na osnovu napred prezentovane tabele može se uočiti da je u datoj godini, po nivou usklađenosti principa korporativnog upravljanja sa međunarodnim standarima, od odabranih, posmatranih zemalja u tranziciji, sa najvišom ocenom vrednovane: Mađarska i Poljska. Srednji nivo usklađenosti imaju Bugarska, Hrvatska i Češka, dok je nivo usklađenosti u Bosni i Hercegovini i Srbiji na niskom nivou.

**Tabela br. 54** Trajanje tranzicione stagflacije u Mađarskoj i Hrvatskoj<sup>94</sup>

N	Mađarska			Hrvatska		
	GDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	GDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa Rasta
1990	0,97	28,9	-3,5	0,93	n/a	-7,1
1991	0,85	35,0	-11,9	0,72	123	-21,1
1992	0,83	23,0	-3,0	0,65	665,5	-11,7
1993	0,81	22,5	-0,6	0,59	1517	-8,0
1994	0,85	18,8	2,9	0,63	97,6	5,9
1995	0,86	28,2	1,5	0,65	2,0	6,8
1996	0,86	23,6	1,3	0,70	3,5	5,9
1997	0,89	18,3	4,6	0,74	3,6	6,8
1998	0,95	14,3	4,9	0,79	5,7	2,5
1999	0,99	10,0	4,2	0,78	4,0	-0,9
2000	1,04	9,08	6,0	0,80	4,6	2,9
2001	1,12	9,2	4,3	0,85	3,8	4,4

<sup>93</sup> Denčić-Mihajlov, K.: Corporate Governance in Serbia: An Overview of Recent Developments, Facta Universitatis, Series: Economics nad Organization Vol. 3 No 2, 2006. godine, str. 171

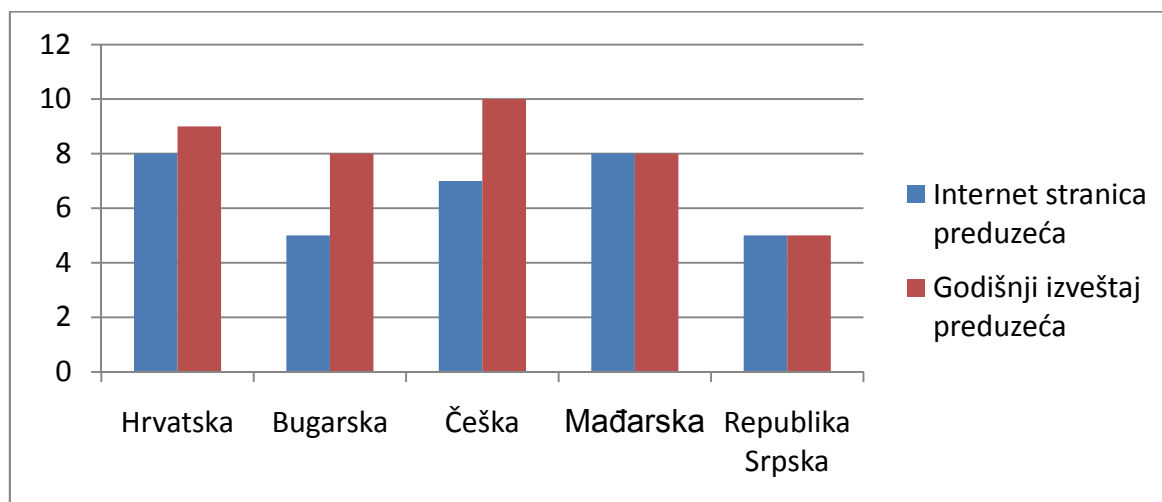
<sup>94</sup> Đuričin, D.: Tranzicija u Srbiji: rezultati i objašnjenja, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. godine, str. 20

2002	1,12	5,3	3,8	0,87	1,7	5,6
2003	1,15	4,7	3,4	0,91	1,8	5,3
2004	1,20	6,8	5,2	0,94	2,1	3,8
2005	1,29	3,6	4,1	1,00	3,3	4,3
2006	1,32	4,0	3,5	1,05	3,5	4,6

U istraživanju prof. dr Zdravka Todorovića izvršena je komparativna analiza transparentnosti poslovanja, odnosno korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj i pojedinim zemljama u tranziciji iz okruženja. Analiza se, prvenstveno, odnosila na objavljivanje, odnosno obelodanjivanje informacija vezanih za korporativno upravljanje. Analiza je obuhvatila objavljivanje informacija putem internet stranice preduzeća i godišnjeg izveštaja preduzeća i to o:

- (1) članovima upravljačke strukture preduzeća,
- (2) usklađenosti poslovanja sa kodeksom korporativnog upravljanja (ukoliko ono postoji u preduzeću),
- (3) usklađenosti poslovanja sa kodeksom poslovnog ponašanja, tj. etičkim kodeksom (ukoliko on postoji u preduzeću),
- (4) eksternoj reviziji,
- (5) informacija o pravima akcionara.

Vrednovanje se vršilo na skali od 1 do 10.



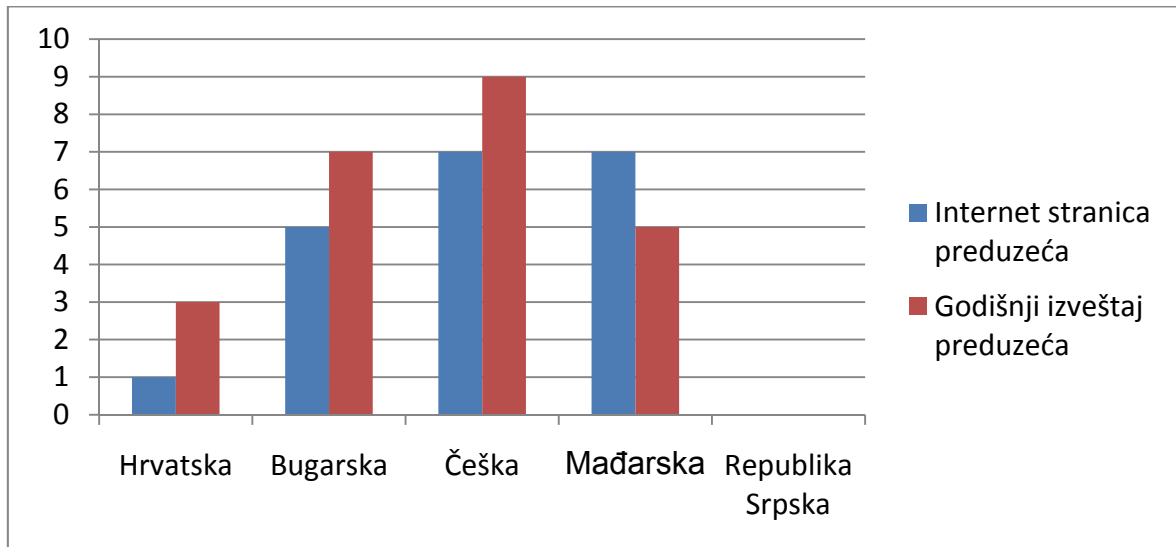
**Grafik br. 9** Pregled objavljivanja informacija o članovima upravljačke strukture preduzeća<sup>95</sup>

Upravljačku strukturu preduzeća čine: nadzorni odbor, upravni odbor, odnosno direktori preduzeća. Na osnovu podataka iz predstavljenog grafika može se zaključiti da najviše informacija o članovima upravnog i nadzornog odbora, direktorima, odnosno njihovim biografskim podacima, odgovornostima, nadležnostima i sl. pružaju preduzeća iz Češke i Hrvatske, zatim Mađarske, pa Bugarske. Dok su preduzeća iz Republike Srpske i Srbije na poslednjem mestu. Najdetaljnije informacije o upravljačkoj strukturi preduzeća, odnosno članovima iste nude preduzeća iz Češke i to putem svojih godi-

<sup>95</sup>Todorović, Z.: Trenutno stanje korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj – prezentacija sa sajta <http://konferencija.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/17956/files/Zdravko%20Todorovic.pdf> dostupno dana 28.4.2013. godine

šnjih izveštaja. Treba istaći da su preduzeća sklonija da navedene informacije objavljuju u svojim godišnjim izveštajima, nego što to čine preko Internet stranice.

Kada je reč o Srbiji, na osnovu podataka strukovnih udruženja stepen objavljivanja informacija o članovima upravljačke strukture na internet stranicama, kao i u finansijskim izveštajima nije na zavidnom nivou. Naime, objavljivanje informacija o članovima upravljačke strukture na internet stranici je zastupljeno u malom procentu, naročito kada je reč o širem sastavu Odbora direktora. U najvećem broju slučajeva se objavljuju podaci o vlasniku kompanije, kao i o inokosnom rukovodećem organu.

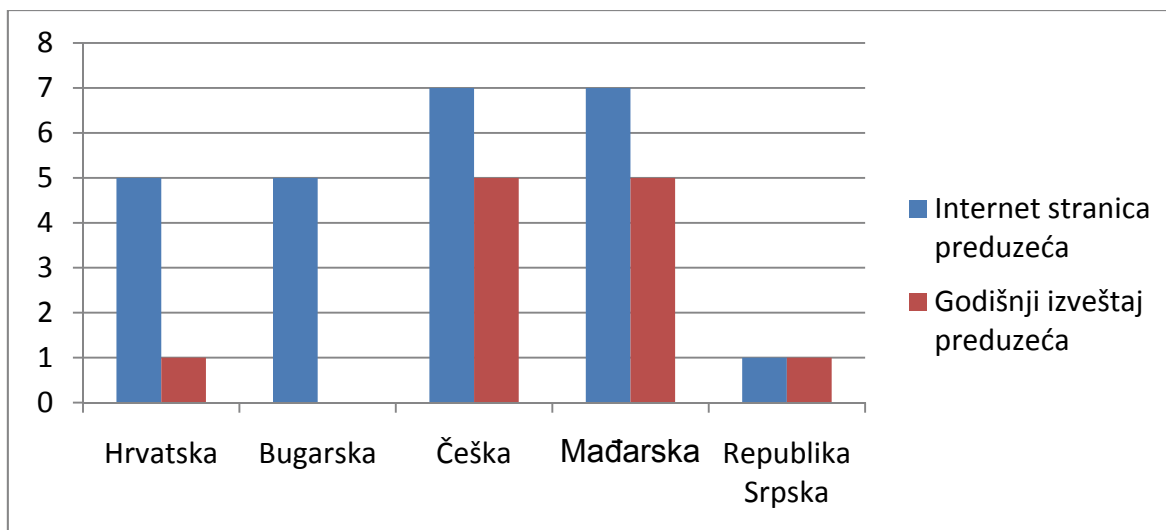


**Grafik br. 10** Pregled objavljivanja informacija o usklađenosti sa Kodeksom korporativnog upravljanja<sup>96</sup>

Najveći broj preduzeća koja imaju kodekse korporativnog upravljanja i isti objavljuju na svojim Internet stranicama, odnosno putem godišnjih izveštaja je iz Češke, a zatim Mađarske i Bugarske. Objavljivanje Kodeksa u preduzećima Hrvatske i Republike Srbije i Srbije je nedovoljno, zbog odsustva istih ili usled povremenog neobjavljivanja. Navedene informacije su dostupne u godišnjim izveštajima Bugarske i Češke u odnosu na njihove internet stranice, dok u Mađarskoj postoji tendencija objavljivanja posmatranih informacija na internet sajtu dotičnih preduzeća.

Kada je reč o Srbiji, uporedna istraživanja nisu realizovana u prethodnom periodu. Međutim, na osnovu informacija sa internet prezentacija uočljivo je da mnoge vodeće kompanija, kako iz privatnog, tako i iz javnog sektora objavljuju Kodeks korporativnog upravljanja, kao neobavezujući set principa za zdravu praksu upravljanja.

<sup>96</sup>Todorović, Z.: Trenutno stanje korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj – prezentacija sa sajta <http://konferencija.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/17956/files/Zdravko%20Todorovic.pdf> dostupno dana 28.4.2013. godine

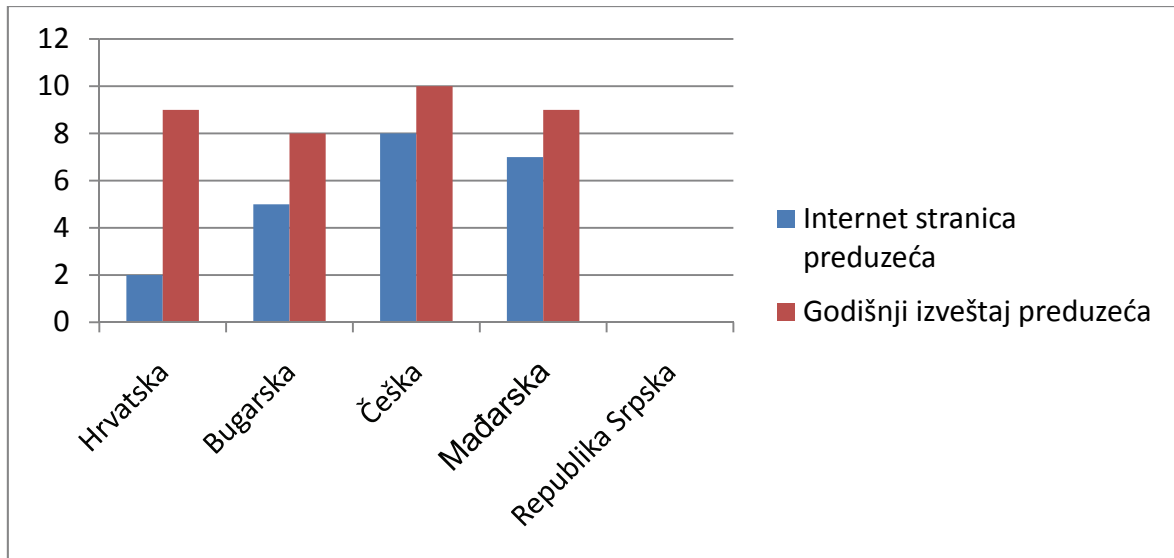


**Grafik br. 11** Pregled objavljivanja informacija o usklađenosti sa kodeksom poslovnog ponašanja, odnosno etičkim kodeksom<sup>97</sup>

Na posmatranom grafikonu je uočljivo, da najviše informacija o etičkom kodeksu nude preduzeća iz Češke i Mađarske. U svim posmatranim zemljama, navedene informacije su dostupnije na internet stranicama u odnosu na godišnje izveštaje preduzeća. U Republici Srpskoj, na primer, 7 od 10 preduzeća ima usvojen kodeks poslovnog ponašanja, pri čemu ga samo dva preduzeća objavljuju i to jedno putem internet stranice, a drugo putem godišnjeg izveštaja.

Kada je reč o kompanijama u Srbiji, najveći broj kompanija nema publikovan kodeks poslovnog ponašanja, odnosno etički kodeks. S tim u vezi, nije moguće izvršiti komparativnu analizu prema ovom parametru, niti je moguće pronaći veći broj kompanija u Srbiji koje bi mogle da budu smatrane istraživačkim uzorkom. Posledično, stanje korporativnog upravljanja u Srbiji, mereno prema ovom parametru je nezavisno. Takođe, kompanije u Srbiji bi trebalo da se ugledaju na kompanije iz Češke i Mađarske, u pogledu razvoja etičkog kodeksa, kao i objavljivanja informacija o usklađenosti sa istim.

