

Zadaci finansijske funkcije i menadžmenta imaju mnogo međusobnih dodirnih tačaka. Stoga, recimo, finansijske odluke i procjena investicionih projekata mogu imati veze s odlukama strateškog ili operativnog menadžmenta, ali i sa upravljanjem rizikom.

### 3.2. Međuzavisnost kvaliteta korporativnog upravljanja i finansijskog izvještavanja

Zašto je korporativno upravljanje (engleski Corporate governance) postalo svjetska, pravna, ekonomska pa i politička tema, treba, prije svega, tražiti u sljedećim razlozima:

- talasu privatizacije koji je krajem 70-ih i početkom 80-ih godina prošlog vijeka zahvatio mnoge regione svijeta gdje se promjenama u organizaciji i odlučivanju nastojala promijeniti ekonomska zbilja,
- procesu integracija korporacija nakon 80-ih godina XX vijeka, jer se kod mnogih korporacija osjetila „uspavanost“ koja je prouzrokovala brojna neprijateljska preuzimanja;
- sve većem značaju institucionalnih investitora koji su, u osnovi, promijenili način i percepciju upravljanja korporacijama, jer kako direktori kompanija imaju obaveze prema svojim akcionarima, tako i institucionalni investitori imaju obaveze prema svojim članovima (vlasnicima penzionih planova, investitorima uzajamnih fondova i dr.) čiji novac investiraju;
- globalizaciji svjetskog finansijskog tržišta, a posebno tržišta kapitala;
- mnoštvu kriza i skandala, pa i globalna finansijska (ekonomska) kriza koji su identifikovali mnoge slabosti korporativnog upravljanja.

Iako je korporativno upravljanje s nama od kada su kompanije dobile sadašnju formu<sup>103</sup> u svim zemljama u tranziciji, pa i u Republici Srpskoj, ovaj fenomen je prepoznat kao jedan od ključnih limitirajućih faktora razvoja preduzeća i nacionalne ekonomije uopšte. Pitanjima unapređenja i sprovođenja principa dobrog korporativnog upravljanja u razvijenim zemljama staraju se odgovarajuća tijela formirana od najvišeg zakonodavnog organa (Skupštine- odnosno parlamenta). Njihov zadatak je da osmisle najbolju praksu korporativnog upravljanja. Takvih ili pak sličnih iskustava na ovim prostorima nema, i zato ćemo koristiti iskustva u Velikoj Britaniji koja bi mogla biti od koristi da se i mi ovim pitanjima počnemo sistematičnije baviti na ovim prostorima. Kada je riječ o evropskim iskustvima, ovdje se, pored ostalih, javljaju i pitanja:

- nivoa normativnog regulisanja pri kome država nerijetko, u nastojanju da otkloni nedostatke tržišta, ulazi u zamku prenormativizovanosti.
- kako ova regulativa treba da bude uređena na nivou Evropske unije, a kojim dijelom treba da bude regulisana na nacionalnom nivou.

Ova i slična pitanja su danas od posebnog značaja u Republici Srpskoj, koja, umjesto Zakona o preduzećima, od 01.01.2009.g. ima Zakon o privrednim društvima. Čini se opravdanim prisjetiti se nekih skorašnjih iskustava koji govore da naša preduzeća nisu mogla biti konkurentna preduzećima iz razvijenih zemalja ni u situaciji kada su raspolagala najsavremenijim tehnologijama i sredstvima za rad. I pored znatno nižih zarada zaposlenih bitka za tržište i efikasno poslovanje gubila se uglavnom zbog inferiornog korporativnog upravljanja, što je, opet, povezano sa vještinom i sposobnošću donošenja poslovnih odluka.

Saglasno namjeni ove knjige i dovođenja u vezu korporativnog upravljanja i finansijskog izvještavanja, okvir u koji smještamo dalja razmatranja njegovog funkcionisanja je privredno

<sup>103</sup> A. Cadbury: Corporate Governance and Chairmanship - A personal view, Oxford, 2002 p.p. 2-3.

društvo odnosno preduzeće u kome je rizik od bankrota doveo do razdvajanja menadžmenta od vlasnika kapitala.

Potreba za temeljitijim pristupom ovom pitanju je iz razloga što se pri rješavanju pojedinih pitanja u preduzeću, prije ili kasnije, manifestuje u bilansu uspjeha, bilansa stanja i bilansu gotovinskih tokova.

Nakon korporacijskih skandala koji su se desili u Sjedinjenim Američkim Državama i Evropi (Enron Worldcom, Parmalat i dr.) otvaraju u cjelokupnoj svojoj širini i pitanje kvaliteta finansijskog izvještavanja kao i svih drugih izvještaja koje su kotirana društva dužna da dostave finansijskom tržištu što, smatramo, ima povratni (feedback) uticaj na korporativno upravljanje.

Još kasnih 80-ih godina 20. vijeka u tradicionalnom sistemu korporativnog upravljanja u Velikoj Britaniji identifikovane su mnoge slabosti. Naime, tadašnjim propisima, kompanijom je upravljao i za njih bio odgovoran odbor direktora i revizor imenovan od akcionara kojem je naknadu određivao odbor direktora. U takvim uslovima viši izvršni direktori imali su ogromna ovlaštenja što je pogodovalo praksi da se u nekim slučajevima promovišu njihovi lični interesi, a ne interesi akcionara i drugih interesnih grupa. Takva praksa dovela je do niza skandala, poput kolapsa „Maxwell“ imperije i kompanije „Polly Peck International“ što je uzdrmalo povjerenje menadžmenta i kvalitet eksterne revizije.

To je bio dovoljan razlog da se na početku 90-ih godina prošlog vijeka u Velikoj Britaniji ozbiljnije pozabave ovim pitanjem. U tom periodu uspostavljena su tri odvojena komiteta koji su imali zadatak da razmotre problem korporativnog upravljanja i o tome podnesu svoje izvještaje:

- *Cadbury (Kedbury)* izvještaj (1992), koji je promovisao *kodeks najbolje prakse* fokusirajući se na kontrolne funkcije odbora direktora i ulogu revizora,
- *Greenbury (Grinburi)* izvještaj (1995), koji se fokusirao na utvrđivanje i objelodanjivanje direktorskih naknada,
- *Hampel (Hempel)* izvještaj (1998), koji je dao preporuke za dalje promjene i dostavio predloženi kodeks londonskoj berzi kako bi se kompanije koje kotiraju na berzi s njim mogle uskladiti.

*Londonska berza* je juna 1998. objavila konačnu verziju svojih *principa dobrog upravljanja i kodeksa ponašanja* poznatih pod imenom *Combined Code* (Kombinovani kodeks). Kombinovani kodeks daje brojne osnovne principe kao i detaljne smjernice najbolje prakse za kompanije koje se odnose na: *balansiranje moći u odboru, naknade direktorima, komunikacije s akcionarima, finansijsko izvještavanje i reviziju*. Iako dobrovoljan, ovaj kodeks je priključen **Pravilima kotiranja** na berzama u Velikoj Britaniji što je primoralo britanske kompanije koje kotiraju na berzama da se s njim usklade prilikom izrade i dostavljanja svojih finansijskih izvještaja. Svako odstupanje od preporučene **najbolje prakse** trebalo je da bude navedeno i objašnjeno.

Turnbull Report (Turnbul izvještaj) je uslijedio odmah nakon objavljivanja Kombinovanog kodeksa (1999) gdje je komisija imala zadatak da objavi smjernice za kompanije koje kotiraju na berzi za implementaciju principa kodeksa koji se odnosi na interne kontrole i upravljanje rizicima. Bez obzira na to što korijeni korporacija odnosno akcionarskih društava dosežu još do srednjeg vijeka, ovaj pojam, pa i s njim povezan pojam korporativnog upravljanja, još uvijek nije dovoljno jasan.