<sup>97</sup>Todorović, Z.: Trenutno stanje korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj – prezentacija sa sajta <http://konferencija.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/17956/files/Zdravko%20Todorovic.pdf> dostupno dana 28.4.2013. godine



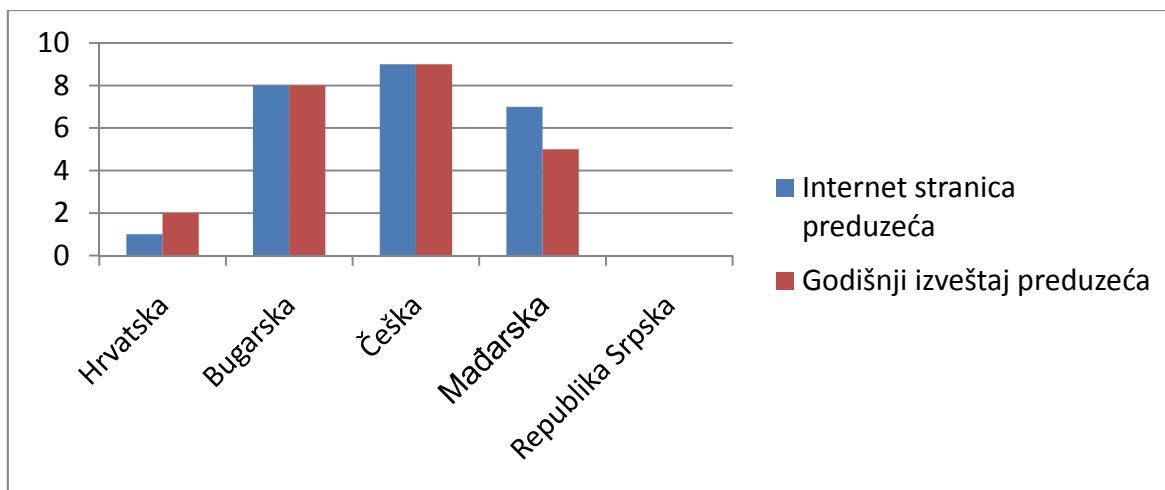
**Grafik br. 12** Pregled objavljivanja informacija o eksternoj reviziji<sup>98</sup>

Pod informacijama o eksternoj reviziji podrazumevaju se informacije o: (a) postojanju odbora za reviziju, (b) procedurama za izbor eksternog revizora, (c) politici preduzeća u vezi promene revizora, (d) naknadama revizora, (e) dokazima o nezavisnosti revizora i sl. Informacije o sprovedenoj eksternoj reviziji su zastupljene u najvećem broju preduzeća posmatranih zemalja u tranziciji i to uglavnom u godišnjim izveštajima, a nešto manje na internet stranicama preduzeća. Visok nivo transparentnosti, putem godišnjih izveštaja, zastupljen je u gotovo svim zemljama, osim u Republici Srpskoj. Pri tome, izveštaji eksternog revizora objavljuju se u okviru godišnjeg izveštaja preduzeća na internet stranici Banjalučke berze. Takođe, objavljivanje navedenih informacija u Hrvatskoj, na posmatranom uzorku preduzeća, je veoma nisko. Objavljivane informacije o eksternoj reviziji u Srbiji je na zadovoljavajućem nivou.

Kada je reč o objavljivanju informacija o eksternoj reviziji u Srbiji, iako egzaktni podaci nisu dostupni, najveći broj kompanija ne objavljuje podatke o procedurama i izboru eksternog revizora. Na području revizije finansijskih izveštaja, najdostupniji podaci su upravo revidirani finansijski izveštaji, budući da kompanije u skladu sa pozitivnim zakonskim rešenjima moraju da revidiraju izveštaje, pre nego ih učine javno dostupnim. Imajući u vidu iskustva razvijenih zemalja, kompanije u Srbiji bi trebalo da forsiraju praksu objavljivanja informacija o eksternoj reviziji. Time bi se povećalo poverenje investitora, što bi omogućilo efikasnije pribavljanje dodatnog kapitala iz eksternih izvora.

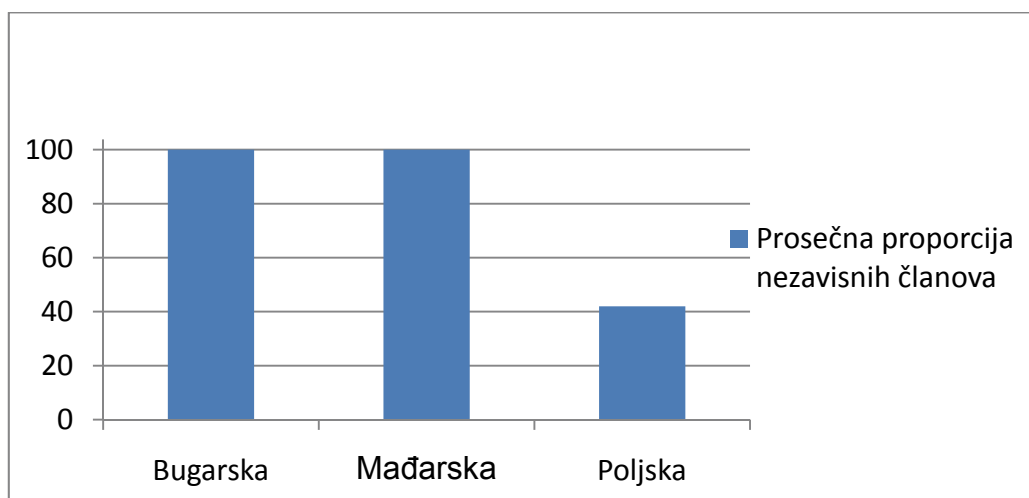
<sup>98</sup>Todorović, Z.: Trenutno stanje korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj – prezentacija sa sajta <http://konferencija.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/17956/files/Zdravko%20Todorovic.pdf> dostupno dana 28.4.2013. godine





**Grafik br. 13** Pregled objavljivanja informacija vezanih za prava akcionara<sup>99</sup>

Informacije o pravima akcionara odnose se na objavljivanje podataka kao što su: (a) vreme održavanja godišnje skupštine akcionara, (b) korporativni kalendar, (c) procedure za registraciju, (d) izveštaj o glasanju, (e) zapisnik, (g) izveštaji sa prethodnih sednica i sl. Iz grafika se vidi da je najveći nivo transparentnosti postignut u Češkoj, zatim u Bugarskoj i Mađarskoj, dok je situacija u Hrvatskoj i Republici Srpskoj na nezavidnom nivou. Nešto bolja situacija oko objavljivanja informacija vezanih za prava akcionara je u poslednje vreme prisutna na Beogradskoj berzi u Srbiji.



**Grafik br. 14** Prosečna proporcija nezavisnosti nadzornog odbora (prema Study on Monitoring and Enforcement Practice in Corporate Governance of the Member States)<sup>100</sup>

Na posmatranom grafikonu se može uočiti da su navedene vrednosti znatno veće u Bugarskoj i Mađarskoj, u odnosu na Poljsku.

<sup>99</sup>Todorović, Z.: Trenutno stanje korporativnog upravljanja u Republici Srpskoj – prezentacija sa sajta <http://konferencija.blberza.com/Cms2FileCache/files/cms2/docver/17956/files/Zdravko%20Todorovic.pdf> dostupno dana 28.4.2013. godine

<sup>100</sup> Dorner, S.: Corporate Governance in Poland sa sajta [http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user\\_upload/lehrstuhl\\_ind\\_en\\_uw/lehre/ws1112/CG1/Dateien/Pre-sentations/Corporate\\_Governance\\_in\\_Poland\\_-\\_slides.pdf](http://bwl.univie.ac.at/fileadmin/user_upload/lehrstuhl_ind_en_uw/lehre/ws1112/CG1/Dateien/Pre-sentations/Corporate_Governance_in_Poland_-_slides.pdf) dostupno dana 28.4.2013. godine

**Tabela br. 55** Komparacija finansijskih sredstava u korporativnom upravljanju (%) GDP Mađarske, Poljske i Nemačke u periodu od 1995-2000. godine<sup>101</sup>

Zemlja	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Mađarska	4.4	6.1	7.5	8.9	10.7	12.8
Poljska	1.5	2.0	2.6	3.2	4.2	5.4
Nemačka	45.3	50.6	58.7	66.1	76.8	79.7

Na predstavljenoj tabeli je uočljivo, da je u posmatranom periodu predmetno učešće bilo nešto veće u Mađarskoj u odnosu na Poljsku, ali neuporedivo manje u odnosu na Nemačku. Ona je takođe indikativni pokazatelj po pitanju primene principa korporativnog upravljanja, odnosno nivoa razvijenosti istog u zemljama članicama Evropske Unije.

**Tabela br. 56** Rangovi zemalja prema GCI u 2006. godini<sup>102</sup>

Zemlja	Rang u 2006/07	Rezultat	Rang u 2005/06
Češka	29	4,75	29
Mađarska	41	4,52	35
Hrvatska	51	4,26	64
Bugarska	72	3,96	61
Srbija	87	3,69	85
Bosna i Hercegovina	89	3,67	88

U tabeli su prikazane posmatrane zemlje u tranziciji prema analizi GCI. Ovom analizom obuhvaćane su zemlje razvrstane u tri grupe: (a) privrede vođene faktorima razvoja, (b) privrede vođene efikasnošću, (c) privrede vođene inovativnošću. Na osnovu prikazanog, uočljivo je da je Češka, u posmatranom periodu, zadržala svoju poziciju, Hrvatska je poboljšala svoj položaj, dok je pozicija Mađarske, Bugarske i Bosne i Hercegovine i Srbije, u poređenju sa ostalim zemljama iz posmatranog uzorka od 125 zemlje smanjen u manjem ili većem nivou.

Kada je reč o Srbiji, indeks globalne konkurentnosti se nije dramatično menjao u posmatranom periodu. Naime, privreda Srbije je prema parametru konkurentnosti zauzimala 87 poziciju, sa vrednošću indeksa od 3,69. U odnosu na tranzicione zemlje u uzorku, privreda Srbije je konkurentnija samo u odnosu na privrednu Bosne i Hercegovine. Takođe, u 2006. godini je prisutno pogoršanje konkurentnosti u odnosu na 2005/2006. godinu, budući da je privreda Srbije rangirana kao 87 od 125 zemalja obuhvaćenih analizom. Imajući u vidu konkurentne performanse privrede Češke, privreda Srbije bi trebalo da poboljša efikasnost kako bi se približila „gornjoj“ trećini zemalja prema stepenu konkurentnosti njihovih ekonomija.

<sup>101</sup> IER Discussion Paper Series (B) No. 31: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005, str. 20

<sup>102</sup> Savić, N.: Konkurentnost i javno upravljanje, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. godine, str. 413.

## 5. Zaključna razmatranja o stanju korporativnog upravljanja u zemljama u tranziciji i u Srbiji

Korporativno upravljanje predstavlja veoma atraktivan i dinamičan prostor istraživanja, pre svega, u poslednjoj deceniji. Radi se o oblasti koju karakterišu drastične promene u pravnoj regulativi, internim korporativnim pravilima i normama. Značaj korporativnog upravljanja je porastao u evropskim zemljama usvajanjem zajedničke evropske valute, slobodnim kretanjem kapitala, zatim proizvoda, usluga i ljudi u Evropskoj uniji. U ekonomijama zemalja u tranziciji, korporativno upravljanje je predstavljalo značajno pitanje o kome se raspravlja i koje se svakodnevno unapređuje. Od sredine devedetih godina prethodnog veka, rasprava u vezi korporativnog upravljanja uglavnom se fokusirala na specifična pitanja privataizacije i kretanja u pravcu promene pravnih propisa, a sve u cilju obezbeđivanja transparentnih informacija neophodnih potencijalnim investitorima.

Da bi se uskladile i harmonizovale nacionalne regulative zemalja članica Evropske unije donete su odredbe, pravila i standardi definisani u direktivama Evropske unije u vezi korporativnog upravljanja. Zemlje članice su se, pristupanjem Evropskoj uniji, obavezale da usaglase svoje domicilne pravne propise sa onim definisanim na nivou Evropske unije. Stepem usaglašenosti je u posmatranim zemljama u tranziciji na različitom nivou.

U državama s različitim sistemom korporativnog upravljanja, zastupljena je i različita koncentracija vlasništva. Ono što karakteriše evropski, odnosno kontinentalni sistem korporativnog upravljanja, jeste visoka koncentracija vlasništva, koja može imati kako pozitivne, tako i negativne posledice na korporativno upravljanje (Na primer, koncentracija vlasništva može da sprečava oportuno ponašanje menadžera u smislu korišćenja kontrole nad korporacijom za pribavljanje lične koristi i na taj način se može smanjiti agencijski problem, odnosno slaba zaštita interesa manjinskih akcionara, koja je trenutno prisutna kao negativna karakteristika).

Zemlje u tranziciji, zbog specifičnosti nacionalnog privrednog i pravnog sistema, egzistiraju u situaciji u kojoj bi prava akcionara trebala biti bliže definisana. Nerazvijenost tržišta kapitala, neusklađena zakonska regulativa, proces obezvređivanja imovine u procesu privatizacije, su neki od ključnih problema sa kojima se većina zemalja u tranziciji susreće.

Zajednička osobina zemalja u tranziciji (uključujući i zemlje koje su već okončale svoj proces tranzicije) odnosi se na nedostatak iskustva u sprovođenju odgovarajućih reformi. Uspostavljanje sistema korporativnog upravljanja je veoma dugačak, a često i spor proces. U korporativnom upravljanju je potrebno postepeno menjati svest svih učesnika, kako bi sistem korporativnog upravljanja doprinosio realizaciji boljih rezultata preduzeća. To bi predstavljalo benefit za sve učesnike u procesu korporativnog upravljanja.

Problemi sa kojima su se zemlje u tranziciji pri uspostavljanju modela korporativnog upravljanja, pre svega u procesu privatizacije, suočavale odnose se na: (1) nekonzistentan pravni sistem, (2) disperziju akcionarstva, (3) slabu zaštitu manjinskih akcionara, (4) odsustvo poslovne prakse, (5) neodgovarajuću i nekonzistentnu implemen-

taciju zakonskih propisa i sl. Takođe, za probleme korporativnog upravljanja vezuju se i pitanja: (1) promene pravne regulative, (2) odsustvo adekvatnih kadrova, (3) konflikti i sukobi interesa između većinskih i manjinskih akcionara, (4) nerazvijeno finansijsko tržište, (5) problem uticaja države, (6) slaba kontrola i nadzor nad menadžmentom u preduzećima i sl.

Shodno napred navedenom se može zaključiti da je korporativno upravljanje u najvećem broju zemalja u tranziciji nedovoljno razvijeno. Primer masovne privatizacije u Češkoj ukazuje na činjenicu da su bolji rezultati i brže restrukturiranje ostvareni na osnovu brzine, odnosno kratkog vremenskog perioda sprovođenja privatizacije, visoke koncentracije vlasništva, kao i indirektnog vlasništva od strane banaka.<sup>103</sup>

Zemlje u tranziciji treba da reše otvorena pitanja vlasničke strukture, nejasnih odnosa između državnih institucija i finansijskog sektora, pravna pitanja (reforma pravnog sistema), razvijanje institucija tržišta i pitanja odgovarajućih kadrova. Razvijanje i održavanje korporativnog upravljanja je veoma dug proces u kojem je potrebno naglašavati činjenicu da dobro uspostavljen sistem korporativnog upravljanja doprinosi boljem radu i rezultatima preduzeća.

Svaka zemlja u tranziciji ima svoje geopolitičke specifičnosti. Međutim, potrebno je da se napomene, da ne postoji zemlja u tranziciji koja je toliko atipična da se ne može porediti sa drugim zemljama, u cilju utvrđivanja uzroka odstupanja performansi, da bi se na osnovu toga primenilo pozitivno iskustvo pri određivanju prioriteta u nastavku reformi. Smatra se da su „šampioni tranzicije“ u posmatranom bloku zemalja Centralne i Istočne Evrope: Češka, Mađarska, Slovenija, Poljska i Slovačka.<sup>104</sup>

Fokusirajući se na performanse finansijskog tržišta Srbije, važno je istaći da je isto „plitko“ i nerazvijeno, upravljano mnogo više administrativnim mehanizmima i vantržišnim kriterijumima, nego tržišnim „silama“. Posledica ovakve situacije je izostanak institucionalnih reformi ili efikasne implementacije istih u sferi finansijskog tržišta. Nešto bolja situacija je na tržištu novca<sup>105</sup>, gde su učesnici centralna banka i poslovne banke. Budući da bankarski sektor Srbije čine inostrane banke, te da je NBS uspostavila efikasne mehanizme za realizaciju transakcija na tržištu novca, ovaj segment finansijskog tržišta obavlja svoje funkcije efikasno. Ipak, trebalo bi naglasiti da i ovaj segment finansijskog tržišta u Srbiji karakteriše mali broj finansijskih instrumenata, te da se česte turbulencije sa deviznog tržišta reflektuju na ukupnu finansijsku i ekonomsku stabilnost u zemlji.

Tržište kapitala<sup>106</sup> oličeno u Beogradskoj berzi takođe „pati“ od tranzicionih anomalija, kao i od manjka investicione inicijative. Naime, nakon inicijalnog talasa vlasničke

---

<sup>103</sup> Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 2007. godine, Note No. 111, str. 4

<sup>104</sup> Đuričin, D.: Tranzicija u Srbiji: rezultati i objašnjenja, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. godine, str. 18-19

<sup>105</sup> Opširnije o tržištu novca: Vunjak, N., Kovačević, Lj.: Finansijska tržišta, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet u Subotici, Subotica, 2015. godina, str. 41-57.

<sup>106</sup> Videti opširnije o tržištu kapitala: Vunjak, N., Kovačević, Lj.: Finansijska tržišta, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet u Subotici, Subotica, 2015. godina, str. 89-101.

transformacije posredstvom berze, dalje trgovanje akcijama je značajno umanjeno. Osim toga, nakon efektuiranja globalne krize na ekonomije regiona i na Srbiju, trgovanje akcijama je desetkovano. Uzroci ovakvih trendova su, osim eksternog ekonomskog šoka, nedostatak kvalitetnih investicionih alternativa, nedovoljno razvijena investiciona svest potencijalnih investitora, kao i sistemska ekonomska i finansijska nestabilnost. Sinergetski efekat ovih negativnih tendencija je dramatično smanjenje obima trgovanja, smanjenje cene akcija velikog broja kompanija, te smanjenje tržišne kapitalizacije berze. Kako bi se prevazišli ovi negativni trendovi, neophodno je pokrenuti mehanizme za oživljavanje trgovanja na berzi. Ti mehanizmi bi mogli da se odnose na davanje poreskih olakšica na prinose od akcija, harmonizacija sa standardima u EU i inicijalizacija novih emisija akcija od strane atraktivnijih kompanija. Takođe, neophodno je poboljšati mehanizme kontrole transakcija, u funkciji zaštite interesa investitora, ali i države u delu kontrole transakcija pokrenutih u cilju finansijskih malverzacija i „pranja“ novca.

Kada je reč o korporativnom upravljanju u Srbiji, problemi agencijske teorije su adresirani kroz implementaciju preporuka za usmeravanje korporativnog upravljanja. Naime, strukovna udruženja, kao i pojedinačne kompanije su definisale kodifikovane instrumente za razvoj korporativnog upravljanja (Kodeksi i dr.). U okviru ovih dokumenata su definisani principi korporativnog upravljanja, koji su izvedeni iz okvira za korporativno upravljanje prema OECD metodologiji. Prema Kodeksu korporativnog upravljanja Privredne Komore Srbije, najveći izazovi za korporativno upravljanje u Srbiji su:<sup>107</sup>

- (1) nagla ekspanzija,
- (2) smena generacija,
- (3) neuspeh u privlačenju profesionalnog kadra,
- (4) nemogućnost da se obezbede stabilni izvori finansiranja, jer investitori percipiraju kompanije kao visokorizične,
- (5) kompleksne holding odnosno koncern strukture,
- (6) reaktivni umesto proaktivni pristup,
- (7) nedostatak znanja o korporativnom upravljanju.

Navedeni Kodeks sublimira principe za efikasnije korporativno upravljanje u različitim vlasničkim formama privrednih društava, od porodičnih društava kapitala, preko društava kapitala gde je država član, do klasičnih akcionarskih privrednih društava.

Jedan od potencijalnih kontrolnih mehanizama za unapređenje korporativnog upravljanja, ceneći prema iskustvima razvijenih ekonomija, je tržište kapitala (finansijska berza<sup>108</sup>). Naime, finansijska berza kroz mehanizme objavljivanja informacija, kao i kotiranja hartija od vrednosti kompanija, značajno utiče na tržišnu kapitalizaciju kompanija, kao i na vrednost pojedinačne akcije. Svakako da dobra praksa korporativnog upravljanja podstiče tržište da vrednuje hartije od vrednosti kompanija kao poželjnu investiciju. Ovaj kontrolni mehanizam je objektivnog karaktera, budući da ekonomske snage finansijskog tržišta determinišu likvidnost akcija, kao i vrednost

<sup>107</sup> Privredna Komora Srbije, Kodeks korporativnog upravljanja i praksa korporativnog upravljanja u Srbiji, Privredna Komora Srbije, USAID, International Finance Corporation, 2013. godine, str. 14.

<sup>108</sup> Videti opširnije o finansijskoj berzi: Vunjak, N., Kovačević, Lj.: Finansijska tržišta, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet u Subotici, Subotica, 2015. godina, str. 193-218.

kapitala kompanija. Sa druge strane, neefikasan model korporativnog upravljanja proizvodi konsekvence na vrednost akcija. Kada je reč o ovom kontrolnom mehanizmu u Srbiji, nerazvijeno finansijsko tržište nema ovako senzitivne mehanizme kontrole. Takođe, domicilno finansijsko tržište je plitko, uz trend opadajuće likvidnosti. U takvoj situaciji, berza u Srbiji nije podsticajni mehanizam za unapređenje korporativnog upravljanja, već je prevashodno služila kao kvazi-tržišni mehanizam za realizaciju procesa vlasničke transformacije. U tom smislu, budući pravci razvoja korporativnog upravljanja u Srbiji moraju da budu zasnovani na aktivnom učešću svih relevantnih subjekata, pri čemu finansijska berza mora da preuzme odgovornost u postupku transfera validnih informacija o modelu korporativnog upravljanja. Na taj način će se doprineti objektivnijem informisanju potencijalnih investitora, samo finansijsko tržište će postati efikasnije, a korporativno upravljanje na mikro nivou će dobiti jedan sveobuhvatni i objektivni podsticajni mehanizam za samounapređenje.

Komparativno posmatrano, privreda Srbije bi trebalo da se strukturno reformiše prema uzoru na privredu naprednijih post-tranzicionih ekonomija, pre svega Češke. Naime, Češka beleži najveći obim tržišne kapitalizacije berze u odnosu na GDP, što implicira na veoma visok stepen razvijenosti tržišta kapitala. Imajući u vidu efikasnost tržišta kapitala kao kontrolnog mehanizma za korporativno upravljanje, razvojem finansijskog tržišta bi se stvorili preduslovi za razvoj zdrave prakse korporativnog upravljanja u Srbiji. Takođe, sledeći primer privrede Češke, privreda Srbije bi postala međunarodno konkurentnija, što bi proizvelo dodatne posledice u kontekstu ekspanzije spoljno-trgovinske razmene sa inostranstvom. Veća otvorenost privrede prema inostranstvu bi delovala pozitivno na transfer inovacija u zemlji, kao i na ekspanziju upravljačkih inovacija koje bi mogle da se primene u domicilnoj ekonomiji. Ovo bi imalo dodatne pozitivne posledice na povećanje konkurentnosti privrede, kao i na unapređenje prakse korporativnog upravljanja.

Pokazatelji performansi privrede Srbije su cikličnog karaktera, imajući u vidu ekspanziju u predkriznom periodu, kao i ozbiljno pogoršanje „finansijskog zdravlja“ u periodu posle 2009. godine. Iako ekzaktni podaci o finansijskim pokazateljima privrede Srbije nisu dostupni, ocena finansijskog položaja domicilnih kompanija je moguća na osnovu procene kvaliteta kredita koje su ove kompanije uzele od banaka. Naime, pokazatelj neperformansnih kredita (NPL) je u bankarskom sektoru Srbije pogoršan za prethodnih 5 godina gotovo četverostruko, sa 5-6% na iznos od 21-22%. Prema analizama NBS, najveći procenat neperformansnih kredita, oko 75% je odobren privrednim društvima. Ovakvo pogoršanje kvaliteta kredita ukazuje na nestabilan tok gotovine domicilne privrede, kao i na poremećenu finansijsku ravnotežu u korist dugoročnih izvora. Ovakva finansijska pozicija je ugrozila tekuću likvidnost kompanija u Srbiji, a globalna kriza i kašnjenje u primeni inovacija su stvorile opadajući pritisak na prihode. Posledično, smanjena likvidnost i smanjenje realizacije je privredu Srbije „koštalo“ smanjenja profita, što se odrazilo na enormno kašnjenje kod urednog servisiranja dospelih kreditnih obaveza.

Kao dodatni pokazatelj finansijske nestabilnosti, osim neurednog servisiranja obaveza prema bankama, za kompanije u Srbiji je tipično kašnjenje, a često i neizmirenje obaveza prema kupcima/dobavljačima. Zbog poremećene finansijske ravnoteže, privredu Srbije karakteriše „širenje“ lanca nelikvidnosti, uz nemogućnost pronalaženja zdravih izvora finansiranja neophodnih za održivi rast biznisa. Kao model razvoja,

može da posluži primer razvoja privrede Češke. Naime, uz strukturne reforme i efikasnu privatizaciju, Češka je otvorila svoje tržište za upliv stranih investicija, uz interna prilagođavanja i institucionalne reforme. To je doprinelo ekspanziji privrede i povećanju atraktivnosti ove ekonomije za inostrana ulaganja, ali i priliv kvalifikovane radne snage. Osim toga, geografska pozicija kao i članstvo u EU je doprinelo sistemskoj ekonomskoj i finansijskoj stabilnosti i multiplikovalo pozitivne efekte inicijalnog privrednog rasta.

Kada je reč o modelima/metodima za procenu finansijskog zdravlja i profitnog potencijala kompanija, tradicionalni metodi (ROI, RI i dr.) imaju inherentnu anomaliju koja se odnosi na statički pristup informacijama, kao i ex post orijentaciju, bez uvažavanja kvaliteta promene biznisa u esencijalnom smislu. Ipak, analiza ovih indikatora ima upotrebu u kontekstu praćenja dinamike sastavnih elemenata ovih indikatora performansi.

**Tabela br 57** Kalkulacija indikatora Kompanije „X“ (%)

Kompanija/Godina	2010.	2011.	2012.	2013.
S.R. Neto dobitka	----	23.8	-5.27	-5.35
Prinos na poslovna sr. (ROI)	18.97	20.69	16.91	14.34
Rezidualni dobitak (RI)	10.01	10.46	14.33	13.83
Stopa dobitka na prinos (ROS)	26.91	27.53	23.99	21.92
Profitna stopa	20.51	17.89	19.89	16.51

Prezentirana tabela prikazuje dinamiku indikatora performansi Kompanije „X“ u periodu od 2010. do 2013. godine. Analiza indikatora ukazuje da je finansijski potencijal Kompanije umanjen krajem posmatranog perioda. Takođe, prinos na poslovna sredstva je osetnije smanjen, što ukazuje na smanjenu efikasnost aktive u generisanju neto profita. Osim toga, stopa dobitka na prinos indicira da Kompanija beleži smanjenje efikasnosti upravljanja troškovima, budući da je sve manji udeo neto profita u ukupnim poslovnim prihodima. Konačno, rezidualni dobitak pokazuje efikasnost ulaganja u Kompaniju kao alternativnu investiciju u odnosu na jednogodišnji bankarski depozit. Posmatrajući dinamiku ovog indikatora, jasno je da je ulaganje u Kompaniju bilo sve atraktivnije. Istini za volju, ta atraktivnost je povećana prevashodno zbog smanjenja prosečne kamatne stope koju donosi jednogodišnji bankarski depozit oročen u bankama u Srbiji.

Za razliku od tradicionalnih indikatora performansi, EVA o svojoj definiciji dodate ekonomske vrednosti determiniše kvalitativnu promenu poslovanja kompanije kroz dodatnu ekonomsku vrednost. Zbog toga je EVA sveobuhvatniji pokazatelj poslovnih performansi kompanija, uvažavaju pristup „igre sa nultom sumom“: ukoliko jedan biznis ne dodaje novu vrednost, onda je „uništava“, što implicira da ga je potrebno modifikovati ili napustiti. Kao primer obračuna EVE navedena je Kompanija „X“, koja na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja ima sledeće finansijske pokazatelje.

**Tabela br 58** Finansijski pokazatelji Kompanije „X“

Godina	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Prodaja	7906723	8524033	8722863	9500000	9870000	10363500	10881675
Stopa R.		7.80%	2.30%	7.80%	5.00%	5.00%	5.00%
Amortizacija	411303	510500	514000	525972	552270	579884	608878
EBITDA	1976143	2142011	2185497	2344153	2472910	2596556	2726384
EBITDA S.R.		8.40%	2.00%	7.80%	5.00%	5.00%	5.00%
EBIT	1563840	1630596	1696946	18228677	1920110	2016116	2116922
EBIT st. ra.		4.30%	4.10%	7.80%	5.00%	5.00%	5.00%
					<b>Prosek</b>		
EBITDA racio	25.00%	25.10%				25.10%	
Amortizacija	5.20%	6.00%				5.60%	
EBIT racio	19.80%	19.10%				19.50%	
NOPAT*	1157242	1231100	1357557	1462941	1536088	1612893	1693537
Novčani tok		1308189	1410777	1408463	1496166	1546244	1601325
WACC	5.85%	5.80%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%	5.83%

\*NOPAT = EBIT\*(1-poreska stopa)

Na osnovu podataka je uočljivo da je Kompanija u prethodnom periodu poslovala uspešno, jer prihod pre oporezivanja beleži konstantno stopu rasta. Takođe, kompanija ima konstantno pozitivnu stopu rasta prodaje, kao i zadovoljavajuće pokazatelje EBIT racia i EBITDA racia. Konačno, Kompanija beleži rastući tok novca, kao i povećanje neto-operativnog profita posle oporezivanja.

**Tabela br 59** Obračun EVA za Kompaniju „X“

Godina	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Investirani kap.	6822104	7199677	6566004	7050000	7379000	7724450	8087173
WACC	5.90%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
Troškovi kapitala	399361	417346	382485	410679	429844	449967	471097
EVA	757880	813754	975072	1052262	1106244	1162926	1222441
Sadašnja vrednost	715068	769168	870679	887884	882052	876205	870347
završna godina = poslednja EVA/poslednji WACC							20985270
Promena zbog kapitala							-8087162
Sadašnja vrednost promene zbog kapitala							-7641998
Kumulativna diskontovana EVA							33014435
Ukupni dug							-6155765
Vrednost kapitala							26858670



Prezentirana tabela prikazuje obračun EVA za Kompaniju „X“ u periodu od 2008. do 2014. godine. Na osnovu podataka iz tabele je vidljivo da Kompanija snažno unapređuje performanse iz godine u godinu, budući da EVA ima konstantan rastući trend. Takođe, odbitkom duga koji nosi kamatu od kumulativne diskontovane vrednosti EVA je dobijena vrednost akcionarskog kapitala. Pozitivna vrednost ovog bilansnog entiteta ima signalno dejstvo, unoseći optimizam u pogledu budućeg poslovnog progressa i potencijala za sticanje profita Kompanije „X“.

## Zaključak

Korporativno upravljanje spada u atraktivno i dinamično područje istraživanja. Ono je posledica promene zakonodavstva, prateće regulacije privrednih društava i tržišta kapitala. Adekvatno korporativno upravljanje, odnosno sistem korporativnog upravljanja doprinosi efikasnosti i efektivnosti preduzeća i poboljšanju njihovog pristupa izvorima kapitala, kako spoljnim, tako i unutrašnjim. Korporativno upravljanje predstavlja skup propisa i procedura koji omogućavaju kompanijama viši nivo efikasnosti, te privlačenje finansijskih sredstava, kao i kadrova. Kao i svaki drugi oblik upravljanja, korporativno upravljanje predstavlja način upravljanja preduzećem, njegovim strukturama, poslovnim politikama, poslovnom kulturom i uspostavljanja odnosa sa stejkholderima, kao i drugim licima od značaja za rast i razvoj preduzeća.

Prema OECD publikacijama, korporativno upravljanje obuhvata skup odnosa između menadžmenta, upravnog odbora, akcionara i drugih interesnih grupa, obezbeđuje strukture koje postavljaju ciljevi preduzeća i determiniše načine postizanja ciljeva, kao i monitoring performansi preduzeća. Bord direktora, tj. upravni odbor treba da obezbedi takvo korporativno upravljanje koje će ponuditi odgovore na osnovna pitanja vezana za izgradnju i održavanje efektivnog procesa donošenja i sprovođenja odluka.

U cilju pomaganja Vladama zemalja članica OECD-a i zemalja koje nisu članice OECD-a u njihovim naporima da procene i poboljšaju pravni, institucionalni i regulatorni okvir za korporativno upravljanje u njihovim zemljama, doneti su OECD Principi upravljanja. Njihova svrha je da obezbede i smernice i predloge za finansijske berze, investitore, korporacije i druge učesnike u procesu razvoja korporativnog upravljanja. Principi korporativnog upravljanja se odnose kako na finansijske, tako i na nefinansijske kompanije čije su akcije ponuđene na tržištu. Radi se o principima koji predstavljaju opštu osnovu koju zemlje članice smatraju važnim za razvoj dobre prakse upravljanja. Pri tome je neophodno napomenuti da su principi neobavezujućeg karaktera, nemaju za cilj da pruže detaljna uputstva nacionalnim zakonodavstvima. Njima se pokušava izvršiti identifikacija ciljeva i predlaganje raznih sredstava za njihovo postizanje.