U stručnoj literaturi često se navodi definicija korporativnog upravljanja data u Izvještaju Kedburijeveg komiteta (1992), koja glasi: „Korporativno upravljanje je sistem kojim se kompanija usmjerava i kontroliše. Struktura korporativnog upravljanja određuje raspodjelu prava i obaveza između različitih subjekata unutar preduzeća, kao što su članovi uprave, akcionari i druga lica koja su interesno povezana sa preduzećem i definiše pravila i procedure za donošenje poslovnih odluka.“<sup>104</sup>

Iako je osnovna struktura korporativnog upravljanja u Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji gotovo ista s jedinstvenim odborom direktora i revizorskom kućom čiji izbor vrše akcionari, postoje i razlike jer se sistem korporativnog upravljanja u Velikoj Britaniji više zasniva na samoregulisanju, tj. na dobrovoljnom kodeksu ponašanja, što je u osnovi i karakteristika regulative i drugih članica Evropske unije gdje je razvijena praksa alternativne regulative (samoregulative)<sup>105</sup>. U Americi su, recimo, mnogi propisi bili strožiji nego u Velikoj Britaniji. Na primjer:

- Komisija za izdavanje i trgovinu hartija od vrijednosti (SEC) (koja nema ekvivalentnog partnera u Velikoj Britaniji) zahtijeva od američkih kompanija koje kotiraju na berzi da dostavljaju kvartalne izvještaje o svojim poslovnim aktivnostima.
- Od svih američkih kompanija koje kotiraju na berzi zahtijeva se da imaju odbore za reviziju u cijelosti sastavljene od nezavisnih direktora.
- Finansijski računovodstveni standardi koje je postavio Odbor za finansijske računovodstvene standarde često su stroži od ekvivalentnih računovodstvenih standarda Velike Britanije.

Nakon brojnih skandala u vezi sa korporativnim upravljanjem, (spektakularnih slomova preduzeća, neistinitih bilansa - finansijskih izvještaja, korupcije i dr.) poput onoga koji se dogodio u „Enron“-u uvedeni su novi strožiji propisi za korporativno upravljanje, i to Sarbanes Oxley Actom (SOA) o reformi računovodstva iz 2002. godine koji uključuje propisane norme:

Osnovan je odbor za nadgledanje računovodstvenih praksi akcionarskih društava koji ima zadatak da nadgleda reviziju akcionarskih društava čije akcije kotiraju na berzama,

- Uvedena su pravila koja nalažu da nezavisni finansijski eksperti budu u revizorskim odborima firmi,
- Generalni i finansijski direktori sada su morali lično, da potvrde da finansijski izvještaji njihovih firmi, „u svim bitnim pitanjima vjerno predstavljaju poslove i finansijsko stanje kompanije“ i mogu biti lično krivnično gonjeni i kažnjeni ako se pokaže da su ti izvještaji netačni.
- Revizori više nemaju pravo da svojim klijentima pružaju druge usluge. Ova mjera ima za cilj sprečavanje mogućnosti zarade na konsultantskim uslugama koje bi uticale na kvalitet njihove revizije.

Uz to su i njujorška berza i NASDAQ takođe izašle sa prijedlozima kako unaprijediti upravljanje korporacijama i pozvali su sve kompanije da:

- zahtjevaju da upravni odbor bude sastavljen od nezavisnih članova,
- održavaju redovne sjednice upravnog odbora na kojima neće biti prisutni menadžeri kompanija,
- svi članovi komisija (odbora) zaduženi za isplatu naknada (bonusa), davanjem unapređenja i reviziju budu nezavisni direktori i da rukovodilac odbora za reviziju bude stručnjak za

<sup>104</sup> A. Cadbury, Corporate Governance and Chairmanship – A Personal View, Oxford, 2002, p.p. 2-3.

<sup>105</sup> Cheffins, Company Law – Theory, Structure and Operation, Oxford, 2004, p.p. 264-307 i 364-420.

finansije. Eventualni planovi o korišćenju opcija na akcije u isplaćivanju top menadžera moraju biti odobreni od strane skupštine akcionara.

Takođe čini se zanimljivim ukazati na jedan propis FD (fair disclosure - fer informacija) Komisije za hartije od vrijednosti iz 2000. godine kojim je firmama zabranjeno da otkriju povjerljive informacije samo jednoj interesnoj grupi, recimo finansijskim analitičarima, prije nego što ih učini dostupnim cijelom tržištu.

Ove i druge reforme u oblasti korporativnog upravljanja imale su za cilj što bolje vođenje kompanija kako bi se obezbijedila njihova efikasnost i konkurentnost na tržištu. Međutim, i pored strožijih zakona u Sjedinjenim Državama globalna finansijska kriza svoje utočište je našla upravo u ovoj zemlji što je uzrokovalo krajem 2010.g. donošenje novog seta zakona od strane Obamine administracije koja bi trebal biti u funkciji da se ovakve i slične krize ne ponove. Najkraće, problem korporativnog upravljanja svodi se na problem uspostavljanja odnosa između različitih interesnih grupa u korporaciji. Na strukturu korporativnog upravljanja u pojedinim zemljama utiču različiti faktori, ali u osnovi preovladavaju dva bazična modela: anglosaksonski i kontinentalni (evropski) koji nastoje da razlike u njima svedu na minimum.

*Problem korporativnog upravljanja svodi se na problem uspostavljanja odnosa između različitih interesnih grupa u korporaciji.*

Još marta 2000. šefovi država i vlada Evropska unija na Samitu u Lisabonu složili su se oko cilja da do 2015. godine učine da Evropska unija<sup>106</sup> postane najkonkurentnija i najdinamičnija ekonomija zasnovana na znanju. Da bi se ovaj cilj ostvario, ključni zadatak je da se pored prometa dobara izvrši kompletiranje jedinstvenog tržišta, posebno u oblasti usluga regulisanih profesija, a time i finansijskih usluga. Nema sumnje da se zbog potrebe održavanja kvaliteta usluga za slobodno kretanje radne snage i slobodno pružanje profesionalnih usluga otvara i pitanje **ekvivalentnosti kvalifikacija** u Uniji.

Mnoge profesije u Evropskoj uniji regulisane su Direktivama koje se odnose na određenu poslovnu aktivnost. Iako računovođe i revizori nemaju sektorsku direktivu koja se na njih odnosi, treba spomenuti Osmu direktivu o kvalifikacijama revizora (84/285 EEZ), koja, iako nema za cilj promovisanje slobodnog kretanja ljudi, definiše minimum pravila o obrazovanju. Izmjene Osme direktive koje su usvojene 2006. a koje zemlje članice moraju implementirati do 2008.godine predviđaju uslove pod kojima revizori koji su sertifikovani u jednoj zemlji mogu obavljati statutarnu reviziju u drugim zemljama Evropske unije. Direktiva 84/285 EEZ pruža i opšti sistem primjenljiv na sve neregulirane profesije pa i na računovođe i revizore. Pri tome treba pomenuti da je krajem 2007. Evropska komisija usvojila novi propis (Regulation EC) No 1569/2007. Njime se definiše način na koji će komisija utvrđivati postojanje jednakosti između MRS i opšteprihvaćenih računovodstvenih načela (GAAP) te utemeljuje „mehanizam jednakosti“ u odnosu na GAAP-ove država koje nisu članice Evropske unije.

Očigledno da je ovdje riječ o odlučnom koraku promovisanja efikasnog tržišta kapitala stvaranjem zajedničkog globalnog računovodstvenog jezika. Pri tom je važno napomenuti da je 2002. godine Visoka grupa eksperata EU raspravljala i o korporativnom upravljanju. Konstatovali su da je korporativno upravljanje sistem koji ima svoje osnove dijelom u

<sup>106</sup> U Evropskoj uniji (EU) postoji čitav niz najboljih praksi - preporuka o načinima funkcionisanja i ponašanja tijela (organa) preduzeća koji su, ustvari, minimalni standardi koji trebaju biti konkretizovani nacionalnim propisima. Tako je recimo njemački zakonodovac neke mjere navedene u SOA-u već primjenio kao "mjere koje grade povjerenje" među kojima su: opšti zakon o jednakom postupanju prema svima, zakon o poboljšanju zaštite investitora, zakon o davanju podataka o naknadama, zakon o kontrolu bilansa od strane Saveznog zavoda za nadzor finansijskih usluga sa sjedištem u Bonu.

kompanijskom pravu u kojem se uređuju unutrašnji odnosi između različitih interesnih grupa u kompaniji, a dijelom u širem zakonskom okviru i praksi poslovanja kompanija u različitim zemljama.<sup>107</sup>

Ovdje treba spomenuti i definiciju OECD-ovih Principa korporativnog upravljanja (2004), koja naglašava da „*korporativno upravljanje obuhvata skup odnosa između uprave kompanije, njihovog upravnog odbora, njenih akcionara i drugih zainteresovanih lica*“.

Na osnovu prethodnog osnovano je pretpostaviti da se problemima korporativnog upravljanja počelo baviti nakon talasa privatizacije u zemljama tržišne privrede (krajem 70-ih i početkom 80-ih godina XX vijeka) prvo u Velikoj Britaniji, a zatim i u drugim zemljama, naročito nakon raspada Sovjetskog Saveza, kojim je privatizacija poprimila karakter globalnog fenomena u svijetu.