Dakle, cilj principa korporativnog upravljanja jeste stvaranje poverenja u odnosima unutar preduzeća koje predstavlja suštinu efikasnog poslovanja i povećanja atraktivnosti za investicije. Ciljevi su, kao što je to već navedeno, iskazani u obliku osnovnih smernica, kao što su: (1) Dobro korporativno upravljanje u funkciji zaštite prava akcionara trebalo bi da obezbedi modele koji akcionarima omogućavaju efikasno ostvarivanje svojih prava, a istovremeno i instrumente zaštite od njihove zloupotrebe. (2) Primena korporativnog upravljanja treba da obezbedi strateško vođenje preduzeća, efikasnu kontrolu rukovodstva od strane upravnog odbora i nadzornog odbora, kao i odgovornost odbora skupštini akcionara. (3) Korporativno upravljanje trebalo bi da obezbedi da izvršni organi imaju mogućnost da obavljaju svakodnevne aktivnosti razumno, u dobroj meri i isključivo u interesu preduzeća i da za svoje postupke odgovaraju upravnom odboru i skupštini akcionara preduzeća. (4) Korporativno upravljanje trebalo bi da u kontinuitetu obezbeđuje redovno, potpuno i tačno obaveštavanje o poslovanju preduzeća, uključujući informacije o finansijskom položaju, ekonomske parametre, informacije o vlasništvu i investitorima pristup tim informacija-

ma, kako bi oni mogli doneti prave odluke. (5) Korporativno upravljanje treba da uvažava i statutarna prava zainteresovanih lica, uključujući zaposlene u preduzeću. Ono treba da podstakne aktivnu saradnju između preduzeća i zainteresovanih lica u pravcu povećanja prihoda, vrednosti akcija preduzeća, kao i drugih hartija od vrednosti, ali i stvaranja novih radnih mesta. (6) Korporativno upravljanje treba da obezbedi efikasnu kontrolu finansijskih i poslovnih aktivnosti preduzeća, da omogući zaštitu zakonskih prava i interesa akcionara.

U državama razvijenih ekonomija je korporativno upravljanje razvijeno, dok je na području Jugoistočne Evrope po pitanju korporativnog upravljanja učinjeno veoma malo. Zapostavljanje korporativnog upravljanja može se pripisati datom načinu privređivanja, koji je bio prisutan na posmatranom geografskom području. Nakon „pada“ socijalizma i pojave privatizacije, kao i revitalizacije ekonomije po uzoru na kapitalističke modele, sa korporativnim upravljanjem su se počeli baviti svi relevantni faktori u društvu. Korporativno upravljanje zavisi od strukture političkog upravljanja određene zemlje u smislu donošenja zakonske regulative koja reguliše ovu oblast, ali isto tako ili i zavisi, od globalnih pravila i načina upravljanja akcionarskim društvima. Posmatrano sa makro nivoa, nesporno je da su pravila korporativnog upravljanja globalizovana pravila poslovnog sveta, što je dovoljan razlog da se ona prihvate kao univerzalna i način upravljanja korporacijama na tržištu.

Veza između dobrog korporativnog upravljanja i dobrih rezultata više je prisutna u državama sa „slabim“ zakonskim sistemima, koje omogućavaju stvaranje prostora za zloupotrebu prava akcionara. Pri tome, ograničavanje datog problema leži u činjenici da kompanije mogu da amortizuju uticaj neefikasnih zakona i njihove primene u određenoj meri, tako što će u svojim aktima usvojiti mere za dobro korporativno upravljanje i zaštitu investitora. Međutim, potrebno je istaći da to ne može biti zame-na za dobro uspostavljeni pravni sistem koji obezbeđuje dovoljnu zaštitu za investitore. Iz navedenih razloga, reforma pravnog sistema u oblasti korporativnog upravljanja predstavlja prioritet.

U kontekstu korporativnog upravljanja, važno je napomenuti da se u okviru finansijske teorije u vezi strukture kapitala postavlja pitanje: da li pored poslovnih i investicionih odluka imaju uticaja i finansijske odluke, kojima se menjaju odnosi u strukturi kapitala, odnosno određuje raspodela novčanih tokova na pojedina prava i pojedine investitore, može dobiti na povećanju vrednosti preduzeća. Odgovor na postavljeno pitanje može se objasniti u kontekstu teorija strukture kapitala. Prisutne su tri osnovne finansijske teorije o strukturi kapitala: (1) teorija tradicionalne škole o strukturi kapitala, (2) Modigliani-Miller teorija strukture kapitala i (3) teorija statičkog kompromisa.

Najvažniji i osnovni pokazatelj poslovanja nekog preduzeća koje je registrovano i na tržištu i koje se pojavljuje kao akcionarsko društvo jeste cena akcije kao vlasničke hartije od vrednosti. Pri tome je potrebno napomenuti da je akcionarsko društvo najrasprostranjeniji oblik organizacije privrednih preduzeća u savremenom kapitalizmu. Akcionarsko društvo karakteriše da se osniva upisom osnivačkog kapitala podeljenog na određen broj akcija jednake vrednosti po postupku predviđenom zakonom konkretne države. Zakon i akt o osnivanju predviđa postupak upisivanja akcija i njihov donosilac se javlja kao vlasnik akcije i akcionar u kapitalu u iznosu nominalne vred-

nosti dotičnih akcija. Akcionari učestvuju u raspodeli rezultata poslovanja društva srazmerno svom akcijskom kapitalu, ukoliko statutom društva nije na drugi način regulisano.

Korporativno preduzeće za obavljanje poslovnih funkcija, pored sopstvenog kapitala, često koristi finansijska sredstva iz spoljnih izvora koja ulaže u sopstvenu reprodukciju. Menadžment preduzeća treba da vodi računa, da pored obima i struktura izvora finansiranja, treba da je usaglašena i strukturi dugoročnih ulaganja. Kapital koji se pribavlja iz eksternih izvora predstavlja tuđi kapital (dugoročno pozajmljeni kapital) u obliku dugoročnih kredita, emisije obveznica i dugoročno oročenih uloga od strane trećih lica.

Izraz intelektualni kapital je postao sve češće pominjan i veoma raširen u ekonomskoj literaturi i predstavlja veoma značajnu komponentu korporativnog upravljanja. Intelektualni kapital je uključen u ekonomiju, upravljački, tehnološki i sociološki razvoj na način koji do sada nije bio poznat i upotrebljavan u praksi. Značaj intelektualnog kapitala ogleda se u: revoluciji informatičke tehnologije i informatičkog društva, porastu značaja znanja i ekonomije zasnovane na znanju, promeni u načinu na koji se vrše međuljudske aktivnosti i promeni vezanoj za tzv. mrežno društvo, kao i porastu inovacija kao glavne determinante konkurentnosti. Intelektualni kapital čine: svi zaposleni, njihova organizacija i sposobnost stvaranja vrednosti koju valorizuje tržište.

Značajno je napomenuti da je veoma teško identifikovati intelektualni kapital, a još teže izmeriti. Najteže je intelektualni kapital upotrebiti efikasno. Intelektualni kapital u eri "nove ekonomije" ima izuzetno veliki doprinos povećanju vrednosti poslovnog subjekta. Intelektualni kapital može da dostigne 80% do 90% vrednosti poslovnog subjekta, naročito u industrijskim granama koje su intelektualno intenzivne. Isto tako njegova vrednost (razlika između tržišne i računovodstvene vrednosti) ostaje (ne)pokrivena nevidljivim bilansom stanja.

Treba istaći da, računovodstvo zvanično u bilansima meri opipljivu imovinu, međutim sve više se ukazuje potreba da treba napraviti sisteme obračuna za neopipljivu imovinu. Ukazano je na potrebu povezivanja intelektualnog kapitala sa ciljevima koji će dovesti do konkurentne prednosti. U dosadašnjoj praksi veći broj poslovnih subjekata eksperimentiša sa metodama upravljanja intelektualnim kapitalom da bi se to postiglo. Iz ovih napora se pojavilo nekoliko metoda merenja, izveštavanja i upravljanja intelektualnim kapitalom, a svaki je poprimio nekako drugačiji prilaz. Pri tome je potrebno napomenuti da postoje velike razlike u pridavanju i uvažavanju intelektualnog kapitala u razvijenim zemljama i posmatranim zemljama u razvoju (usponu). Većina zemalja u razvoju, uz određene izuzetke, gde postoje određena nastojanja i pokušaji da se intelektualni kapital vrednuje, ne poznaje kategoriju intelektualnog kapitala. Samim tim, ni teorija ni praksa vrednovanja, odnosno merenja intelektualnog kapitala nije dovoljno prisutna u zemljama koje još uvek postavljaju osnovu za razvoj, odnosno razvijaju primenu principa korporativnog upravljanja (npr. Bugarska, Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Srbija i sl.).

U kontekstu intelektualnog kapitala, može se govoriti o: (a) ljudskom kapitalu, (b) strukturnom kapitalu, (c) relacionom kapitalu. Ljudski kapital se odnosi na celokupni raspon znanja, sposobnosti, veština, iskustva menadžera i zaposlenih u poslovnom

subjektu koja su neophodna da bi se pružila usluga ili proizvod klijentu. Ljudski kapital predstavlja pokretačku snagu intelektualnog kapitala i čini osnovu tržišne vrednosti kod poslovnog subjekta koji spadaju u industrijske grane koje su intelektualno intenzivne. Strukturni kapital podrazumeva organizacione sposobnosti, investicije u sisteme i alate odnosno operativnu filozofiju, koji se razvijaju da zadovolje zahteve tržišta i čiji su zadaci da ubrzavaju protok znanja u poslovnom subjektu i van njega. Ljudski kapital je beskoristan bez sistema i kanala koji ga mogu učiniti produktivnim i bez obzira što predstavlja izvor znanja i ideja. U kategoriju strukturnog kapitala se može svrstati svaki patent, zaštitni znak, menadžment alat, sistem informacionih tehnologija, napor za istraživanje i razvoj i sl. koji se primenjuju ili će biti primenjeni da unaprede efikasnost ili profitabilnost poslovnog subjekta. Strukturni kapital se može podeliti na procesni kapital i inovacioni kapital. Relacioni (klijentski) kapital ima ogroman značaj zbog toga što obuhvata vrednost relacija. On obuhvata sve odnose i veze s klijentima, poslovnim partnerima, kupcima, dobavljačima, segmentima tržišta. Lanac stvaranja vrednosti (materijalnih i nematerijalnih) počinje i završava se sa potrošačem, od koga svakako zavisi i opstanak svih proizvodnih i uslužnih delatnosti, a čijem zadovoljstvu, zahtevima i željama treba posvetiti najviše pažnje.

Razlika između kratkoročnog i dugoročnog finansiranja preduzeća odnosi se na nesigurnosti koje su vezane uz kamatne troškove. U slučaju kada se preduzeće finansira dugoročnim kreditom, kamatni troškovi koje preduzeće plaća u tom razdoblju trajanja kredita, su poznati. U situaciji kada je preduzeće zaduženo kratkoročnim kreditom, tada dolazi do situacije u kojoj kamatni troškovi nisu poznati, a naročito je to slučaj u uslovima refinansiranja. Srednjoročno finansiranje predstavlja najpovoljniju mogućnost finansiranja preduzeća u situaciji kada su prisutne stalne potrebe za sredstvima, a na tržištu su prisutne nepovoljne tendencije za izdavanje dugoročnih instrumenata. Na taj način srednjoročni dug (kredit) može obezbediti prilagođavanje potrebama za novčanim sredstvima.

U razvijenim tržišnim privredama dugoročno finansiranje korporacija se realizuje preko internog finansiranja i preko tržišta kapitala. Ovaj koncept je duži vremenski period dominirao, pri čemu je bankama dodeljivana uloga posrednika pri kreiranju i tržišnoj realizaciji hartija od vrednosti. Shodno tome, formirane su specijalne investicione banke, koje su vršile tržišnu promociju i plasman novih hartija od vrednosti. Takve banke još uvek nisu dovoljno prisutne u posmatranim ekonomijama u razvoju (zemljama u usponu).

Finansiranje preduzeća vlasničkim (svojinskim) instrumentima, odnosno akcijama, predstavlja drugo po veličini eksterno tržište kapitala. Dugovni instrumenti (obveznice) i vlasnički instrumenti (akcije) slični su po tome što i jedni i drugi obezbeđuju resurse za investiranje u kapitalnu opremu, limitirajuće resurse, istraživanje i razvoj i obuku koja preduzeću omogućava da prosperira, oni se razlikuju u nekoliko važnih aspekata. Na osnovu izvršene analize, moguće je uočiti da finansiranje preduzeća u analiziranim zemljama u tranziciji predstavlja tek početnu praksu.

Upravljanje preduzećima u savremenim uslovima poslovanja, pre svega u razvijenim zemljama, sa razvijenim sistemom korporativnog upravljanja, podrazumeva dizajniranje adekvatnog sistema mera performansi preduzeća. Merila performansi odnose se na oruđe, koje je neophodno periodično analizirati, da bi se, u skladu sa izmenje-

nim uslovima poslovanja, kao i izmenjenim potrebama, neka eliminisala, a druga usavršila. Tradicionalni sistemi za merenje performansi preduzeća, zasnovani na upotrebi finansijskih pokazatelja ne zadovoljavaju potrebe savremenih preduzeća. Oni omogućavaju merenje ostvarenih rezultata u prethodnom periodu. Ali, ovi sistemi za merenja ne pružaju dovoljno kvalitetne informacije za unapređenje performansi preduzeća u budućem periodu. U savremenom periodu razvijen je veliki broj različitih modela koji ukupno poslovanje preduzeća posmatraju mnogo kompleksnije, koristeći i finansijske, ali i nefinansijske pokazatelje.

U nekoliko poslednjih decenija razvijen je veliki broj savremenih sistema za merenje performansi preduzeća, što ukazuje na promenu potreba savremenih preduzeća u ovom domenu. Savremeni uslovi poslovanja su suštinski promenili osnovne pretpostavke kreiranja konkurentne uspešnosti preduzeća. Iz tog razloga tradicionalni sistemi merenja performansi preduzeća više nisu u mogućnosti da zadovolje potrebe savremenih preduzeća u pogledu merenja performansi i kontrole preduzeća.

Dividendna politika predstavlja aktuelno i veoma značajno pitanje u zemljama u tranziciji, koje su uvele ili se nalaze u fazi uvođenja principa korporativnog upravljanja. Pri tome je potrebno istaći da se teorija i praksa dividendne politike razlikuje u posmatranim zemljama u tranziciji (u usponu).

Politika dividendi predstavlja sastavni deo odluka o finansiranju preduzeća. Procenat dobiti isplaćen na ime dividendi pokazuje koji deo zarade se može zadržati u preduzeću kao izvor finansiranja. Politika dividendi predstavlja stav preduzeća o određivanju visine i načinu isplate dividende akcionarima, kao i definisanje stepena stabilnosti dividende. Značenje politike dividendi dolazi do izražaja kroz njen uticaj na: raspodelu neto dobiti, politiku finansiranja, politiku investiranja, strukturu kapitala, kao i maksimizaciju bogatstva vlasnika. Suština dividendne politike korporativnog preduzeća odnosi se na raspodelu neto-dobiti na dividendu i akumulirani dobitak. Neto-dobit preduzeća se dobija kada se od dobiti preduzeća oduzmu kamate na tuđi kapital i porez na dobit preduzeća. Polazeći od značaja dividendne politike, vremenom su nastale tri osnovne teorije: (a) rezidualna teorija, (b) teorija irelevantnosti dividende i (c) teorija relevantnosti dividende.

Isplata dividendi, kao i visina dividendi predstavlja veoma značajnu stavku za akcionare. Preduzeća mogu smanjiti dividende po osnovu nekoliko razloga. Neki od ovih razloga imaju vrlo negativne posledice na buduće novčane tokove i tekuću vrednost preduzeća, dok ostali razlozi obično imaju pozitivne implikacije. Vrednost preduzeća koja smanjuju dividende zbog male zarade i malih novčanih tokova treba da padne, dok vrednost preduzeća koja smanjuju dividende zbog dramatičnih poboljšanja izbora mogućih projekata treba da poraste. Istovremeno, finansijska tržišta imaju tendenciju da budu skeptična na ove druge promene, posebno ukoliko preduzeće koje tvrdi da će doći do povećanja dividende i prijavi nižu zaradu, a ima i u prethodnom poslovanju slabih prinosa na projekte. Zbog toga je važno ispitati radnje preduzeća u vreme smanjenja dividende i najave koje daju kompanije koje smanjuju dividende: da bi se procenilo da li se reakcija tržišta menja kao posledica te najave.

Treba istaći da je dividendna politika u direktnoj zavisnosti sa finansijskom politikom korporativnog preduzeća. Najčešće je na menadžmentu korporativnog preduzeća da

odluči, da li će u narednom periodu zadržati ili preneti deo neto-dobitka kao dividendu na akcionare. U uslovima kada postoji mogućnost za ulaganja uz prisutne finansijske efekte, menadžment će podržavati ulaganja, zadržati neto-dobitak i rast trajnog kapitala. U uslovima kada se ne mogu pronaći profitabilni programi za ulaganja, isplata novčane dividende biće prisutna u 100%-tnom iznosu. Opređenja akcionara u vezi raspodele neto-dobitka, ka novim ulaganjima ili ka isplati dividende zavisice od stope prinosa dotičnog ulaganja. Ukoliko se od ulaganja očekuje veći prinos nego što je traženi prinos investitora, tada opredeljenje investitora će ići u pravcu zadržavanja dobiti od strane korporativnog preduzeća. Suprotno ovome, ako je prinos sredstava manji od traženog prinosa, investitor će se opredeliti za isplatu novčane dividende.

Pri regulisanju određenih pitanja dividendne politike putem internih akata preduzeća u posmatranim zemljama u tranziciji, pažnju je potrebno usmeriti na sagledavanje strukture postojećih akcionara, kako bi se, u „duhu“ dobrog korporativnog upravljanja, određene odredbe koncipirale na način koji će odgovarati najvećem broju akcionara. Stoga, te odluke treba da odrede koju visinu dividende donose kategorije akcija, kao i način i raspored isplate dividende.

Procedure za utvrđivanje iznosa dividende trebalo bi da spreče mogućnost pogrešnog ubeđenja akcionara o iznosu dividende. Dividende se isplaćuju iz dobiti preduzeća, bilo da se radi o običnim ili prioritetnim akcijama. Prilikom izračunavanja dobiti, preduzeće treba da vodi računa da se rezultati izračunavanja dobiti za potrebe isplate dividendi poklapaju sa knjigovodstvenim rezultatima. Procedura isplate dividendi treba da je uređena na način da se sa dividendom poštuje pravo akcionara na isplatu iste.

Dugogodišnje poslovanje preduzeća u društvenoj svojini i nepostojanje tržišnog mehanizma, svakako su Srbiju dovele na početak tranzicije u pravcu modernih tržišnih ekonomija. To je uslovalo i nametnulo kao neophodno promenu načina razmišljanja i privatizaciju velikog broja preduzeća. Postalo je jasno, da je dobit osnovni motiv privređivanja i da treba težiti njegovoj maksimizaciji. Nastala je potreba formiranja tržišta kapitala koje obezbeđuju efikasnu alokaciju uvek ograničenog obima kapitala. Obnovljen je rad Beogradske berze na kojoj se kotiraju akcije velikog broja domicilnih preduzeća. To su sigurni koraci ka uspešnim i korenitim promenama. Pri čemu, vreme i znanje ostaju ključni faktor za realizaciju planiranih potreba. U sličnoj situaciji su se nalazile i posmatrane zemlje u tranziciji, odnosno Češka, Poljska, Mađarska, Bugarska, Hrvatska, pri čemu su promene u ovim zemljama, osim Bosne i Hercegovine, pokrenute nešto ranije u odnosu na Srbiju. Sve navedene zemlje, uz izuzetak BiH, su članice Evropske unije. Značajni koraci su učinjeni u pravcu uvođenja principa korporativnog upravljanja. Najveći uspeh zabeležen je u Mađarskoj, Poljskoj i Češkoj, dok su sa poteškoćama još uvek suočene Bosna i Hercegovina i Srbija.

Uvođenje korporativnog upravljanja i vrednovanje finansijskih performansi, zahtevalo je i određene promene u računovodstvenom izveštavanju. Značaj računovodstvenog izveštavanja naročito dolazi do izražaja u slučaju kada se finansijski izveštaji sa svojim podacima mogu koristiti pri upoređivanju poslovanja različitih poslovnih subjekata. Njihov informacioni značaj u tim slučajevima naročito dolazi do izražaja. Upoređivanjem poslovanja različitih poslovnih subjekata se vrši, sa aspekta likvidnosti, finansijske ravnoteže, profitabilnosti i sl. Putem podataka iz finansijskih izveštaja ola-

kšava se investitorima ulaganje kapitala u uspešne poslovne subjekte. Uporedivost omogućavaju samo informacije iz finansijskih izveštaja koje su zasnovane na istim računovodstvenim pravilima. Ovakvi finansijski izveštaji omogućavaju i poređenje podataka između tekućeg i prethodnog poslovnog perioda istog poslovnog subjekta i od značaja su za praćenje kretanja njegove uspešnosti. Uspešnost poslovanja je jedino objektivna ukoliko su podaci koji se upoređuju na istim osnovama zasnovani.

Razlike u računovodstvenim praksama pojedinih nacionalnih država glavni su uzrok nemogućnosti poređenja vrednosti kapitala i rezultata poslovanja poslovnih subjekata pojedinih zemalja. U uslovima globalizacije proces pripreme, prezentacije i obelodanjivanja finansijskih izveštaja vrši se u skladu sa računovodstvenim regulativama pojedinih zemalja, regulisane su različito, te su informacije o određenim veličinama neuporedive. Prisutne razlike u finansijskim izveštajima smanjuju efikasnost nacionalnog tržišta kapitala, a i onemogućavaju internacionalizaciju tokova kapitala. Isto je prisutno upravo zato što specifični finansijski izveštaji raznih zemalja, ne omogućavaju utvrđivanje svih mogućnosti ulaganja i izbor najboljih ulaganja.

Ključni pokretači promena finansijskog izveštavanja postaju investitori (institucionalni i individualni) koji traže izgradnju jedinstvenog sistema finansijskog izveštavanja i obelodanjivanja informacija (finansijskog i nefinansijskog karaktera) u celom svetu. To naravno, predstavlja izazove za posmatrane zemlje u tranziciji. Informacije koje su relevantne iz takvih finansijskih izveštaja su neophodne za donošenje relevantnih odluka o ulaganjima. Zapravo eliminisanje razlika u načinu oblikovanja računovodstvenih informacija iziskuju interesi kapitala. Finansijski izveštaji poslovnog subjekta treba da prezentuju relevantne informacije o efikasnosti korišćenja kapitala, kao i o poslovnim potencijalima koji će se koristiti u budućnosti. Ove informacije su neophodne investitorima kako bi mogli utvrditi perspektivu svojih ulaganja.

Proces globalizacije nametnuo je potrebu za međunarodnom transparentnošću i u oblasti računovodstvenog izveštavanja. Harmonizacija finansijskog izveštavanja iziskuje od računovodstva efikasnije sagledavanje finansijskog položaja poslovnih subjekata radi što veće zaštite kapitala i smanjenja rizika. Kvalitetno finansijsko izveštavanje je bazični uslov za prosperitet moderne privrede, za efikasnost finansijskog tržišta, kao i za harmonizaciju prakse finansijskog izveštavanja.

Korporativno upravljanje je esencijalni deo savremene poslovne prakse. Predstavlja standardnu praksu u zemljama sa razvijenom tržišnom ekonomijom, kao i u zemljama sa rastućim tržištima i tržištima u razvoju (u usponu). Neposredno je vezano za efektivno funkcionisanje tržišta. Korporativno upravljanje zasnovano na odgovarajućim principima i praksi, te tako doprinosi globalnom održivom razvoju i rastu nacionalnih ekonomija.

Korporativno upravljanje definiše prava i odgovornosti između različitih učesnika u kompaniji, u odboru, kod menadžera, akcionara i ostalih stejkholdera, te određuje pravila i procedure po pitanju donošenja odluka u vezi funkcionisanja kompanije. Na ovaj način, korporativno upravljanje obezbeđuje strukturu preko koje kompanija postavlja ciljeve, definiše načine ostvarivanja istih i obezbeđuje monitoring svojih performansi. U posmatranim zemljama u tranziciji: Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj, Bugarskoj, Hrvatskoj, Srbiji i Bosni i Hercegovini procesi privatizacije i implementacije kor-



porativnog upravljanja su ili većim delom okončani ili su u toku. U tranzicionom procesu navedenih zemalja mogu se uočiti određene sličnosti specifične za sve zemlje u tranziciji, ali i brojne razlike po pitanju uspešnosti sprovedenog procesa privatizacije, donošenja odgovarajućih zakonskih rešenja, uspostavljanja institucionalnog okvira, nastanka finansijskih tržišta i uvođenja sistema korporativnog upravljanja.

Istraživanja Svetske banke i Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) ukazuju na ključne karakteristike, tendencije određenih tranzicionih procesa i tokova u zemljama jugoistočne Evrope. Istraživanja se odnose na privatizaciju, koja se sprovodi (dok je u nekim zemljama već sprovedena) na različite načine, različite intentivnosti i rezultate privatizacije. Istraživanja potvrđuju konstituisanje finansijskog tržišta, tržišta novca i kapitala, finansijsku infrastrukturu, zakonsku regulativu i sistem i razvoj efikasnih institucija korporativnog upravljanja. Privatizacija je imala pozitivan uticaj na razvoj korporativnog upravljanja u skoro svim zemljama koje su prošle proces tranzicije. Pri tome, intenzitet uticaja privatizacije zavisio je od načina, organizacije i tempa izmene vlasničke strukture. Mnogo bolji efekti postignuti su u zemljama koje su privatizaciju vršile putem direktne prodaje, u odnosu na zemlje koje su sprovodile tzv. insajdersku privatizaciju. Takođe, efekti su bili bolji kod zemalja čije su promene u zakonodavstvu, organizacija privrednih sistema i stvaranje uslova za korišćenje stranih investicija bili uspešniji.

U zemljama u tranziciji, najučestaliji oblik neformalnih institucija se odnosi na koncentraciju vlasništva koja pruža mogućnost većinskim akcionarima da dobiju potrebne informacije i da ostvare kontrolu nad menadžmentom. Međutim, u uslovima koncentracije vlasništva, većinski akcionari mogu delovati protiv interesa manjinskih akcionara, zbog čega se problem korporativnog upravljanja pojavljuje na relaciji većinski akcionari i manjinski akcionari.

Ekonomiju 21. veka (novu ekonomiju) karakterišu ekonomske, socijalne, kulturne i druge promene, uslovljenim pojavom informatičkih i komunikacionih tehnologija. Promene koje su nastale posledica su: (a) informatike, (b) privatizacije, (c) deregulacije i (d) globalizacije. Jedna od najznačajnijih karakteristika ekonomije 21. veka jeste činjenica da se konkurencija više ne odvija na domaćem, odnosno lokalnom tržištu, već na svetskom (globalnom) tržištu. Suštinu ovog vida konkurencije čini znanje, shodno čemu intelektualni kapital zauzima dominantno mesto u ukupnom kapitalu preduzeća i postaje najvažniji oblik imovine.

Nastale promene u današnjoj ekonomiji su, pre svega, uticale na mirkoekonomskom nivou: na veliki broj privrednih grana zemalja u tranziciji (trgovina na malo, finansijske usluge, transport i sl.). Menadžerski informacioni sistemi najviše su doprineli povećanju, produktivnosti rada (tipičan primer je Poljska). Takođe, pozitivni trendovi i efekti koji se uočavaju u razvoju zemalja u tranziciji su brz razvoj elektronskog banкарства, elektronske trgovine, internet portala i sl. Po pitanju primene Interneta, odnosno elektronskog poslovanja, kako od strane stanovništva, tako i od strane privrede, u posmatranim zemljama u tranziciji, najveći napredak je učinjen u Češkoj, Poljskoj i Mađarskoj.

Politika Vašingtonskog konsenzusa (The Washington Consensus policy) dominantan je pristup u razvoju od ranih osamdesetih godina prošlog veka. Ovaj pristup se inici-

jalno prilagodio zemljama u razvoju, te je od „pada komunizma“ postao „konvencionalno“ prihvaćen u tranzicionim ekonomijama. Ovaj pristup se zasniva na tri krucijalne oblasti: privatizaciju i deregulaciju, makrostabilizaciju kroz nisku inflaciju i fiskalni deficit i liberalizaciju preko otvaranja ekonomija prema svetu. Akcenat se stavlja na prelazak sa državno vođene politike na tržišno orijentisanu politiku.

Neophodno je ukazati na činjenicu, da u zemljama u tranziciji, akumulacija tradicionalnih faktora proizvodnje (investicije u fizički kapital i u nešto manjoj meri u ljudski kapital), imaju mnogo veći značaj, nego što je to u razvijenim zemljama. Shodno navedenom, tradicionalni faktori proizvodnje će još dugo biti i ostati glavni nosioci ekonomskog rasta u zemljama u tranziciji. Pri tome, ne smeju se izgubiti iz vida zahtevi savremene globalne ekonomije. To znači, da zemlje u tranziciji treba prvo da razviju fizičku infrastrukturu, investiraju u obrazovanje radne snage i omoguće razvoj novih institucija.

Masovna privatizacija u Bugarskoj imala je veoma snažan i dugoročan efekat na restrukturiranje nacionalne ekonomije. Navedeno se ne ogleda isključivo u uticaju na privatizovana preduzeća, već i na ostale značajne institucije tržišne ekonomije, kao što su to finansijske berze. Osnovni problemi sa kojima se suočila Bugarska prilikom uvođenja korporativnog upravljanja jesu, između ostalog: dvosmislenost koncepta i terminološke poteškoće, proces restrukturiranja vlasništva i kontrola, poštovanje prava akcionara, sastavi i aktivnosti organa upravljanja, transparentnost i obelodanjivanje informacija, zastupljena uloga države i sl. Ono što karakteriše vlasničku strukturu kompanija u Bugarskoj, jeste visoka koncentracija vlasništva, kao i u većini drugih zemalja u tranziciji.

Donošenje Nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja predstavljalo je jedan od „koraka“ za uspostavljanje modernih pravila i normi za „dobro“ upravljanje javnim preduzećima. Cilj Kodeksa odnosi se na podsticanje tržišne demokratije i ekonomske „slobode“. Navedeni Kodeks za cilj ima uspostavljanje odgovarajućih okvira i pravila za implementaciju sistema korporativnog upravljanja, jačanje kompetentnosti bugarskih kompanija i postizanje veće atraktivnosti za strane investitore. Osnovni cilj bio je uspostavljanje ravnoteže između prakse u Bugarskoj i međunarodnih korporativnih standarda.

U bugarskim privatizovanim kompanijama postoji visoki nivo koncentracije vlasništva (kao i u većini drugih tranzicionih ekonomija), što omogućava akcionarima, odnosno određenoj grupi akcionara da imaju maksimalnu kontrolu nad menadžmentom kompanija. Pri tome, u velikom broju slučajeva, menadžeri privatizacionih fondova su bili direktno uključeni i u menadžment privatizovanih kompanija. Takođe je zastupljeno slabo prisustvo disperzije vlasništva, gde manjinski akcionari imaju određenu ulogu u korporativnom upravljanju. Stanje nakon procesa privatizacije posledica je nedovoljno razvijenih tržišnih odnosa u tranzicionim ekonomijama. Slična situacija je uočena u Češkoj, po okončanju procesa privatizacije, gde je nakon inicijalnog „buma“ na berzi, došlo do značajnog pada trgovine. Postojeća tendencija ka koncentraciji vlasništva i kontrole odgovara trenutnoj fazi razvoja tržišne ekonomije u Bugarskoj.