*U najširem smislu korporativno upravljanje može se shvatiti kao sistem pomoću kog vlasnici preduzeća (akcionari ili imaoци udjela kontrolišu menadžment, kako bi time osigurali efikasno poslovanje tog preduzeća i osigurali maksimalizaciju bogatstva njegovih članova... te u tom smislu ono označava i rukovođenje, moć, dužnost i uticaj, odgovornost i nadzor.*

Kod nas problem korporativnog upravljanja dolazi do izražaja nakon privatizacije krajem 80-ih i početkom 90-ih godina, a naročito aktuelizovanjem našeg pristupa Evropskoj uniji. Prof. Lojpur<sup>108</sup> „*u najširem smislu korporativno upravljanje može shvatiti kao sistem pomoću kog vlasnici preduzeća (akcionari ili imaoци udjela kontrolišu menadžment, kako bi time osigurali efikasno poslovanje tog preduzeća i osigurali maksimalizaciju bogatstva njegovih članova... te u tom smislu ono označava i rukovođenje, moć, dužnost i uticaj, odgovornost i nadzor.*“

Iz prethodne definicije osnovano je menadžera zamisliti kao agenta vlasnika kapitala. Vlasnik kapitala očekuje da će menadžeri raditi u njihovom najboljem interesu. Da bi oni zaista i ostvarili svoju funkciju i ispunili očekivanja vlasnika kapitala, neophodno je da budu motivisani što se reguliše ugovorom dviju strana.

### 3.2.1. Potreba za unapređenjem korporativnog upravljanja

Slučaj „Enron“ bio je vrh ledenog brijega koji je označio slom postojećeg sistema kontrole uprave i kraha „trouglu“ *spoljni revizor – akcionari – uprava* na kome je ovaj sistem počivao. Kao kula od karata srušila se i institucija spoljnjeg revizora koja se pokazala nedovoljnom za rješavanje tog agencijskog problema (upravljanja tuđim kapitalom u tuđe ime i za tuđi račun – račun akcionara). Iako se problemima korporativnog upravljanja bavimo tek od 90-ih godina prošlog vijeka, teorije koje su doprinijele njegovom unapređenju nastale su mnogo ranije i dolaze iz različitih oblasti: ekonomije, ekonomije firme, računovodstva, finansija, prava, menadžmenta i organizacionog ponašanja.<sup>109</sup> Ne navodeći sve ove teorije čini nam se važnim istaći sljedeće tri.

- **Agencijska teorija**, nastoji identifikovati agencijski odnos kao ugovor u kome jedna strana (principal) delegira određeni posao drugoj strani (agentu), pri čemu je principal vlasnik, a agent direktor;
- **Teorija transakcionih troškova**, smatra da se interesi vlasnika i menadžera mogu uskladiti izborom adekvatne upravljačke strukture,
- **Stejkholderska teorija**, radije u razmatranje uzima različite interesne grupe, a ne da se samo fokusira na vlasnike.

<sup>107</sup> Report of the high Level Group of company Law Experts on modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Winter Report) Brisel, 2002. str. 43-44.

<sup>108</sup> A.Loipur: Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2004. str. 114.

<sup>109</sup> A. Loipur: op.cit.str.43.

S obzirom na njen temeljni koncept, čini se da je agencijska teorija dala najveći doprinos razvoju korporativnog upravljanja. Ovdje treba naglasiti da, u osnovi, postoje tri agencijska problema.<sup>110</sup>

**Prvi**, sukob interesa akcionara i uprave – koji je prije posljedica disperziranog akcionarstva i nemoći akcionara da utiču na upravu nego razdvajanja upravljanja od vlasništva. Prisutnost i jačanje institucionalnih investitora u značajnoj mjeri utiče na ovaj problem.

**Drugi**, sukob interesa većinskog akcionara i manjinskih akcionara, koji se u osnovi rješava unapređenjem prava manjinskih akcionara što je praktično dežurna tema reforme kompanijskog prava u razvijenim zemljama i zemljama u tranziciji.

**Treći**, problem vezan za pitanje *monointeresnog (interesa akcionara) ili multiinteresnog koncepta* kompanije (korporacije) sa više različitih nosilaca interesa (rizika), gdje prvi naglašava američki, a drugi kontinentalni koncept korporativnog upravljanja kome je u ovom pogledu sklono i englesko kompanijsko pravo.

Pošto savremeno preduzeće karakteriše decentralizacija odlučivanja i odgovornosti, ova teorija se bavi prevashodno ovim prvim agencijskim problemom. Naime, vlasnik kapitala (principal) nosilac je interesa na uloženom kapitalu u preduzeće i on određeni posao povjerava menadžeru. Menadžer je, dakle, agent vlasnika koji prihvata da obavi ugovoreni posao za principala, za što ugovara određenu naknadu. Karakteristično za ovaj odnos je da se njihovi interesi nerijetko sukobljavaju te nerijetko menadžment više djeluje u vlastitom interesu umjesto u interesu vlasnika kapitala. Ovi i slični problemi u preduzeću traže potpuno novu praksu djelovanja preduzeća. Odgovarajući koncept korporativnog upravljanja sve više se ističe kao pretpostavka efikasnosti i efektivnosti poslovanja preduzeća. Osnovni cilj korporativnog upravljanja je, u stvari, promovisanje *poštenja, transparentnosti i odgovornosti*. Da bi se ovi ciljevi i ostvarili neophodno je obezbijediti ujedinjen pristup korporativnom upravljanju, korporativnom izvještavanju, reviziji i profesiji računovođa. Ovako strukturiran sistem ima više izgleda da postane efikasan od onih koji to ne uspijevaju. Savjet za finansijsko izvještavanje Ujedinjenog Kraljevstva predstavlja primjer integrisanog regulatornog tijela koji, u osnovi, ima zadatke da promoviše visok kvalitet korporativnog upravljanja, korporativnog izvještavanja, revizije, integriteta, kompetentnosti i transparentnosti računovodstvene profesije.

*Osnovni cilj korporativnog upravljanja je, u stvari, promovisanje poštenja, transparentnosti i odgovornosti.*

### 3.2.2. Finansijsko izvještavanje u funkciji kvaliteta korporativnog upravljanja

#### 3.2.2.1. Uloga MSFI/MRS u oživotvorenju OECD-ovih Principa korporativnog upravljanja

Jedno od bitnih pitanja finansijskog izvještavanja na globalnom nivou je da li finansijski izvještaji i standardi na bazi kojih se oni sačinjavaju ispunjavaju zahtjeve principa korporativnog upravljanja.

Iako Principi korporativnog upravljanja nisu početak priče o korporativnom upravljanju, treba ih shvatiti, prije svega, kao još jedno upozorenje na potrebu dalje harmonizacije minimuma principa upravljanja kompanijama. To, prije svega, stoga što su negativne posljedice lošeg upravljanja kompanijama dalekosežne na finansijska tržišta i na nacionalnu ekonomiju.

U principima korporativnog upravljanja značajno mjesto pripada računovodstvenim standardima i uopšte računovodstvenoj profesiji. Iako se o US GAAP standardima ili MSFI/MRS ne govori eksplicitno ipak se govori o zahtjevima koje oni treba da ispune.

*U principima korporativnog upravljanja značajno mjesto pripada računovodstvenim standardima i uopšte računovodstvenoj profesiji.*

<sup>110</sup> M. Vasiljević: Korporativno upravljanje – pravni aspekti, Pravni fakultet, Beograd 2007. str. 20-30.

*Poboljšanje korporativnog upravljanja uvoliko zavisi od poslovnog ambijenta u kojem preduzeća posluju a koji čine zakonsko, regulatorno i institucionalno okruženje.*

Poboljšanje korporativnog upravljanja uvoliko zavisi od poslovnog ambijenta u kojem preduzeća posluju a koji čine zakonsko, regulatorno i institucionalno okruženje. Iako su principi po prirodi evolutivni i pod uticajem promjena u okruženju uslove koje treba da ispune finansijski izvještaj i MSFI/MRS u cilju implementacije principa korporativnog upravljanja mogu se spoznati na osnovu svakog od šest OECD-ovih principa.<sup>111</sup>