Češki proces privatizacije, koji je počeo 1991. godine je bio jedan od najranijih, sveobuhvatnijih i najbrže implementiranih privatizacionih procesa u Istočnoj Evropi. Pro-

ces privatizacije doveo je do relativno koncentrisanog vlasništva. Dve trećine akcija pripalo je investicionim fondovima. Većina finansijskih performansi čeških kompanija bile su, u određenim vremenskim periodima, znatno bolje nego u ostalim zemljama Istočne i Centralne Evrope, koje su se nalazile u tranziciji. Češka je, u procesu privatizacije, naglasak stavljala na brzinu sprovođenja reformi. Shodno tome, u veoma kratkom vremenskom periodu, oko 70% češke ekonomije transformisalo se u privatno vlasništvo. U procesu pripreme za privatizaciju, u kompanijama se uvodilo korporativno upravljanje, pri čemu se mnogo manje pažnje posvećivalo restrukturiranju kompanija. Treba istaći, da u literaturi autori kritikuju metod sprovedene privatizacije u Češkoj, naglašavajući slabosti „vaučer metoda“ poput neadekvatnog korporativnog restrukturiranja. Drugim rečima, odsustva istog u slučaju pojedinih kompanija, kao i konstantnog pada konkurentnosti.

Pojedine sprovedene studije o performansama preduzeća u zemljama u tranziciji Istočne i Centralne Evrope (Bugarska, Češka, Mađarska, Poljska, Rumunija, Slovačka i Slovenija) ukazuju na činjenicu da su češke kompanije imale najveću stopu rasta produktivnosti. Posle čeških kompanija, po studiji, slede kompanije iz Poljske i Slovačke. Rezultati istraživanja objašnjeni su koncentracijom vlasništva, koja je bila najveća u Češkoj. Centar za međunarodnu privatizaciju preduzeća i Centralno-evropski univerzitet razvili su program za bolje razumevanje odgovornosti korporativnog upravljanja, a sve u cilju jačanja korporativnih institucija u Centralnoj Evropi. Nakon što je program testiran prvo u Češkoj, realizacija programa nastavljena je u Mađarskoj, Poljskoj, Ukrajini i Rusiji.

Po pitanju tranzicionog procesa Mađarske, kao i uvođenja principa korporativnog upravljanja, ključnu ulogu imale su direktne strane investicije i poslovne aktivnosti velikih multinacionalnih kompanija. Stabilan privredni rast bio je postignut zahvaljujući prilivu stranih investicija koje su povećale tražnju. Takođe, u procesu tranzicije došlo je do značajnih promena u korporativnom sektoru prvenstveno kroz konverziju vlasništva, poboljšanja u proizvodnom sistemu, jačanje konkurentnosti, modernizaciju menadžment sistema i sl. Prema tome, prodaja državnih preduzeća strateškim investitorima i značajne investicione aktivnosti multinacionalnih kompanija dovele su do snažnog korporativnog vlasništva nad ključnim mađarskim privrednim aktivnostima. Direktne strane investicije su izazvale ogromne promene na strani ponude, odnosno u oblasti javnog, korporativnog sektora.

U Mađarskoj je uspešan prelazak sa planske ekonomije na tržišnu, a nakon toga i ulazak u Evropsku uniju, postignut prvenstveno stvaranjem odgovarajućeg pravnog okruženja. Postignuća zemlje u ovoj oblasti su bila značajna. Međutim, još uvek postoji odstupanje između zakonske regulative i primene zakona, odnosno izvršenja (funkcionisanja privrede), što je i učestala pojava u novonastalim tržišnim ekonomijama, koje prelaze na sistem korporativnog upravljanja. U mađarskoj privredi dominiraju strane kompanije, kao i domaće kompanije sa jakim vlasnicima koji su većinski akcionari, dok su u slučaju srednjih preduzeća, vlasnici i menadžeri koji su najčešće jedna te ista osoba.

Korporativno upravljanje u Bosni i Hercegovini još uvek nije u potpunosti prisutno, iako su mnogobrojni segmenti predmetne oblasti regulisani. Najznačajniji propisi koji se, na direktan ili indirektan način, bave korporativnim upravljanjem su, između osta-

log: (1) Zakon o preduzećima, (2) Zakon o javnim preduzećima, (3) Zakon o računovodstvu i reviziji, (4) Zakon o bankama, (5) Zakon o preuzimanju akcionarskih društava i sl. Pri tome je bitno napomenuti da su u Republici Srpskoj usvojeni Standardi korporativnog upravljanja, ali je primena istih u većini preduzeća još uvek nedovoljna.

Korporativno upravljanje zasniva se na nizu zakona i drugih propisa koji regulišu predmetnu oblast (koji predstavljaju formalna pravila) i od neformalnih pravila koja su definisana unutar ili između kompanija. Korporativno upravljanje u svom punom značenju nije prisutno u Bosni i Hercegovini. Entitetsko zakonodavstvo je regulisalo pojedine segmente tog sistema, shodno čemu predmetna oblast nije dovoljno obuhvaćena kako u teoriji, tako ni u praksi Bosne i Hercegovine. Napredak u ovoj oblasti napravljen je u smislu organizovanja nekoliko simpozijuma i međunarodnih konferencija o korporativnom upravljanju od strane Banjalučke berze tokom nekoliko poslednjih godina.

U procesu privatizacije osnovane su stotine društava čijim akcijama se trguje na dve berze (u Sarajevu i Banja Luci). Sprovedene reforme obuhvataju zakone kojima se unapređuje upravljanje državnim preduzećima, formiranje nove državne komisije za računovodstvo i reviziju, izradu zajedničke elektronske platforme za lokalne registre preduzeća, izradu novih zakona o hartijama od vrednosti i zakona o investicionim fondovima, te nedavno donesenu odluku entiteta da se imena najvećih vlasnika svakog javnog akcionarskog društva učine dostupnim javnosti.

Međutim i dalje postoje određeni izazovi i određena otvorena pitanja. Prisutne slabosti se odnose, pre svega, na sledeće činjenice: ulagači nemaju dovoljno zaštite, ključne informacije za brojna društva nisu dostupne ili su nekvalitetne, dužnosti članova odbora su nejasne, a obaveze ograničene. Entitetske komisije za hartije od vrednosti imaju ograničene nadležnosti i resurse za nadziranje velikog broja emitenata. Ne postoji kodeks korporativnog upravljanja, a informisanost o tom obliku upravljanja je limitirana. Takođe, postoje značajne razlike između entitetskih režima korporativnog upravljanja (zbog podeljenosti zemlje na dva teritorijalna entiteta), što može biti izvor dodatnih troškova i zabune među stranim i domaćim investitorima. Nedavno sprovedene reforme treba da se u potpunosti implementiraju, a entitetski zakoni o preduzećima temeljno da se revidiraju, usklade i međusobno i sa zahtevima EU-a. Takođe, iako je privatizacija u toku, državno vlasništvo je i dalje značajno. U procesu privatizacije je nastalo stotine hiljada akcionara, pri čemu je njihova kontrola koncentrisana.

Na poljskom finansijskom tržištu dominiraju uglavnom privatna preduzeća. Pri kraju procesa privatizacije, na tržištu su bile zastupljene akcije brojnih malih i srednjih preduzeća, osnovanih u poslednje dve decenije. Kao i u većini zemalja u tranziciji i finansijska berza u Poljskoj je započela sa radom bez adekvatne institucionalne infrastrukture. Po uzoru na ostale zemlje iz regiona, Varšavska berza je započela sa primenom principa korporativnog upravljanja 2001. godine. Osnovan je „Komitet najbolje prakse“, koji se sastojao iz predstavnika vlade i industrije, a čiji je cilj bio stvaranje Kodeksa prakse za kompanije. Prvi Kodeks predstavljen je 2002. godine, nakon čega je kompanijama bilo omogućeno da poštuju sve ili samo pojedine odredbe, odnosno pravila Kodeksa. Od donošenja, Kodeks je, pa do danas isti, po uzoru na praksu, a

shodno preporukama Evropske komisije, bio modifikovan dva puta. Međutim, iako većina kompanija poštuje odredbe Kodeksa, isto se odnosi samo na pojedina, a ne na sva pravila Kodeksa.

Poljski forum za korporativno upravljanje predstavlja nezavisno telo, koje obezbeđuje aktuelne i ažurne informacije o najznačajnijim radovima, istraživačkim aktivnostima i događajima u vezi korporativnog upravljanja u Poljskoj i Centralnoj i Istočnoj Evropi. Forum ima za cilj da unapredi informisanje i znanje i sticanje iskustva za implementaciju (poboljšanje implementacije korporativnog upravljanja u državi). Razvoj poljske berze i rastuće učešće stranih investitora poboljšava i unapređuje standarde korporativnog upravljanja u Poljskoj. Pojedini autori smatraju da Poljska i Mađarska imaju najstrožije i najrigidnije regulatorne mehanizme u cilju zaštite investitora od menadžmenta u odnosu na ostale zemlje u regionu. Osim toga, ove dve zemlje su uložile značajne napore u poboljšanje najčešće zanemarivanih zakonskih aspekata tranzicionih ekonomija.

Takođe, u Poljskoj je zapažen visok nivo koncentracije vlasništva, iz čega se može izvesti zaključak da poljske korporacije funkcionišu pod snažnim uticajem strateških ili kontrolnih investitora. Navedeno utiče na slabljenje prava manjinskih akcionara, a isto se vezuje i za isplatu nižih dividendi.

U Hrvatskoj postoji oko 3.000 akcionarskih društava, što predstavlja više od dva odsto ukupnog broja preduzeća. Prema zakonu o privrednim društvima iz 1993. godine, zastupljene su i druge pravne forme, ali samo akcionarska društva mogu da trguju na organizovanim berzama: Zagrebačka berza (osnovana 1991) i Varaždinska berza (osnovana 1993. godine). Investicioni fondovi regulisani su Zakonom o privatizaciji investicionih fondova i Zakonom o investicionim fondovima, kao i Zakonom koji se bavi pitanjem hartija od vrednosti. Sedam privatizacionih fondova nalazi se na berzanskom tržištu u Varaždinu. Ukupan broj kompanija koje su izlistane na berzi teško je utvrditi, s obzirom da objavljivanje kompletnih informacija o vlasništvu nije bilo obavezno.

Zakon o privrednim društvima propisuje osnovna prava akcionara i njihov tretman od strane organa vlasti. Zakon o privrednim društvima propisuje da nadzorni odbor obavlja svoje dužnosti sa punom odgovornošću i sa dužnom pažnjom. Takođe, od nadzornog, kao i od upravnog odbora, se očekuje da poslovanje vodi savesno i racionalno. Uglavnom ne postoje kodeksi razvijeni od strane poslovnih organizacija i nevladinih organizacija. Za svoje aktivnosti, spomenuta lica mogu krivično da odgovaraju pred nadležnim sudom. Međutim, u prvih šest godina otkako je Zakon o privrednim društvima stupio na snagu, po postupku privatizacije, nijedan predmet nije podnet nadležnim sudskim organima.

Zajednička karakteristika bivših socijalističkih zemalja jeste, između ostalog, da je bilo relativno teško razviti tržišni mehanizam na ostacima prethodno postojećeg sistema, pri čemu su uspostavljanje funkcionisanja tržišnog mehanizma i proces privatizacije osnovne pretpostavke korporativnog upravljanja. Postoje stavovi da su berze u Centralnoj Evropi nastale pre uspostavljanja adekvatne institucionalne infrastrukture. Kao posledica toga, često se nije obezbeđivala transparentna registracija akcija, mogućnost transfera vlasništva, kao i odsustvo manipulacije cenama. Takođe, trgo-

vinske odredbe nisu obezbeđivale minimum standarda finansijskog objavljivanja. Prema tome, može se izvesti zaključak da za vreme tranzicije, standardi korporativnog upravljanja su bili na izuzetno niskom nivou.

Proces korporativnog upravljanja se ne može nametnuti i potvrditi do kraja u zemljama u tranziciji u kojima vlasnička struktura nije jasna, u kojima se mala preduzeća kontrolišu od strane države (direktno ili indirektno), gde je prisutna politička nestabilnost i sl. U cilju redefinisavanja problema korporativnog upravljanja u zemljama u tranziciji, potrebno je ukazati na značaj oživljavanja poverenja stranih investitora. Taj problem bi se mogao svesti na uvažavanje načela kao što su: ispravnost (zaštite manjinskih akcionara), transparentnosti (unapređenje uvida javnosti i javnosti rada i dostupnosti pouzdanih podataka i zainteresovanim grupama), odgovornosti (odgovornosti uprave za račune kroz kontrolu i nadzor za odnose i ovlašćenja na relacijama između akcionara, odbora, menadžera i revizora i društvene odgovornosti). Korporativno upravljanje je od ključnog značaja za privlačenje stranih investicija, a zemlje sa slabije razvijenim zakonskim sistemima, odnosno odsustvom odgovarajućih pravnih propisa, pružaju više prostora za zloupotrebu prava akcionara, te investitori teško mogu da zaštite svoje interese.

U brojnim zemljama u tranziciji, u samom procesu implementacije korporativnog upravljanja, često se javljao problem nedostatka iskustva. Navedeni nedostatak posmatrane zemlje poput Češke, Slovačke i Mađarske pokušavale su prevazići angažovanjem menadžera iz tržišno i ekonomski razvijenih zemalja (na primer, Sjedinjenih Američkih Država, Velike Britanije ili Nemačke). Pod nedostatkom iskustva, u ovom smislu, podrazumeva i nedovoljno, odnosno neadekvatno znanje iz oblasti organizacije, upravljanja ljudskim resursima, reklame i odnosa s javnošću, poslovne komunikacije, hartija od vrednosti, poslovanja na finansijskim berzama, međunarodnih standarda i propisa.

Zajednička osobina zemalja u tranziciji (uključujući i zemlje koje su već završile svoj proces tranzicije) jeste odsustvo, odnosno nedostatak iskustva i sprovođenje odgovarajućih reformi. Uspostavljanje sistema korporativnog upravljanja je veoma dugačak, a često i spor proces. U sistemu korporativnog upravljanja je potrebno postepeno menjati svest svih stejkholdera, kako bi sistem korporativnog upravljanja doprinosio realizaciji boljih rezultata preduzeća, a u cilju ostvarivanja benefita za sve učesnike.

U zemljama gde se uspostavlja tržišna ekonomija, unapređenja korporativnog upravljanja može pomoći postizanju višestrukih ciljeva, kao što su jačanje poverenja investitora, ohrabrenje stranih i domaćih ulagača, povećanje rasta dodatne ekonomske vrednosti društava, povećanje produktivnosti i smanjenje rizika od sistemskih finansijskih neuspeha zemlje. Zemlje u tranziciji, zbog posebnosti nacionalnog privrednog i pravnog sistema, egzistiraju u situaciji u kojoj bi prava akcionara trebala biti bliže definisana. Nerazvijenost tržišta kapitala, neusklađena zakonska regulativa, proces obezvređivanja imovine u procesu privatizacije, su samo neki od osnovnih problema sa kojima se većina zemalja u tranziciji suočava.

Najučestaliji problemi sa kojima su se zemlje u tranziciji pri uspostavljanju modela korporativnog upravljanja, pre svega u procesu privatizacije, suočavale su, između ostalog: (1) nekonzistentan pravni sistem, (2) disperzija akcionarstva, (3) slaba zašti-

ta manjinskih akcionara, (4) odsustvo poslovne prakse, (5) neodgovarajuća i nekonzistentna implementacija zakonskih propisa i sl. Takođe, za probleme korporativnog upravljanja vezuju se i otvorena pitanja, kao što su: (1) promene pravne regulative, (2) odsustvo adekvatnih kadrova, (3) konflikti i sukobi interesa između većinskih i manjinskih akcionara, (4) nerazvijeno finansijsko tržište, (5) problem uticaja države, (6) slaba kontrola i nadzor nad menadžmentom u preduzećima i sl.

Shodno napred, u zaključcima iznetom, može se izvesti zaključak da je korporativno upravljanje u najvećem broj zemalja u tranziciji nedovoljno razvijeno, u poređenju sa razvijenim evropskim zemljama. Analiza tekuće situacije i mera za unapređenje korporativnog upravljanja bi trebalo započeti analizom tranzicionih reformi. Kada je reč o modelu privatizacije u Srbiji, društveno (državno) vlasništvo u kompanijama je vlasnički transformisano na osnovu aukcijske prodaje, kao i prodaje putem tendera. Takođe, manji broj kompanija je vlasnički transformisan, a jedan broj preduzeća je prodat u neposrednoj pogodbi, kao i posredstvom transfera akcija na Beogradskoj berzi. Ovakav model privatizacije nije stimulatивно delovao na razvoj tržišta kapitala, dok posledice toga možemo i danas da primetimo, posmatrajući stepen razvijenosti finansijskog tržišta. Te posledice se tiču broja HOV kojima se trguje, obima trgovine na berzi, kao i limitiranog broja finansijskih alternativa, podjednako važnih za alternativna ulaganja, diverzifikaciju portfolia aktive i upravljanje rizicima.

Mereno prema indeksu za privatizaciju malih i velikih preduzeća je ispod definisanog standarda (4,00). To ukazuje na nezavršen proces privatizacije, kao i na nizak kvalitet korporativnog upravljanja. Kada je reč o Srbiji, podaci o broju kompanija u posmatranom periodu nisu dostupni. Kada je reč o udelu tržišne kapitalizacije u GDP-u, lider po ovom pokazatelju u posmatranom periodu je bila Mađarska. Naime, berza u Budimpešti je višestruko povećala udeo tržišne kapitalizacije u GDP-u, da bi krajem 2001. godine ovaj udeo u Mađarskoj bio na nivou od skoro 20%. Liderska pozicija je pripala Mađarskoj nakon 1999. godine, kada je berza u Budimpešti po ovom parametru smenila berzu u Pragu.

Mereno prema indeksu konkurentnosti, privreda Srbije je prema parametru konkurentnosti zauzimala 87 poziciju, sa vrednošću indeksa od 3,67. U odnosu na tranzicione zemlje u uzorku, privreda Srbije je konkurentnija samo u odnosu na privredu Bosne i Hercegovine. Takođe, u 2006. godini je prisutno pogoršanje konkurentnosti u odnosu na 2005/2006. godinu, budući da je privreda Srbije rangirana kao 87 od 125 zemalja obuhvaćenih analizom. Imajući u vidu konkurentne performanse privrede Češke, privreda Srbije bi trebalo da poboljša efikasnost kako bi se približila „gornjoj“ trećini zemalja prema stepenu konkurentnosti njihovih ekonomija.

Korporativno upravljanje je od ključnog značaja za privlačenje stranih investicija. Međutim, zemlje sa slabije razvijenim zakonskim sistemima pružaju više prostora za zloupotrebu prava akcionara, tako da investitori teško mogu da zaštite svoje interese. Osnovni princip akcionarstva jeste da akcionari upravljaju preduzećem srazmerno uloženom kapitalu. Treba istaći, da se često izostavlja činjenica da je korporativno upravljanje podjednako značajno kako u javnom, tako i u privatnom sektoru. Pri tome, u konkretnoj praksi, institucionalizacija korporativnog upravljanja u kompanijama javnog sektora pridobija sve veći značaj.

Na osnovu podataka strukovnih udruženja stepen objavljivanja informacija o članovima upravljačke strukture na internet stranicama, kao i u finansijskim izveštajima nije na zavidnom nivou. Naime, objavljivanje informacija o članovima upravljačke strukture na internet stranici je zastupljeno u malom procentu, naročito kada je reč o širem sastavu Odbora direktora. U najvećem broju slučajeva se objavljuju podaci o vlasniku kompanije, kao i o inokosnom rukovodećem organu. Na osnovu informacija sa internet prezentacija uočljivo je da mnoge vodeće kompanije, kako iz privatnog, tako i iz javnog sektora objavljuju Kodeks korporativnog upravljanja, kao neobavezujući set principa za zdravu praksu upravljanja.

Najveći broj kompanija u Srbiji nema publikovan kodeks poslovnog ponašanja, odnosno etički kodeks. S tim u vezi, nije moguće izvršiti komparativnu analizu prema ovom parametru, niti je moguće pronaći veći broj kompanija u Srbiji koje bi mogle da budu smatrane istraživačkim uzorkom. Posledično, stanje korporativnog upravljanja u Srbiji, mereno prema ovom parametru je nezavisno. Takođe, kompanije u Srbiji bi trebalo da se ugledaju na kompanije iz Češke i Mađarske, u pogledu razvoja etičkog kodeksa, kao i objavljivanja informacija o usklađenosti sa istim. Kada je reč o objavljivanju informacija o eksternoj reviziji u Srbiji, iako egzaktni podaci nisu dostupni, najveći broj kompanija ne objavljuje podatke o procedurama i izboru eksternog revizora. Na području revizije finansijskih izveštaja, najdostupniji podaci su upravo revidirani finansijski izveštaji, budući da kompanije u skladu sa pozitivnim zakonskim rešenjima moraju da revidiraju izveštaje, pre nego ih učine javno dostupnim. Imajući u vidu iskustva razvijenih zemalja, kompanije u Srbiji bi trebalo da forsiraju praksu objavljivanja informacija o eksternoj reviziji. Time bi se povećalo poverenje investitora, što bi omogućilo efikasnije pribavljanje dodatnog kapitala iz eksternih izvora.

Model za poboljšanje korporativnog upravljanja i performansi privrede Srbije bi trebalo da se zasniva na iskustvima razvijenijih zemalja (npr. Češke), ali i korigovanju inherentnih anomalija koje su vidljive u tekućem periodu. Prvo, trebalo bi ubrzati institucionalne reforme, kako bi privreda dobila novi razvojni impuls. Drugo, u okviru kompanija bi trebalo uspostaviti interne razvojne centre koji bi, kroz tehnološka i procesna inovativna rešenja, unapredili konkurentnost kompanija, kako na domaćem tako i na inostranom tržištu. Treće, država bi trebalo da unapredi mehanizme za usmeravanje privrednog razvoja, kako bi kompanije mogle nesmetano da razvijaju nove proizvodne programe, da diverzifikuju svoj biznis i da nastupaju na inostranom tržištu. Četvrto, kompanije bi trebalo da uspostave fleksibilni model upravljanja, dovoljno čvrst da predstavlja kompaktnu celinu, ali ipak prilagodljiv stalno rastući poslovnim izazovima. Ovakav model bi doprineo prilivu novih informacija, proliferaciji novih poslovnih ideja i stvaranju internog konkurentnog miljea u okviru kompanija. Peto, neophodno je uspostaviti moderne standarde merenja performansi kompanija, kao i efikasne modele kompenzacija na osnovu ostvarenih rezultata. Time bi se motivisao menadžment i zaposleni da implementiraju nove tehnološke, razvojne i upravljačke trendove. Šesto, implementacija koncepta intelektualnog kapitala je izuzetno važna, imajući u vidu značaj kadrovskog potencijala za unapređenje performansi kompanija.



## Literatura

1. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics*, 14 (September 1985)
2. Allayannis G., Ofek E., Exchange Rate Exposure, Hedging and the User of Foreign Currency Derivatives, *Journal of International Money and Finance* 20(20), 2001
3. Andrić M., Krsmanović, B., Jakšić, D., Revizija, Proleter a.d., Bečej, 2004
4. Anđelić, M., Rodić, S., Šeškar, L., Uvod u korporativno upravljanje, Beogradska berza a.d., Beograd, 2004
5. Arbetsgruppen Konrad Den Ösynliga Balansräkningen Stockholm, 1998
6. Arnold, G., Corporate Financial Management, Pearson Education Limited, Prentice Hall/Financial Times, 2001
7. Babić, V., Nikolić, J., Uticaj strukture vlasništva na performanse korporacija: poređenje tržišnih i tranzicionih ekonomija, NMM, Palić, 2011. godine
8. Begović B., Bukvić, R., Živković, B., Mijatović, B., Hiber, D., Unapređenje korporativnog upravljanja, Beograd, 2003
9. Brcanski, B.: Problem ulaganja i ostvarivanja profita na brzo rastućim tržištima, *Montenegrin Journal of Economics* 2012 No 12, Vol. VI
10. Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., Corporate Finance, McGraw-Hill, Irwin, Boston, 2005
11. Brealey, R.A., Myers, S.C., Principles of Corporate Finance, McGraw-hill, Irwin, Boston, 2003
12. Brennan, N. and Connell, B. "Intellectual capital: current issues and policy implications", paper presented at the 23 rd Annual Congress of the European Accounting Association, Munich, 2000
13. Brkanić V., Optimalizacija bilančne strukture, RRIP Plus, Zagreb, 2002
14. Brummet, R.L., Flamholtz, E.G. and Pyle, W.C. 'Human resource measurement: a challenge for accountants', *The Accounting Review*, 45/1, 1968
15. Brzaković, T., Tržište kapitala, Čutura Print, Beograd, 2007
16. Bulgarian National Code for Corporate Governance, October, 2007
17. Burch, J., Cost and Management Accounting – A Modern Approach, West Publishing Co, Saint Paul, 1994
18. Calderon, C., Norman, L., Serven, L., Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions: Feedback and Macroeconomics Effects, World Bank Policy Research Working Paper 3192, Washington DC, 2004
19. Centar za liberalno-demokratske studije, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, nota br. 1 – Korporativno upravljanje i tranziciji u Srbiji, 2008. Godine
20. Choi, F., Frost, C., Meek, G., International Accounting, Third Edition, Prentice Hall International, 1999
21. Claessens, S., Djankov, S., Pohl, G.: Ownership and Corporate Governance – Evidence from the Czech Republic, Public Policy for the Private Sector, The World Bank Group, maj 2001. Godine
22. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics*, 14, 1985
23. Cvijić, J., Autobiografija i drugi spisi, SKZ, Kolo LVII knjiga 394, Beograd, 1965
24. Czajlik, I., Vincze, J.: Corporate Law and Corporate Governance, The Hungarian Experience, Discussion Papers, MT- DP. 2004/11, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, 2004. Godine

25. Časopis Ekonomika, Izdavačko preduzeće Ekonomika, Beograd, 2004-2007
26. Časopis Ekonomist – magazine, NIP “E-press” d.o.o., Beograd, 2004-2007
27. Časopis Ekonomist, Savez ekonomista Jugoslavije, Beograd, 2000-2007
28. Časopis Finansije, Grmeč, Privredni pregled, Beograd, 2004-2007
29. Časopis Finrar, Mjesečni stručni časopis Saveza Računovođa i Revizora Republike Srpske, Banja Luka, 2006-2007
30. Časopis Poslovna politika, Privrednik, Beograd, 2004-2007
31. Časopis Privredni savetnik, Časopis za računovodstvo i poslovne finansije, Beograd, 2006
32. Časopis Računovodstvena praksa, SRRS, Beograd, 2004-2007
33. Časopis Računovodstvo, SRRS, Beograd, 2000-2007
34. Časopis Strategijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 2000-2006
35. Čolak Mihalik, M.: Korporaciono upravljanje I modeli korporacionog upravljanja, Prilozi saradnika, Vojvođanska banka ad Novi Sad
36. Ćirović, M., Bankarstvo, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2007
37. Ćirović, M., Fuzije i akvizicije, Prometej, Novi Sad, 2004
38. Damodaran, A., Corporate Finance, John Wiley and Sons, Inc., New York, 2001
39. Damodaran, A.: Korporativne finansije – Teorija i praksa, MODUS, Podgorica, 2007
40. Dederick, D., Corporate Governance – Hungary, Getting the Deal Through, 2005. Godine
41. Denčić-Mihajlov, K.: Corporate Governance in Serbia: An Overview of Recent Developments, Facta Universitatis, Series: Economics nad Organization Vol. 3 No 2, 2006. Godine
42. Denčić-Mihajlov, K.: Reforms of Corporate Governance and Takeover Regulation: Evidence from Serbia, South-Eastern Europe Journal of Economics 2, 2009. Godine
43. Di Piazza, S., predsednik globalne mreže Price Waterhouse and Coopers, godišnja IASB konferencija nacionalnih asocijacija odgovornih za donošenje i implementaciju Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, časopis Računovodstvo br. 9 – 10, 2006
44. Dmitrović Šaponja Lj., Milutinović S., Šijan G., Kvalitativne karakteristike finansijskih izveštaja, 10.međunarodni skup SymOrg, Zlatibor, FON, Beograd, 2006
45. Dmitrović Šaponja Lj., MSFI i savremeno finansijsko izveštavanje, Zbornik radova 10. Kongresa SRRRS u B. Vrućici, 2006
46. Dmitrović Šaponja, Lj., Finansijsko izveštavanje u zemljama EU, Zbornik radova, Zlatibor, 1997
47. Dmitrović Šaponja, Lj., Šijan, G., Međunarodni računovodstveni standardi u funkciji harmonizacije finansijskog izveštavanja, časopis Anali broj 12, Ekonomski fakultet, Subotica, 2004
48. Dmitrović Šaponja, Lj., Šijan, G., Milutinović, S., Intellectual Capital: Part of a Modern Business Enterprise of the Future, Proceedings of the 5<sup>th</sup> International Conference of the Faculty of Management Koper, University of Primorska, Slovenia, Portorož, 2004
49. Dorner, S.: Corporate Governance in Poland
50. Dostanić, G., Tržište kapitala – trenutna slika, Bilten Beogradske berze, broj 100, Beograd, mart 2004
51. Drucker P., Nova zbilja, Novi Liber, Zagreb, 1992

52. Drury, C., Management and Cost Accounting, Internatinal Thomson Business Press, London, 1996
53. Dugalić, V., Cene akcije (fundamentalna i tehnička analiza), Stubovi kulture, Beograd, 2001
54. Dugalić, V., Cene akcije, Stubovi kulture, Beograd, 2001
55. Dzikowski, R., Management Accouting, The magazine for chartered management accountans, The Chartered Institute Of Managment Accountants (CIMA), UK, London, 2000
56. Dzikowski, R., Management Accouting, The magazine for chartered management accountans, The Chartered Institute Of Managment Accountants (CIMA), UK, London, 2000
57. Dželetović, M., Živković, A., Bojović, P., „Bankarski menadžment“, Beograd, 2008
58. Đuričin, D.: Tranzicija u Srbiji: rezultati i objašnjenja, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. Godine
59. Edvinsson, L., 'Developing intellectual capital at Skandia', Long Range Planning, 30/3, 1997
60. Edvinsson, L., Corporate longitude: what you need to know to navigate the knowledge economy, Financial Times Prentice Hall, London, 2002
61. Edvinsson, L., Malone, M., Intellectual Capital: Realising your company's true value by finding its hidden brainpower, Harper Collins Publishers Inc., New York, 1997
62. Farndale, E., et al., The role of corporate MNCs: The interplay between Corporate, Regional/National and Plant level, Cornell University, 2004
63. FASB: Original Pronouncements Accounting of Standards, vol. II 1994. APB Option 22 – Disclosure of Accounting Policies, april, 1972
64. Flamholtz, E.G. 'Human reasurce accounting: an overview', in G.Siegel and H.Ramananskas-Marconi (eds): Behavioral Accounting, Cincinnati: South Western Publishing, 1989
65. Foley, J.B., Tržište kapitala, MATE, Zagreb, 1998
66. Gajić, B., Integrisani savremeni sistemi za merenje performansi preduzeća, Ekonomski anali br. 161, Ekonomski fakultet Beograd, 2004
67. Garvin, D., Building a Learning Organization, Harvard Business Review, July-August, 1993
68. Gitman, L.J., Principles of Managerial Finance, Addison Wesley, Boston, 2005
69. Gogan, P.A., Integracije, akvizicije I restruktuiranje korporacija, Prometej, Novi Sad, 2004
70. Gray, S. Schweirkar, J, Roberts, C., International Accounting: A Case Approach, 1995, citat prema mr Jasmina Bigićević, „Uzroci međunarodnih razlika u finansijskom izveštavanju“, Računovodstvo br. 5-6/2006
71. Gray, S., Needles, B., Finansijsko računovodstvo – opšti pristup, prevod SRRS, 1999
72. Gröyer, J.E. & Johanson, U., Personalekonomisk Redovisning och Kalkylering, Stockholm, Arbetarskyddsämnden, 1991
73. Hammer, M., Champy, J., Reeengineering the corporation-a manifesto business revolution, Nicholas Brealey Publ. London , 1994
74. Haugen, A.R., Modern Investment Theory, Prentice Hall, New Jersey, 2001