1. *Obezbjedivanje osnove za okvir efikasnog korporativnog upravljanja*, kao prvi princip, zapravo zahtijeva promociju transparentnih i efikasnih tržišta, vladavinu prava i jasno artikulisanu podjelu odgovornosti između različitih autoriteta za nadzor, regulatornih i izvršnih tijela koji treba da djeluju na profesionalan i objektivnan način. U tom kontekstu Evropska unija je u oblasti računovodstvene struke usvojila MSFI za primjenu u Evropsku uniju prevodeći ih na jezike njenih članica. Primjena je obavezna samo za kompanije koje se kotiraju na berzama i moraju da sastavljaju konsolidovane finansijske izvještaje. Ostale kotirajuće kompanije mogu ih primjenjivati samo ukoliko to dozvoli nacionalno zakonodavstvo. Riječ je takođe samo o onim MSFI koje je odobrila Komisija Evropske unije.
2. Princip *Prava akcionara i ključne vlasničke funkcije* predstavlja okvir za korporativno upravljanje koje treba da zaštiti prava akcionara u zakonodavstvima svih zemalja. U skladu sa ovim principom neka od osnovnih prava akcionara mogu se ostvariti primjenom MSFI/MRS, kao, na primjer, u slučaju kada:
  - akcionarima treba dostaviti blagovremene i relevantne informacije o pitanjima koja će se raspravljati i o kojima će se odlučivati na skupštinama;
  - akcionari postavljaju pitanja Odboru uključujući i ona u vezi sa godišnjom eksternom revizijom finansijskih izvještaja,
  - akcionari, rukovodeći se pravilima i procedurama u sticanju korporativne kontrole na tržištima kapitala i vanrednih transakcija, kao što su pripajanja (akvizicije) i prodaje dijelova preduzeća, dobiju relevantne informacije kako bi investitori mogli artikulirati i objelodaniti svoje interese i prava.
3. U okviru principa *Pravedan tretman akcionara* uloga računovodstvene profesije je da kvalitetnom primjenom MSFI/MRS obezbijedi računovodstvene informacije za stvaranje takvog okvira za korporativno upravljanje gdje će se obezbijediti pravedan tretman svih akcionara uključujući i manjinske i strane akcionare.
4. Za ostvarenje principa *Uloga imalaca udjela u korporativnom upravljanju* posebnu ulogu ima računovodstvo i primjena MSFI/MRS. Ta uloga se odnosi na zaštitu interesa povjerilaca, a posebno onih koji učestvuju u upravljanju preduzećem. Ovaj princip insistira da se pored zaštite ostalih povjerilaca posebno zaštite zaposleni koji učestvuju u upravljanju preduzećem. Da bi zaposleni mogli upravljati, neophodno je da raspolažu relevantnim i pouzdanim informacijama.
5. Prema principu *Objelodanjivanje i transparentnost* okvir izvještavanja za korporativno upravljanje treba da obezbijedi blagovremeno i tačno objelodanjivanje svih informacija u vezi s korporacijom, uključujući finansijsko stanje, učinak, vlasništvo i upravljanje korporacijom. Objelodanjivanje treba da obuhvati (ali ne i da se na njih ograniči) neke od informacija koje se odnose na:
  - finansijske i operativne rezultate kompanije,
  - ciljeve kompanije,
  - većinsko akcijsko vlasništvo i pravo glasa,
  - politika naknada članovima odbora i ključnim izvršiocima uključujući i njihove kvalifikacije,

<sup>111</sup> OECD Principles of Corporate Governance, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

- transakcije povezanih lica,
  - predvidljive faktore rizika,
  - na zaposlene i ostale imaoce udjela,
  - strukturu i politiku upravljanja,
  - godišnje revizije koje obavljaju nezavisni kompetentni i kvalifikovani revizori koji treba da za akcionare osiguraju prezentaciju finansijskih izvještaja koji će pošteno odražavati finansijski položaj i uspjeh kompanija,
  - eksterne revizore koji treba da budu odgovorni prema akcionarima kompanija,
  - kanale za distribuiranje informacija koji trebaju obezbijediti korisnicima ravnopravan, pravovremen i troškova vrijedan pristup relevantnim informacijama,
  - okvir koji za korporativno upravljanje treba dopuniti efektivnim pristupom finansijskih analiza savjeta, informacija brokera i rejting agencija koje su relevantne investitorima za donošenje poslovnih odluka.
6. Prema načelu *Odgovornost uprave* računovodstvena profesija mora obezbijediti informacije za obavljanje osnovnih funkcija uprave. Pri tome okvir korporativnog upravljanja treba da osigura strateško upravljanje kompanijom i efikasan nadzor odbora u okviru upravljanja.

Finansijski izvještaji sačinjeni u skladu sa MSFI/MRS imaju u osnovi četiri najvažnija cilja:

- razviti i poboljšati legalni, institucionalni i regulatorni okvir korporativnog upravljanja,
- pružanje uputstava i savjeta za razvoj finansijskih tržišta, korporacija i svih učesnika u razvoju korporativnog upravljanja,
- poboljšanje ekonomske efikasnosti te rast kompanija i društva u cjelini,
- jačanje povjerenja investitora.

### 3.2.2.2. *Korporativno upravljanje i povjerenje investitora*

Da bi se unaprijedilo korporativno upravljanje u pojedinim nacionalnim ekonomijama, neophodno je: usvojiti standarde, edukovati računovođe, primijeniti usvojene standarde propisane od pravnih lica, obezbijediti reviziju i sprovođenje međunarodnih računovodstvenih standarda, izvršiti edukaciju korisnika korporativnih izvještaja i na osnovu finansijskih izvještaja<sup>112</sup> donijeti odluke njihovih korisnika. Od kauzalne povezanosti *finansijskog izvještavanja, revizije, korporativnog upravljanja i stručnosti računovođa* zapravo zavisi i kvalitet korporativnog upravljanja. Oni koji prepoznaju kauzalnost imaju više izgleda da budu efikasniji u odnosu na one koji to ne prepoznaju. Zbog toga nacionalna regulatorna tijela trebaju, u tom smislu, težiti ka visokokvalitetnom finansijskom izvještavanju, veoma korektnoj reviziji, visokokvalitetnom korporativnom upravljanju i, najzad, poštenju, kompetentnosti i transparentnosti računovodstvene i revizorske profesije.

*Od kauzalne povezanosti finansijskog izvještavanja, revizije, korporativnog upravljanja i stručnosti računovođa zapravo zavisi i kvalitet korporativnog upravljanja.*

Nakon ispunjenja ovih kriterijuma moguće je očekivati da se ostvare pretpostavke za:

- smanjenje manipulacije finansijskim izvještajima,
- povećanje povjerenja investitora u kvalitet finansijskih izvještaja,
- smanjenje rizika, a time i cijene kapitala,
- jačanje finansijskih tržišta,
- kvalitetno finansijsko izvještavanje kao faktor odvratanja od skandala i pronevjera.<sup>113</sup>

<sup>112</sup> Boyle P, Međunarodno usklađivanje računovodstvenih i revizorskih standarda i propisa (prevod s engleskog), "The Road to Europe: Program of the Accounting Reform and Institutional Strengthening", (REPARIS) str. 2., Beč, 2006.

<sup>113</sup> The Road to Europe: Ibidem, str. 3;



*Kvalitetan sistem korporativnog  
finansijskog izvještavanja ne treba  
posmatrati kao cilj za sebe.*

Iz prethodnog je osnovano pretpostaviti da kvalitetan sistem korporativnog finansijskog izvještavanja ne treba posmatrati kao cilj za sebe. On je mnogo više od toga i značajan stub tržišne ekonomije jer na bazi pouzdanih informacija sprečava nastanak visokih ekonomskih i socijalnih troškova. Pored toga kvalitetno finansijsko izvještavanje je i značajan faktor odvraćanja od ekonomskih skandala i prevara što, u osnovi, jača i finansijski sistem nacionalne ekonomije. Pri tome su problemi i dileme korporativnog upravljanja veoma brojni i idu od:

- *zaštite malih akcionara*, gdje postoje dileme, od onih koji naglasak daju zaštiti malih akcionara putem ograničavanja uloge velikih, dok drugi daju prednost snažnijoj kontroli menadžmenta velikih akcionara;
- *sticanja i održavanja dobre reputacije menadžmenta* u uslovima kada menadžment radi u korist vlasnika kapitala, a ne u sopstvenom interesu. Problem se javlja kada menadžment procijeni da mu je isplativije da radi u sopstvenom interesu nego da stiče reputaciju. Međutim, u preduzećima sa većinskim vlasništvom (banke ili drugi akcionari) slab menadžment ranije upadne u probleme nego u preduzećima sa disperziranim vlasništvom, pa biva i brže smijenjen;
- *nagrađivanja menadžmenta*, za što je neophodno izraditi odgovarajući motivacioni mehanizam. Problem je u tome što se menadžeri međusobno razlikuju, pa kada jedan sistem odgovara jednima, ne odgovara drugima. Najzad, postoji i rizik da menadžeri manipulišu a u cilju obezbjeđivanja visokih (neopravdanih) nagrada (kompenzacija) za svoj rad;<sup>114</sup>
- *konstituisanja upravnog odbora*, gdje je u cilju poboljšanja njihovog funkcionisanja u mnogim zakonodavstvima propisano da izvjestan broj članova maraju biti nezavisni, tj. oni koji nisu zaposleni u preduzeću. Problemi koji se javljaju su u činjenici da ovi članovi imaju znatno manje informacija o poslovanju preduzeća nego ovi drugi, a iako nemaju finansijskog interesa, nisu posebno zainteresovani za njihove rezultate. S druge strane, čini se opravdanim u uslovima kada postoje većinski vlasnici, preispitati uopšte postojanje nezavisnih članova u upravljačkim strukturama.
- *brzog ukрупnjavanja vlasništva kod preduzeća koja imaju slab menadžment*, što pozitivno utiče na korporativno upravljanje jer uzrokuje smjenu lošeg i dovođenje boljeg menadžmenta. Čak i u u slovima postojanja latentne prijetnje neprijateljskog preuzimanja navodi menadžere na bolji rad, kako im to ne bi donijelo otkaz i narušavanje postojeće reputacije .
- *pokušaja pojedinih akcionara da putem punomoćja okupe oko sebe sitne akcionare* kako bi postali značajan faktor odlučivanja nego što bi bili samo na osnovu sopstvenih akcija. Pri tome je moguće da se zbog nepovjerenja sitnih akcionara prema nepoznatim „sakupljačima“ naiđe na zid gdje obično nikome ne povjeravaju svoj glas ili ga pak daju menadžmentu. Ova i slična pitanja predmet su Zakona o privrednim društvima.

Pored pomenutih problema Shleifer i Vishny ukazuju na seriju nalaza o kvalitetu korporativne kontrole i zaštiti prava vlasnika akcija. Pri tom oni umjesto agencijskog problema na relaciji principal – agent dokazuju da je sukob interesa lociran i na relaciji između eksternih i internih vlasnika (insajdera). Oni tvrde da su interni vlasnici nerijetko u koaliciji sa menadžmentom i nastoje imati dominantnu poziciju.

Međutim, odnos između kvaliteta korporativnog upravljanja i nivoa zaštite vlasničkih prava nije jednostavan problem jer postoji međuuslovljenost na relaciji:

*kvalitet korporativnog upravljanja – nivo zaštite prava vlasnika akcija – efikasnost  
finansijskog tržišta*

*Odnos između kvaliteta korporativnog  
upravljanja i nivoa zaštite vlasničkih  
prava nije jednostavan problem jer  
postoji međuuslovljenost na relaciji:*

*kvalitet korporativnog upravljanja  
– nivo zaštite prava vlasnika akcija  
– efikasnost finansijskog tržišta*

<sup>114</sup> A. Berle And G. Means – The Modern Corporation and Private Property, 1932.

Naime, jedan od globalnih razloga zašto je korporativno upravljanje postalo dežurna tema reforme kompanijskih zakona kako razvijenih tako i zemalja u razvoju i tranzicionih zemalja jeste **razvoj finansijskih tržišta i njegova globalizacija**.

Ako se ovome doda i činjenica da su kompanije sve više orijentisane na međunarodna tržišta, postoji objektivna potreba za unapređenjem zaštite interesa i prava akcionara. Ti interesi i prava bivaju sve ugroženija u disperziranom vlasništvu - te se opravdano postavlja pitanje kako te interese i prava zaštititi. Naravno, iako je riječ o višedimenzionalnom problemu, najmanji zajednički sadržilac tih mehanizama je kontrola menadžmenta. Ovaj mehanizam kontrole mora svojim blagovremenim signalnim dejstvima biti u funkciji ostvarivanja ciljeva vlasnika kapitala. Jedan od načina postizanja ovih ciljeva je i unapređenje monitoringa od skupštine akcionara, a i drugih instituta kontrole: nadzornog odbora, nezavisnih direktora, odbora za reviziju, nezavisnih revizora, internih revizora, i drugih eksperata.

U našim uslovima unapređenje korporativnog upravljanja trebalo bi da bude podsticaj za iskazivanje potrebe da naša preduzeća poboljšaju pristup domaćim i stranim finansijskim resursima. Naša preduzeća koja putem evropskih integracija pretenduju da nastupe na svjetskim finansijskim tržištima moraju biti dobro vođena i moraju poslovati na način koji je uobičajen i prepoznatljiv potencijalnim investitorima. Međutim, kvalitetno korporativno upravljanje je vezano ne samo za strance već i za proširenje domaćeg tržišta kapitala i za privlačenje domaćih investitora za što je potreban odgovarajući ambijent poslovanja. Neke od karakteristika postojećeg poslovnog ambijenta mogu se sagledati u narednoj uporednoj tabeli.<sup>115</sup>

*U našim uslovima unapređenje korporativnog upravljanja trebalo bi da bude podsticaj za iskazivanje potrebe da naša preduzeća poboljšaju pristup domaćim i stranim finansijskim resursima.*

**Tabela 1:** Stanje poslovnog ambijenta

Zemlja	Lakoća poslovanja	Pokretanje posla	Dozvole i odobrenja	Zapošljavanje i otpuštanje	Registracija imovine	Dostupnost kredita	Zaštita investitora	Plaćanje špreza	Prekogranična trgovina	Primljena ugovora	Zatvaranje posla
Estonija	16	43	9	111	29	48	27	18	14	19	42
Mađarska	52	72	119	85	96	24	84	98	38	31	50
Bugarska	62	80	118	90	62	46	54	78	45	79	56
Slovenija	63	78	48	133	88	57	46	77	63	85	69
Rumunija	78	8	86	149	114	74	44	116	72	65	102
BJR Makedonija	81	114	64	123	73	53	30	58	96	111	109
BiH	87	123	141	95	132	9	77	46	122	72	58
SCG	92	35	130	61	103	99	45	74	123	110	90
Albanija	117	108	131	127	66	41	136	132	100	113	73
Hrvatska	118	103	148	109	99	131	135	85	109	43	66

Naime, podaci prethodne tabele govore da stanje poslovnog ambijenta recimo u Srbiji nije zadovoljavajuće. Posmatrajući stanje u oko 150 zemalja prema različitim kriterijumima u zaglavlju ove tabele, može se konstatovati da je Srbija zajedno sa Crnom Gorom na početku 2006. godine po:

<sup>115</sup> Dirk Reinerman, od dijagnostike do reforme, Prvi simpozijum SRR RS – Korporativno upravljanje, Banja Vrućica, 2006. godine, str. 60.

- lakoći poslovanja, na 92, a BiH na 87. mjestu,
- pokretanju poslova, na 35, a BiH na 123. mjestu,
- pitanju dobijanja raznih dozvola, na čak 130, a BiH na 141. mjestu,
- uslovima zapošljavanja, na 61, a BiH na 95. mjestu,
- registraciji imovine, na 103, a BiH na 132. mjestu,
- dostupnost kredita, na 99, a BiH na 9. mjestu,
- zaštiti investitora, na 45, a BiH na 77. mjestu,
- plaćanju poreza, na 74., a BiH na 46. mjestu,
- prekograničnoj trgovini, na 123, a BiH na 122. mjestu,
- primjeni i poštovanju ugovora, na 110, a BiH na 72. mjestu,
- zatvaranju posla, na 90, a BiH na 58. mjestu.

Na bazi prethodno sagledanih karakteristika koje čine poslovni ambijent pojedinih zemalja osnovano je konstatovati da za poboljšanje korporativnog upravljanja nisu dovoljni samo naponi koji se čine unutar preduzeća. Naime, poboljšanje korporativnog upravljanja doprinos daju i spoljna važeća pravila zakoni i institucije, što zajedno obezbjeđuje konkurentni ambijent poslovanja gdje se putem raznih mehanizama disciplinuju igrači unutar preduzeća i oni na tržištu da se pridržavaju uspostavljenih pravila. To se obezbjeđuje putem antimonopolske regulacije, pravne zaštite vlasničkih prava, računovodstvene i revizorske regulacije, dobro uređenog finansijskog sistema, stečajnog zakonodavstva i antikorupcijske politike.

### 3.2.2.3. Demistifikacija korporativnog upravljanja

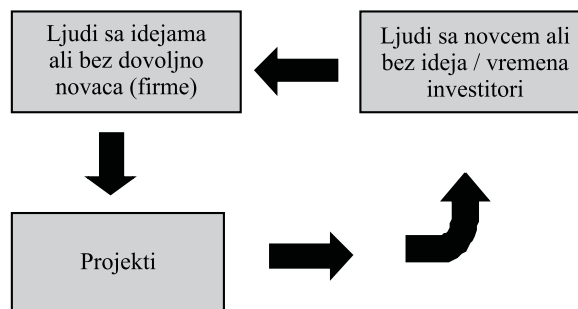
*Postoji visoki stepen korelacije između korporativnog finansiranja i korporativnog upravljanja.*

Ako pod korporativnim finansiranjem podrazumijevamo praćenje tokova sredstava organizacije i odluka koje utiču na te tokove,<sup>116</sup> osnovano je ukazati da postoji visoki stepen korelacije između korporativnog finansiranja i korporativnog upravljanja, tim prije ako se ekonomska utakmica odvija na uređenom području djelovanja, a ne na „Divljem zapadu“. Ko su akteri (učesnici) utakmice? Ima ih više, ali bi se, u osnovi, mogli svesti na četiri:

- bez viška novca i bez ideja,
- sa viškom novca, ali bez ideja ili vremena,
- sa idejama, ali bez dovoljno novca,
- sa idejama i sa novcem.

S obzirom na fokus našeg interesovanja u okviru ove knjige, pažnju ćemo usmjeriti na interakciji drugog i trećeg učesnika na tržištu što se može ilustrovati sljedećim grafikom.<sup>117</sup>

Slika 1.17. Primarni gotovinski tokovi finansiranja

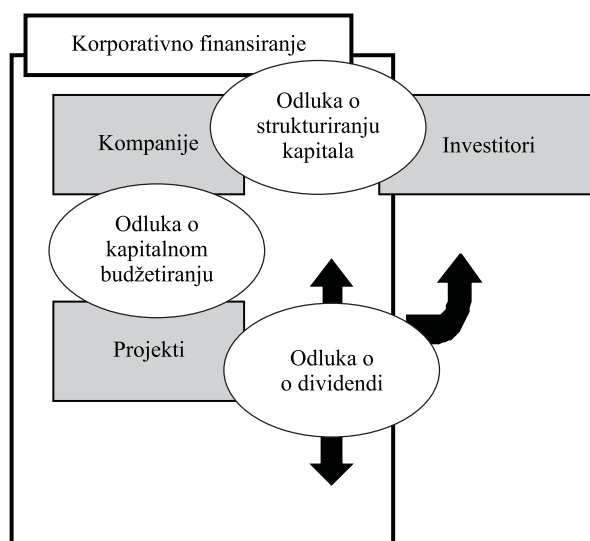


<sup>116</sup> Troy A. Adair, Ir: Corporate Finance Demystified, McGraw – Hill, New York, 2006. str. 3.

<sup>117</sup> Ibidem, str. 5.

Drugi učesnik je zapravo „investitor“, dok je treći tip (učesnik) „kompanija“ koji mogu zaključiti obostrano koristan ugovor prema kojem će investitor ulagati višak novca koji imaju, a kompanija će taj novac ulagati u projekte iz kojih će prilive iz tih projekata koristiti i za otplatu duga ili prinosa na ulog investitora. Bitna pitanja koja se postavljaju su: kako se upravlja tim sredstvima, ko donosi odluke u preduzeću, koje su procedure donošenja odluka, odnosno kakvo je korporativno upravljanje? Ovo iz razloga što je riječ o tri bitne (strateške) odluke koje se donose u preduzeću čije su posljedice presudne za budućnost preduzeća, a ilustruje i naš naredni grafik.<sup>118</sup>

Slika 1.18. Formalni nazivi odluka korporativnog finansiranja



Naime, dok investitori tačno znaju koliko će platiti za akcije ili obveznice preduzeća oni ne znaju koliko će ni kada dobiti novac nazad. Nema sumnje da izvjesnost ili pak neizvjesnost, koliko će se i kada dobiti nazad novca zavisi od kvaliteta korporativnog upravljanja u preduzeću. Kada to kažemo, mislimo i na izraženi prvi agencijski problem u preduzeću, a što je odnos između vlasnika kapitala i menadžmenta.

Kako smo raspravu započeli, s jedne strane s učesnikom koji nema ideja, ili pak vremena da na njima radi i, s druge, s učesnikom koji ima ideje ali bez dovoljno novca (firma), postavlja se pitanje prirode agencijskog problema koji u tim odnosima neprestano tinja. Eklatantan primjer mogućeg sukoba je u slučaju kada menadžer kompanije nabavi najluksuzniji auto za firmu, a vlasnici očekivali nabavku nekog ekonomičnijeg. Iako luksuzno auto usrećuje i zadovoljava menadžment, postavlja se pitanje da li je to srećno rješenje za vlasnike kapitala.

U slučaju kada akcionari čak i ne preduzmu neposredne mjere za sprečavanje neopravdanog razmetanja u korporativnom okruženju, takva su preduzeća nerijetko glavna meta za pokušaj preuzimanja. U takvim uslovima preuzimači takva preduzeća unapređenje poslovanja obično vrše putem promjene postojećeg menadžmenta. Naravno, ovdje treba ukazati da se preduzeće može posmatrati s proizvodnog, tržišnog (nabavno-prodajnog) i finansijskog aspekta. Iako je preduzeće sinteza navedenih aspekata, njegov finansijski izraz je najbliži izrazu te sinteze. Finansijski koncept preduzeća temelji se na spoznaji da sve ostvarene poslovne i razvojne odluke imaju finansijske implikacije na:

*Treba ukazati da se preduzeće može posmatrati s proizvodnog, tržišnog (nabavno-prodajnog) i finansijskog aspekta. Iako je preduzeće sinteza navedenih aspekata, njegov finansijski izraz je najbliži izrazu te sinteze.*

<sup>118</sup> Ibidem, str. 9.

- rezultat,
- imovinu,
- neto gotovinski tok.

### 3.2.2.3.1. Bilans uspjeha kao osnova sagledavanja prinostnog položaja

Kada se govori o prinosu, riječ je zapravo o rentabilnosti ulaganja kapitala, iz čega slijedi logičan zaključak da bez ostvarenog cilja preduzeća - maksimiranje dobitka u dugom roku - prinos na kapital nije moguće ostvariti. Pri tome je razumljivo da i preduzeće i njegovi vlasnici teže da prinos na kapital bude što veći, a to se podudara s ciljem preduzeća - maksimiranje dobitka. Sama sadržina bilansa uspjeha zavisna je od računovodstvenih politika prema kojim je sačinjen i načina uključivanja poreza na finansijski rezultat u bilans uspjeha. U poslovnom smislu, bilans uspjeha sačinjen metodom ukupnih troškova više pogoduje sagledavanju ukupnih ulaganja i rezultata i utvrđivanju ostvarenog bruto proizvoda nego bilans uspjeha sačinjen metodom prodatih učinaka jer vjerodostojnije iskazuje prinostni položaj preduzeća, grana i ukupne privrede. Zato sagledajmo prinostni položaj preduzeća X za odgovarajući period poslovanja.

#### Prinosni položaj

OPIS	IZNOS U KM
1. Prihodi od prodaje	618.000
2. Varijabilni rashodi	497.000
3. Marža pokrića (1-2)	121.000
4. Fiksni poslovni rashodi	93.050
5. Neto rashodi finansiranja	4.800
6. Poslovni dobitak (3-4)	27.950
7. Dobitak redovne aktivnosti (6-5)	23.150
8. Faktori rizika :	
Faktor poslovnog rizika (3/6)	4,33
Faktor finansijskog rizika (6/7)	1,21
Faktor ukupnog rizika (8.1.x 8.2.)	5,23
9. Koeficijent marže pokrića (3/1)	0,20
10. Potreban prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (4/9)	465.250
11. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka $((1-10)/1) \times 100$	25,00%
12. Potreban prihod za ostvarenje neutralnog dobitka redovne djelatnosti (4+5)/9	489.250
13. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti $(1-12)/1 \times 100$	21,00%

Navedeni podaci pokazuju:

- faktor poslovnog rizika je relativno visok (4,33), a time i faktor ukupnog rizika (5,23);
- vjerovatnoća da će se ostvariti poslovni gubitak relativno je mala, jer da bi se to dogodilo, prihodi od prodaje trebali bi da se smanje preko jedne četvrtine što je malo vjerovatno;
- vjerovatnoća da će se ostvariti gubitak redovne aktivnosti takođe je mala, jer da bi se to ostvarilo, prihodi od prodaje trebali bi da se smanje za više od 21 posto.