75. Hekimian, J.S. and Jones, C., 'Put people on your balance sheet', *Harvard Business Review*, 43/1, 1967
76. Hertz, D., *Risk Analasys in Capital Investment*, Harvard Business Rerview, 1964
77. Hope. J. And Hope. T., *Competing in the third wave: The ten key management issues of the information age*. Boston: Harvard Business School Press, 1998
78. Horne, J.S.V., *Financial Management and Policy*, Prentice Hall, New Jersey, 2002
79. Horne, J.S.V., Wachowicz, J.: *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Data Status, Beograd, 2007
80. Horne. J.S.V., *Finansijsko upravljanje I politika (Finansijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1997
81. Horngren, Ch., Bhimani, A., Datar, S., Foster, G.: *Management and Cost Accounting*, Financial Times, Prentice Hall, SAD, 2002
82. IER Discussion Paper Series (B) No. 31: *Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary*, Institute of Economic Research Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, January 2005
83. Ilić B., *Dvadeset prvi vek – vek nove ekonomije i njene implikacije*, časopis Računovodstvo, br. 7 – 8, Beograd, 2004
84. Ilić, B.: *Perspektive razvoja zemalja u tranziciji*, Ekonomski anali br. 165, Ekonomski fakultet, Beograd, april – jun 2005. Godine
85. *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies – A Handbook*, Center for International Private Enterprise, March 2010
86. *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies – A Handbook*, Center for International Private Enterprise, March 2002
87. *International Accounting Standards Committee (IASC a od 01.04. 2000. godine IASB)*
88. Jakopin, E.: *Regulacija javnog sektora, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti*, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. Godine
89. Janković, M., *Hipotekarno tržište- razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje*, Beograd, 1999
90. Jednak, J., *Finansijska tržišta*, BPŠ, Beograd, 2008
91. Johanson, U., Mortensson, M. and Skoog, M., "Measuring and managing intangibles: eleven Swedish exploratory case studies", paper presented at the International Symposium Measuring Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects, OECD, Amstrdam, June, 1999
92. Kaplan, R., Norton, D., *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*, Harvard Business Review, 1992
93. Kean, F.R., *Corporate finance*, Blackwell, Cambridge, 1995
94. Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W., Scott, D.F: jr., *Financial Management*, Pearson, Prentice Hall, New Jersey, 2005
95. *Korporativno upravljanje i tranzicija u Srbiji*, Projekat: Korporativno upravljanje: Pet godina kasnije, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2008

96. Kowalewski, O., Stetsyuk, I., Talavera, O.: Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-09, 2007. godine,
97. Kozlik, M: Problemi zaživljavanja korporativnog upravljanja u privredama u tranziciji sa posebnim osvrtom na stanje u Republici Srpskoj – magistrarski rad, Panevropski Univerzitet, Banja Luka, 2012. Godine
98. Krasulje, D., Ivanišević, M., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003
99. Krstić, B., „Bankarstvo“, Ekonomski fakultet, Niš, 2001
100. Krstić, B., „Monetarni fiskalni menadžment“, Ekonomski fakultet, Niš, 2001
101. Kukoleča, M. S., Organizaciono poslovni leksikon, Zavod za ekonomske ekspertize, Beograd, 1990
102. Lehmann, A., Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Income, Repatriations and Financial Vulnerabilities, IMF Working Paper WP/02/47, Washington DC, 2002
103. Lush R.F.& Harvey M.G., The Case for an Off-Balance-Sheet Controller, Sloan Management Review, 1994
104. Malešević, Đ., Starčević, V., Poslovna analiza, Fakultet poslovne ekonomije Bijeljina, Bijeljina, 2010.
105. Management Accounting, The magazine for chartered management accountants, CIMA, London, 2000
106. Marković N., časopis Kvalitet, članak pod nazivom "Intelektualni kapital i uravnoteženi pokazatelji uspeha", Beograd, 2003. God
107. Marković, N., časopis Kvalitet, članak pod nazivom "Intelektualni kapital i uravnoteženi pokazatelji uspeha", Beograd, 2003
108. Marr, B., Gray, D., Neely, A., Why do Firms Measure their Intellectual Capital?, Journal of Intellectual Capital, Vol. 4. No. 4
109. Marušić, S., "Ugovor o lizingu u inozemnom, međunarodnom i našem trgovačkom (privrednom) pravu", Male strane informatora, br.3654, Zagreb, 1989
110. Mc Watters, C.S., Morse, D.C., Zimmermann, J.L., Management Accounting, McGorw – Hill Hagler Education, New York, 2001
111. Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja IFRS Prevod SRRS, Beograd, 2005
112. Mertins, K., Heisig, P., Vorbeck, J., Knowledge Management, Concepts and Best Practices, Second Edition, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, Germany, 2003
113. Milačić R.V., Intelektualni kapital- Apologije ljudskog duha, Evropski centar za mir i razvoj (EPCD), Beograd, 1999
114. Milenković, I., Međunarodno bankarstvo, Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, 2011.
115. Miles, R., Leading Corporate Transformation, Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 1997
116. Milićević, V., Upravljačko računovodstvo i kreiranje vrednosti za vlasnike – savremeni pristup rentabilnosti preduzeća, Računovodstvo i finansijski menadžment preduzeća i banaka, XXXII simpozijum, Zlatibor
117. Miller, E., "On the Systematic Risk of Expansion Investment", Quarterly Review of Economics and Business, 228, 1988
118. Miller, M., Debt and Taxes, Journal of Finance, 1977

119. Milost, F., Računovodstvo človeških zmožnosti, Visoka šola za management, Koper, Slovenija, 2001
120. Miljanović M., Popović D., Kučinar R., časopis Kvalitet, članak pod nazivom "Konkurentna prednost u sferi intelektualnog kapitala", Beograd, 2004
121. Mishkin, F., Eakins, S., Finansijska tržišta i institucije, MATE d.o.o. Zagreb, 2005
122. Miškić, M., Korporativno upravljanje sa posebnim osvrtom na društva za osiguranje – doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo I menadžment, Novi Sad, 2008. Godine
123. Moffett, M., Stonehill, A., Eitman, D., Fundamentals of Multinational Finance, Addison/Wesley, Boston, 2003
124. Mortimer, T.: Corporate Governance in Poland, Corporate Ownership & Control / Volume 7, Issue 2, Winter 2009 – Continued – 3, Virtus Interpress, 2009. Godine
125. Mouritsen J., Bukh P. N., Marr B., Reporting on Intellectual Capital: Why, What and How, Measuring Business Excellence, Vol. 8, No.1, 2004
126. Mueller, G., Gernon, H., Meek, G., Accounting, An International Perspective, Fourth Edition, Richard D. Irvin, 1997
127. Nam, P. S., The principles of design, Oxford University Press, New York, 1990
128. Neil, G., Management Masterclass, Nicholas Brealey Publ. London, 1990
129. Nermien, A., Comprehensive Intellectual Capital Management, Step –by-step, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, USA, 2004
130. Niven, P.R., Balanced Scorecard, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002
131. Novičević, B., Antić, Lj., Stevanović, T., Upravljanje performansama preduzeća, Ekonomski fakultet, Niš, 2006
132. OECD principi korporativnog upravljanja, Misija OEBS-a u Srbiji i Crnoj Gori, Sektor za ekonomska pitanja i politiku životne sredine, Beograd, 2004
133. OECD smjernice za korporativno upravljanje u državnim preduzećima, OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj, Revicon d.o.o. Sarajevo, 2008. Godine
134. Organisation for Economic Co-operation and Development(OECD), "Guidelines and instructions for OECD Symposium", International Symposium Measuring Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects, June, Amsterdam, OECD, Paris, 1999
135. Okvir za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja, par. 49, Prevod SRRS, 2007
136. Organization for Economic Cooperation and Development (OECD): Final Report: Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experience, Issues and Prospects, OECD, Paris, France, 2000
137. Peev, E.: The Political Economz of Corporate Governance Change in Bulgaria: Washington Consensus, Primitive Accumulation of Capital, and Catching-Up in the 1990, CEI Working Paper Series, No. 2002-1, Center for Economic Institutions Working Paper Series, 2012. godine
138. Petrović, E., Denčić-Mihajlov, K.: Međunarodno poslovno finansiranje – spceijalna pitanja i problemi, Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu, Niš, 2010. godine
139. Petrović M., U čemu je interes Srbije za primenu MRS i IFRS, časopis Računovodstvo br. 9, SRRS, 2005

140. Petty R., Guthrie J., Intellectual capital literature review, Measurement, reporting and management, The University of Hong Kong, Hong Kong and Macquarie Graduate School of Management, Sidney, Australia, 2001
141. Petty, R. and Guthrie, J. "The case for reporting an intellectual capital: evidence, analysis and future trends", Dahiya, S.B. (Ed.), The Current State of the Business Discipline, Spellbound Publications, Rohtak, 2000
142. Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd (broj 04/2-2690, od 22.11.2006.god).
143. Prohaska, M., Tchipev, P.: Establishing Corporate Governance in an Emerging Market: Bulgaria, Center for the study of Democracy, 2000. Godine
144. Radenković-Jocić, D., Sekulić, V.: Korporativno upravljanje, Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu, Niš, 2013. godine
145. Ranković, M. J., Teorija bilansa I, Deveto izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006
146. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment – Republic of Croatia, September 2001
147. Report on the State of Corporate Governance in the Czech Republic in 2012, Deloitte – Corporate Governance Centrum, Czech Institute of Directors, 2012. Godine
148. Ristić, Ž., Tržište kapitala, Teorija I praksa, Izdavač: dr Života Ristić, Beograd, 2004
149. Roll, R., The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, Journal of Business, 59, April, 1986
150. Roos, J., Roos, G., Dragonetti, N. and Edvinsson, L., Intellectual Capital: Navigating in the New Business Landscape, Macmillan Business, London, 1997
151. Rosenberg, Lj., Ugovor o leasingu, "Ugovori autonomnog privrednog prava", Informator, Zagreb, 1974
152. Roslender, R., and Dyson, J.R. 'Accounting for the worth of employees: a new look at an old problem', British Accounting Review, 24/4, 1992
153. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., Corporate Finance, McGraw-Hill, Irwin, Boston, 2005
154. Sackman, S.A., Flamholtz, E.G. & Bullen, M.L., Human Resource Accounting: A State-of-the-Art Review, Journal of Accounting Literature, vol. 8, 1989
155. Savić, N.: Konkurentnost I javno upravljanje, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski biznis forum, 2007, Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, 2007. Godine
156. Shapiro, A.C., Balbirer, S.D., Modern Corporate Finance, Prentice Hall, New Jersey, 2000
157. Shapiro, A.C., Modern Corporate Finance, Blackwell, Cambridge, 1995
158. Society of Management Accountants of Canada (SMAC): The management of intellectual capital: The issues and the practice. Issues Paper # 16. The Society of Management Accountants of Canada, 1998
159. Starčević, V., Rizici od bitnog uticaja na kreditni bonitet preduzeća, Economics, Časopis za ekonomsku teoriju i analizu, Sveska 1, Br. 1, 2013.
160. Stevanović, N., Malinić, D., Upravljačko računovodstvo, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006
161. Stewart T., Intellectual Capital, The New Wealth of Organizations, Bantam Books, London, 1997

162. Stewart T.A., *Intellectual Capital, the New Wealth of Organizations*, Doubleday, New York, 1997
163. Stewart, T., *Intellectual Capital, The New Wealth of Organizaitons*, Bantam Books, London, 1997
164. Stojanović, R., *MRS 8 – Računovodstvene politike, promene računovodstvenih procena i greške, Računovodstvene politike, Priručnik za profesionalne računovođe*, SRRS, Beograd, 2006
165. Sveiby, K.E., *the Organizational Wealth: Managing Measuring Knowledge-Based Assets*, Berret-Koel+hler Publishers, San Francisco, 1997
166. Šijan, G., *Intelektualni resursi I njihova kvantifikacija u intelektualni capital – izazov za računovodstveno izveštavanje*, Magistarski rad, Ekonomski fakultet Subotica, 2007
167. Šoškić, B.D., Živković, R.B., *Finansijska tržišta I institucije*, Prvo izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006
168. Teweles, J.R., Brandley, S.E., Teweles, T., *The Stock Market*, 6<sup>th</sup> Edition, John Willey & Sons, Inc., New York, 2001
169. *The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies*, Polskie Forum Corporate Governance, June, 2002. Godine
170. *The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies*, Polskie Forum Corporate Governance, June, 2002. Godine
171. *The Danish Trade and Industry Development Council: Intellectual Capital Accounts (Reporting and managing intellectual capital)*, Copenhagen, Denmark, 1997
172. *The Perfomance-based Management, Handbook, A six-Volume Compilation of Techniques and Tools for implementing the Government Performance and results Act of 1993*, 2001
173. *Tjänesteforbundet Tjänestefortagens värden, rekommendationer om styrtalet i tjänestefortag Stockholm*, Tjänesteforbundet, 1993
174. Todorović, Z. Čanak, J., *Računovodstvene politike kao ishodište finansijskog izveštavanja*, Zbornik radova 35. simpozijum, SRRS, Zlatibor, 2004
175. *Trajni registar – sudski registar, registar emitenata*, Centralni registar hartija od vrednosti.
176. UNCTAD, *World Investment Report 2004, The Shift Towards Services, Overview*, United Nations, New York, Geneva, 2004
177. Upton, W., *Challenges from the New Economy for Business and Financial Reporting, Intangible Assets – Value, Measures and Risks*, ed.Lev.B., Hand J., Oxford University Press, 2003
178. Vasiljević, B., *Osnovi finansijskog tržišta*, Princip, Beograd, 2002
179. Vunjak, N., Čurčić U., Kovačević, Lj.: *Strategijski menadžment u bankarstvu*, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Internacionalni Univerzitet Travnik, 2011
180. Vunjak, N., *Finansijski menadžment – Poslovne finansije*, (knjiga 5), Proleter a.d., Bečej, 2005
181. Vunjak, N., *Finansijski menadžment (knjiga 6) – Poslovne finansije*, Proleter a.d., Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2010
182. Vunjak, N., *Finansijsko izveštavanje I finansijsko tržište*, XXXV Simpozijum Saveza RR Srbije, Zlatibor, 2004



183. Vunjak, N., Kovačević, Lj., *Finansijsko tržište i berze: savremeni finansijski trendovi*, Proleter a.d., Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Unireks a.d., Podgorica, 2008
184. Vunjak, N., Kovačević, Lj.: *Finansijska tržišta*, Proleter a.d. Bečej, Ekonomski fakultet u Subotici, Subotica, 2015
185. Vunjak, N., Kovačević, Lj., *Bankarstvo (bankarski menadžment)*, Proleter a.d., Bečej, Ekonomski fakultet, Subotica, 2006
186. Vunjak, N., Kovačević, Lj., *Transfer novčanih sredstava korporativnih preduzeća*, XXXVI Simpozijum Saveza RR Srbije, Knjigovodstvo (časopis), 2005
187. Vunjak, N., *Kreditna politika I kreditni standardi korporacijskih preduzeća*, Anali (časopis), Ekonomski fakultet, Subotica, 2002
188. Vunjak, N., Milenković, I., *Savremena međunarodna bankarska regulacija – Bazel III*, Zbornik radova, Međunarodni naučni skup ES –NBE 2011, 2011.
189. Weinhold, D., Loukota, D.: *Corporate governance in the Czech Republic*, Weinhold Legal
190. Weston, F., Mitchell, M., Mulherin, H., *Takeovers, Restructing and Corporate Governance*, Upper Saddle River, Prentice Hall/Pearson, New Jersey, 2004
191. Yoon Y., "Ekonomska evolucija: globalizacija, dve hiljade godina stvaranja", Peta SHU/UNITAR "Ekonomski razvoj putem ulaganja i trgovine ", glavni štab Ujedinjenih nacija Njujork, 20-21.08.2002, časopis Računovodstvo, SRRS, Beograd, br.9/02
192. Zakić, V., *Raspodela dobiti I politika dividendi (monografija)*, Viša poslovna škola, Novi Sad, 2005
193. Žarkić Joksimović, N., Bogojević Arsić, V., *Računovodstvo*, IP Grafoslog, Beograd, 2001

## Internet linkovi

<http://bwl.univie.ac.at>  
<http://cpi.transparency.org>  
<http://konferencija.blberza.com>  
<http://www.anz.com>  
<http://www.bus.ucf.edu>  
<http://www.businessbham.ac.uk>  
<http://www.businessweek.com>  
<http://www.corpgov.org>  
<http://www.corporatelongitude.com>  
<http://www.ekonomist.co.yu>  
<http://www.eseeuropeconference.org>  
<http://www.finansije.net>  
<http://www.gvp.pl>  
<http://www.ien.bg.ac.rs>  
<http://www.intellectual-capital.net>  
<http://www.jorgicbroker.co.rs>  
<http://www.kmmagazine.com>  
<http://www.knowledge.org.uk>  
<http://www.nbs.yu>  
<http://www.oecd.org>  
<http://www.oliver.efos.hr>  
<http://www.pronline.com>  
<http://www.sef.rs>  
<http://www.share-fund.co.yu>  
<http://www.solutionmatrix.com/return-on-investment.html>  
<http://www.sveby.com>  
<http://www.svebytoolkit.com>  
<http://www.valuebasedmanagement.net>  
<http://www.yubusiness.co.yu>