### 3.2.2.3.2. Bilans stanja kao osnova sagledavanja finansijskog položaja

Finansijski položaj preduzeća ocjenjuje se na osnovu bilansa stanja. Praktično, stanje finansijske ravnoteže, zaduženosti i solventnosti određuje finansijski položaj koji u osnovi može biti: dobar, loš i prihvatljiv. Da bi se dijagnosticirao finansijski položaj preduzeća,

*Stanje finansijske ravnoteže, zaduženosti i solventnosti određuje finansijski položaj koji u osnovi može biti: dobar; loš i prihvatljiv.*

1. PREDUZEĆE KAO SISTEM, NJEGOVO OKRUŽENJE  
I STRATEŠKI FINANSIJSKI MENADŽMENT

109

neophodno je prilikom izražavanja konačne ocjene izvršiti vremensko i prostorno upoređivanje podataka s konkurencijom.

**Bilans stanja preduzeća X**

Pozicija	Iznos	
	31.12.20x2	31.12.20 h 1
1	2	3
<b>AKTIVA</b>		
A. STALNA IMOVINA (I+II+III)	399.950	412.000
I NEMATERIJALNA ULAGANJA (I)	1.950	2.000
1. Osnivački troškovi	1.950	2.000
II OSNOVNA SREDSTVA (1 do 3)	388.000	400.000
1. Zemljište	80.000	80.000
2. Građevinski objekti	68.000	70.000
3. Oprema	240.000	250.000
III DUGOROČNA FINANSIJSKA ULAGANJA (I)	10.000	10.000
1. Dugoročne hartije od vrijednosti	10.000	10.000
B. OBRтна IMOVINA (I+II+III)	236.406	255.000
I ZALIHE	179.000	200.000
1. Materijal	59.000	80.000
2. Gotovi proizvod	120.000	120.000
II KRATKOROČNA POTRŽIVANJA I PLASMANI (1)	51.500	50.000
1. Kupci	51.500	50.000
III EKVIVALENT GOTOVINE I GOTOVINA (1)	5.906	5.000
1. Gotovina	5.906	5.000
<b>AKTIVA (A+B)</b>	<b>636.356</b>	<b>667.000</b>
<b>PASIVA</b>		
A. KAPITAL (1 do 3)	518.520	500.000
1. Osnovni kapital	450.000	450.000
2. Rezerve	50.000	50.000
3. Neraspoređeni dobitak	18.520	0
B. OBAVEZE (I+II)	117.836	167.000
I DUGOROČNE OBAVEZE (I)	55.000	55.000
1. Dugoročni kredit	55.000	55.000
II KRATKOROČNE OBAVEZE (1 do 3)	62.836	112.000
1. Obaveze prema dobavljačima	42.250	90.000
2. Obaveze za zarade	16.667	18.000
3. Obaveze za poreze, doprinose i druge dadžbine	3.919	4.000
<b>PASIVA (A + B)</b>	<b>636.356</b>	<b>667.000</b>

1. PREDUZEĆE KAO SISTEM, NJEGOVO OKRUŽENJE  
I STRATEŠKI FINANSIJSKI MENADŽMENT

110

U odnosu na prethodnu godinu menadžment preuzeća je donio sljedeće odluke koje su tangirale imovinu u bilansu stanja tekuće godine i to:

- a) stalna imovina je smanjena za 30.000 KM jer se došlo do zaključka da i ta ulaganja obezbjeđuju kontinuitet pogonske spremnosti preduzeća (412.000 + 30.000 - 42.050);
- b) koeficijent obrta prema dobavljačima je smanjen sa 12 na 8 jer je nabavna funkcija uspjela obezbijediti kupovine sa prosječnim rokom plaćanja od 45 dana ( $45.250 = 338.000/8$ );
- c) potraživanja od kupaca su u tekućoj godini u nivou od 51.500 ( $618.000/12$ ), dok je u prethodnoj bio 50.000 ( $600.000/12$ ) što je posljedica rasta prihoda od prodaje od 3%, tj. sa 600.000 KM na 618.000 KM;
- d) kapital je u odnosu na prethodnu godinu uvećan za 18520 KM (neraspoređena dobit), tj. sa 500.000 na 518.000 KM.
- e) dugoročne obaveze ostale su na istom nivou od 55.000 i u tekućoj godini se uspio reprogramirati dug za narednu godinu.

Na osnovu hipotetičkih podataka prethodnog bilansa stanja moguće je sagledati finansijski položaj posmatranog preduzeća:

**Finansijski položaj**

OPIS	31.12.07.	31.12.06.
1. Stalna imovina	399.950	412.000
2. Zalihe	179.000	200.000
3. Dugoročna vezana imovina (1+2)	578.950	612.000
4. Kapital umanjen za gubitak	500.000	500.000
5. Dugoročne obaveze	55.000	55.000
6. Trajni i dugoročni kapital (4+5)	555.000	555.000
7. Koeficijent finansijske stabilnosti	1,04	1,10
8. Obrtni kapital (6-1)	155.050	143.000
9. Stopa pokrivenosti zaliha obrnim kapitalom (8/2) x 100	0,97	0,72
10. Kratkoročna potraživanja i gotovina	57.406	55.000
11. Kratkoročne obaveze	62.836	112.000
12. Koeficijent likvidnosti (10/11)	0,91	0,49
13. Stopa zaduženosti (5+11) / (4+5+11) x 100	19,00%	25%

Navedeni podaci ukazuju na sljedeće:

- finansijska stabilnost je nešto ispod prihvatljive, koeficijent finansijske stabilnosti je 1,04 (2007) odnosno 1,10 (2006), a trebao bi da bude jedan ili niži od jedan;
- zbog toga što je koeficijent finansijske stabilnosti viši od jedan, koeficijent likvidnosti je niži od jedan, 0,91 (2007) i 0,49 (2006), pa preduzeće ima teškoće u održavanju likvidnosti, poglavito u 2006. godini;
- stoga je zaduženost u pomenutim godinama niska: 19% (2007) odnosno 25% (2006), a sopstveni kapital kao garantna supstanca za povjerenje je relativno visok.

Najzad, treba uočiti da se finansijski položaj navedenog preduzeća poboljšava 2007. u odnosu na prethodnu godinu.

3.2.2.3.3. Bilans tokova gotovine

Polazeći od bilansa uspjeha i bilansa stanja, moguće je sačiniti bilans tokova gotovine, kako slijedi:

OPIS	IZNOS (u KM)
1	2
1. Amortizacija	42050
2. Neto dobitak	18520
<b>I. Gotovina iz operativnih aktivnosti (1+2)</b>	<b>60.570</b>
1. Ulaganja u osnovna sredstva	30.000
2. Povećanje kratkoročnih potraživanja i plasmana	1.500
3. Smanjenje zaliha	21.000
<b>II. Gotovinski tok iz investicionih aktivnosti - neto odlivi (1+2-3)</b>	<b>10.500</b>
1. Smanjenje kratkoročnih obaveza	49.164
<b>III. Gotovinski tok iz finansijskih aktivnosti - neto odlivi</b>	<b>49.164</b>
<b>IV. Neto gotovinski tok tekuće godine (I - II - III)</b>	<b>906</b>
<b>V. Gotovina po bilansu otvaranja</b>	<b>5000</b>
<b>VI. Neto gotovina na kraju godine (IV + V)</b>	<b>5906</b>

Dakle, ovaj bilans pokazuje da je neto priliv gotovine po osnovu tih aktivnosti u toku godine 906 KM, a kako je gotovina na početku perioda bila 5000, na kraju perioda je 5906 KM. Isti iznos gotovine iskazuje i bilans stanja.

Od kapitalnog značaja za preduzeće je da ima pozitivan neto priliv gotovine iz operativne aktivnosti jer od toga zavisi investiciona i finansijska aktivnost. Negativan neto priliv gotovine iz operativne aktivnosti javlja se kada preduzeće ima visok gubitak. U našem slučaju, ako bi gubitak bio veći od amortizacije, gotovinski tok operativne aktivnosti bio bi negativan.

Riječju, tokovima gotovine smatraju se svi prilivi i odlivi gotovog novca i gotovinskih ekvivalenata preko blagajne, žiro računa, tekućih i deviznih računa, uključujući kompenzacije, asignacije i cesije obavljene preko ovih računa.

Korisnost izvještaja o toku gotovine je u tome što on pokazuje:

- gdje je u stvari gotovina (novac),
- promjene u gotovini i ekvivalentima gotovine razvrstane na:
  - operativne (poslovne) djelatnosti,
  - investicione aktivnosti,
  - finansijske aktivnosti.

Dakle, informacije iz ovog izvještaja predstavljaju dobru osnovu:

- ocjene mogućnosti preduzeća da ostvari gotovinu i gotovinske ekvivalente i potrebu preduzeća da iskoristi te gotovinske tokove;
- procjene vrijednosti kapitala preduzeća kao osnove za donošenje odluka o određenim transakcijama sa preduzećem (kupoprodaja, preuzimanje, spajanje i sl.) njegove pouzdanosti sa stanovišta likvidnosti i solventnosti te sposobnosti preduzeća da utiče na iznose i raspored gotovinskih tokova u svrhu prilagođavanja promijenjenim okolnostima i mogućnostima.

*Od kapitalnog značaja za preduzeće je da ima pozitivan neto priliv gotovine iz operativne aktivnosti jer od toga zavisi investiciona i finansijska aktivnost.*



- Poređenje poslovnih aktivnosti različitih preduzeća jer gotovinski tok isključuje mogućnost korišćenja različitih računovodstvenih metoda (računovodstvenih standarda i bilansnih načela) za iste transakcije i događaje koji se tiču poslovnih aktivnosti. Tako se s velikom pouzdanošću može identifikovati:
  - da li se radi o poslovnoj aktivnosti koja je proizvođač ili potrošač gotovine,
  - da li gotovinu proizvodi ili troši u poslovnim ili neposlovnim aktivnostima i djelatnostima,
  - kako se finansira nedostatak ili koristi višak gotovine,
  - kakav je kvalitet ostvarene dobiti.

Ove informacije su potrebne jer računovodstveno iskazana **dobit** ne predstavlja i stvarno raspoloživu **gotovinu**, tako da i veoma profitabilni poslovi, ukoliko ih ne prate adekvatni tokovi gotovine mogu biti problematični za preduzeće.

#### 3.2.2.4. *Finansijski izvještaj - pokazatelj korporativne moći*

Na osnovu prethodne rasprave može se konstatovati da su finansijski izvještaji nezaobilazan izvor informacija i pouzdan mehanizam kontrole i monitoringa uprave preduzeća od vlasnika kapitala. Oni su, dakle, dobra osnova za spoznaju performansi preduzeća i sagledavanja stepena ostvarenja njegovih ciljeva, koji su najčešće povezani s ciljevima upravljanja koji treba da daju odgovor na pitanje zašto preduzeće postoji.

Ciljevi preduzeća u pojedinim zemljama i od određenih autora različito se definišu. U nekim zemljama, osnovni korporativni cilj je **maksimiranje bogatstva akcionara** (akcionarske vrijednosti). Ovaj cilj se pojavljuje u literaturi i u mnogim kodeksima širom svijeta.

Međutim, uprkos tome što u cijelom svijetu raste svijest o tome da zahtjevi akcionara moraju da budu ispunjeni kako bi se pribavio i zadržao kapital na dugoročnoj osnovi i po što nižoj cijeni, naglasak na maksimiranje akcionarske vrijednosti nije spriječio jačanje naglaska na drugim korporativnim ciljevima (maksimiranje dobitka, na primjer).

Naime, mnogi kodeksi sadrže socijalne, ekonomske i ekološke ciljeve kao sastavni dio fundamentalnih ciljeva preduzeća. Kodeksi posebno naglašavaju potrebu da preduzeća rade u interesu svojih vlasnika (većinskih i manjinskih) kao i drugih zainteresovanih učesnika (povjerenika, zaposlenih, države) kako bi se osigurala dugoročna održivost preduzeća. Naglasak na proširenom setu ciljeva može se naći u OECD-ovim Revidiranim smjernicama za multinacionalne kompanije iz 2004. i predloženim izmjenama Akta o kompanijama Ujedinjenog Kraljevstva, te u King II izvještaju.

Da bi se spoznalo ostvarivanje ciljeva, svako preduzeće je predmet pažljivog posmatranja i procjene od pojedinih stejkholdera. Osnovni, ali ne i jedini izvor informacija o kvalitetu korporativnog upravljanja su dostignute odgovarajuće performanse preduzeća koje se zasnivaju na finansijskim izvještajima. Iako su ovi izvještaji okrenuti prošlosti i prisutnosti nekih teorijskih stavova da se na bazi prošlih informacija ne mogu donositi odluke za budućnost, u našim uslovima tranzicije i nerazvijenosti i neefikasnosti finansijskog tržišta<sup>119</sup>, pa i drugih tržišta (tržišta rada, tržišta dobara i usluga) za sada ipak ne postoji pogodniji

*Osnovni, ali ne i jedini izvor informacija o kvalitetu korporativnog upravljanja su dostignute odgovarajuće performanse preduzeća koje se zasnivaju na finansijskim izvještajima.*

<sup>119</sup> Dr Kata Škarić -Jovanović: Računovodstvena mjerila performanski preduzeća VIII Kongres Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Vrućica, 2004.g. str.210.

izvor od njih.<sup>120</sup> Uostalom, kako je i samoj budućnosti imanentna neizvjesnost, osnovano je pretpostaviti da se i sama budućnost ne može prognozirati i pretpostaviti bez poznavanja prošlosti i sadašnjosti.

Za izražavanje uspješnosti korporativnog upravljanja mogu se koristiti pokazatelji prinostnog i finansijskog položaja preduzeća. Prinostni i finansijski položaj, iako važni indikatori kvaliteta korporativnog upravljanja, ipak nisu dovoljni da se upotpuni cjelovita slika o preduzeću. Neto gotovina (keš) koju preduzeće generiše, zajedno sa ostalim informacijama, upotpunjuje sliku uspješnosti preduzeća i kvalitet korporativnog upravljanja.

Da bi se resursi preduzeća pravilno alocirali radi ostvarivanja ciljeva preduzeća neophodno je na bazi finansijskih izvještaja i sagledanog prinostnog, imovinskog i finansijskog položaja donijeti odgovarajuće poslovne odluke. I pored manjkavosti (ograničenja) informacija iz finansijskih izvještaja u cilju unapređenja kvaliteta korporativnog upravljanja, pored poznavanja stanja u ekonomiji zemlje, djelatnosti i grane u kojoj preduzeće radi i instrumenata analize, uprava treba poznavati i ograničenja iskazne moći finansijskih izvještaja. Pri tome, ako je vrhunski cilj preduzeća ostvarivanje dobitka u dugom roku, onda donosioci poslovnih odluka moraju uvažavati činjenicu da su veličine od kojih zavise određeni pokazatelji pod značajnim uticajem računovodstvenih politika. Dakle, računovodstvena dobit oblikovana je u skladu sa bilansno-političkim ciljevima preduzeća. Manjkavosti ovog pokazatelja mogu se otkloniti informacijama, gdje se praktično dolazi do podataka iz bilansa gotovinskih tokova, pokrivenosti neto dobitka neto gotovinom, imajući pri tom u vidu da je «gotovina kralj».

Na osnovu seta informacija iz finansijskih izvještaja može se, zapravo, vidjeti razgraničenost **korporativne** moći i da li je ona u skupštini akcionara odnosno nadzornom (upravnom) odboru ili kod nezavisnih ili izvršnih direktora.

Bez obzira gdje je koncentrisana najveća korporativna moć, finansijski izvještaji mogu poslužiti za unapređenje pozicije vlasnika kapitala i njegove zaštite interesa u odnosu na upravu preduzeća.

*Za izražavanje uspješnosti korporativnog upravljanja mogu se koristiti pokazatelji prinostnog i finansijskog položaja preduzeća.*

*Računovodstvena dobit oblikovana je u skladu sa bilansno-političkim ciljevima preduzeća.*

*Na osnovu seta informacija iz finansijskih izvještaja može se, zapravo, vidjeti razgraničenost korporativne moći i da li je ona u skupštini akcionara odnosno nadzornom (upravnom) odboru ili kod nezavisnih ili izvršnih direktora.*

*Bez obzira gdje je koncentrisana najveća korporativna moć, finansijski izvještaji mogu poslužiti za unapređenje pozicije vlasnika kapitala i njegove zaštite interesa u odnosu na upravu preduzeća.*

\*

\*

\*

*Razdvajanje upravljanja od vlasništva za posljedicu je imalo probleme u korporativnom upravljanju. Intenzivnije bavljenje ovim pitanjima je naročito prisutno u Velikoj Britaniji nakon talasa privatizacije krajem 70-ih i početkom 80-ih godina XX vijeka. Kod nas se ovim pitanjima počelo baviti nakon sloma sistema dogovorne ekonomije i uvođenja tržišnih mehanizama u privredni sistem krajem 80-ih i početkom 90-ih godina.*

<sup>120</sup> Samo kod efikasnih finansijskih tržišta cijene hartija od vrijednosti odražavaju sve javno raspoložive informacije o ekonomiji zemlje, finansijskim tržištima i pojedinim preduzećima. Za naša tržišta, koja su u nastajanju, nemože se reći da su efikasna pa stoga i njihove cijene hartija od vrijednosti ne odražavaju objektivnu vrijednost niti pak kvalitet korporativnog upravljanja u preduzeću.