

ОЦЈЕНЕ ПЕРФОРМАНСИ ПРЕДУЗЕЋА СА ОСВРТОМ НА ЕФЕКТЕ ФИНАНСИЈСКОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА

Апстракт: Перформансе предузећа су домети предузећа у остварењу постављеног циља. Уколико је циљ предузећа лоше дефинисан, ни оцјене перформанси, ма колико добро одабране, не могу бити од велике помоћи у вођењу предузећа ка циљу, нити у оцјени успјешности менаџмента. С овим проблемом суочава се модел интересних група компаније. Ни све оцјене перформанси у акционарском моделу компаније нису подједнако подесне да оцјењују остварење циља максимизирања вриједности за акционаре, нити да укажу менаџерима како да воде предузеће ка циљу. У истраживањима ефеката финансијског реструктурирања приликом *ex-ante* истраживања оцјењује се краткорочни утицај најаве финансијског реструктурирања на вриједност за акционаре. Оцјена перформанси у овом случају је вишак приноса за акционаре која ће се остварити приликом најаве финансијског реструктурирања. На другој страни у *ex-post* истраживањима сагледавају се дугорочни перформанси предузећа, а у циљу да се утврди у којој мјери је финансијско реструктурирање водило промјени дугорочних перформанси предузећа. У овом случају најчешће се користе рачуноводствене оцјене перформанси.

Кључне ријечи: оцјена перформанси, предузеће, финансијско реструктурирање, вриједност за акционаре.

1. Увод

Финансијски резултат предузећа исказује његове активности. Пословање предузећа је усмјерено на остваривање његових циљева, а колико су они остварени може се утврдити на основу оцјене перформанси.

У раду је размотрен појам перформанси предузећа и начин њихове оцјене. Оцјене перформанси се могу класификовати на тржишне, рачуноводствене, хибридне и нове оцјене перформанси предузећа. Тржишне оцјене перформанси чине екстерне оцјене, рачуноводствене оцјене перформанси чине интерне оцјене, док су хибридне интерно-екстерне оцјене. Нове оцјене перформанси су у основи интерне оцјене, иако је за њихово добијање неопходно обезбиједити екстерне податке.

Резултат финансијског реструктурирања могу бити позитивни или негативни ефекти на перформансе у компанији, а они су у раду приказани на основу *ex-ante* и *ex-post* истраживања.

2. Пројена финансијског положаја предузећа

Финансијски резултати предузећа, уколико се пажљиво интерпретирају, исказују његове активности. Постоје двије врсте финансијске анализе, анализа финансијског резултата и анализа финансијског положаја предузећа.¹ Када се врши ојена могућности опстанка предузећа неопходно је анализирати пословне резултате у више узастопних година, што ће показати временске периоде у којима се јављају негативне тенденције, узроке и њихову јачину. Финансијске информације и финансијски менаџмент су критичан фактор успјеха и постојања предузећа. Најкориснији извори информација су: периодични биланси и информација о току новца који су кориштени од стране 80 % предузећа. (видјети табелу 1)

Табела 1. Извори менаџерских информација

Информација	% предузећа
Биланс успјеха	86,8
Биланс стања	78,2
Новчани ток	58,7
Буџет	57,7
Предвиђање новчаних токова	56,1
Буџетски планови	42,8
Рацио анализа	26,2
Трендови у индустрији	22,4
Компарација са другим предузећима	15,9

Извор: Collis and Jarvis (2002) page.106

Анализом структуре финансијског резултата утврђује се из ког извора он потиче. Уколико је предузеће финансијски стабилно, позитиван је финансијски резултат из редовног пословања, док је финансијски резултат из непословних и ванредних прихода негативан. Предузећа са финансијским потешкоћама имају високе непословне и ванредне расходе и то као посљедица: отписа потраживања, расходања основних средстава, мањкова и отписа залиха. Уколико је финансијски резултат из редовног пословања негативан, предузеће има слабу перспективу због тога што је много теже отклонити узроке губитка из редовног пословања. Финансијски положај предузећа исказује се кроз састав капитала са аспекта власништва и рочности пасиве и начина финансирања имовине-активе. Динамички посматрано зависи од висине новчаних токова и формулисања рационалне функције предузећа. Сложеност и бројност трансакција условљавају настанак периодичних финансијских извјештаја за мјерење профита и финансијске позиције. Новчани ток је предмет планирања у циљу одржавања ликвидности и инструмент контроле плана новчаних токова и користи се као инструмент финансијске анализе за мјерење приносне снаге у погледу допуне добитка и за анализу инвестиционих пројеката, а једнак је збиру амортизације, трошкова резервисања и нето добити. Новчани ток се користи као инструмент финансијске

¹ Родић, Д. *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд, 2001. стр. 177-198.

анализе за мјерење приносне снаге у погледу допуне добитка и за анализу инвестиционих пројеката. Новчани ток као инструмент приносне снаге обухвата укупан добитак послје опорезивања, амортизацију и трошкове резервисања. Приликом процјене финансијске снаге не узимају се у обзир исплаћене дивиденде акционарима. Новчани ток је у суштини вишак прихода који се, по плаћању пореза на добитак, може користити за исплату дивиденди, учешћа у добитку, инвестирања у основна средства или за плаћање дугорочних зајмова. Током постојања предузећа очекује се да ће профит и вриједност нето средстава бити једнаки нето новчаном току. У финансијској анализи новчани токови су инструмент мјерења финансијског потенцијала предузећа за интерно финансирање. Анализа новчаних токова је битна за диференцирање предузећа са проблемима од виталних предузећа. Док неки аутори сматрају да новчани ток није значајан у предвиђању банкрота истраживања, Sharma показује да постоји логична веза између новчаних токова и банкрота. Бројне истраживачке студије показале су ирелевантност информација о новчаном току за предвиђање пословног неуспјеха из следећих разлога:² новчани ток из операција није мјерен на одговарајући начин, неки истраживачи нису вршили валидацију својих модела, студије нису користиле анализу временских серија, истраживачи нису уважавали значај варијабли и компоненти новчаног тока и користили су бројне и различите радио бројеве као и широк опсег метода и статистичких техника. Ефекти укупног новчаног тока и његових компоненти на предикцију тачности неуспјеха обезбјеђује боље схватање везе између ликвидности и финансијских тешкоћа. Испитивање везе између компоненти новчаног тока омогућава схватање његове варијабилности. Код предузећа која имају потешкоће, смањује се оперативни новчани ток и повећавају се приливи новца од финансирања и инвестирања. Новчани ток је корисна информација за процјењивање солвентности предузећа, посебно у условима велике неизвјесности. Краткорочна ликвидност зависи од ефикасности управљања готовином. Извјештај о примањима и издавањима готовине сматрају се за инструменте који би служили у опште сврхе, што директно прозилази из супротстављања прихода и трошкова који се врши на обрачунској, а не готовинској бази. Извјештај о новчаним токовима изузетно је користан за управљање краткорочним финансијским положајем, а нарочито за оцјену краткорочне ликвидности. Директна компарација финансијских извјештаја пружа информативну основу за процјену увођења извјештаја о новчаним токовима у традиционално рачуноводство предузећа. Извјештај о новчаним токовима има предност у односу на билансе стања и успјеха, нарочито у области процјене ликвидности и солвентности.

3. Тржишне оцјене перформанси предузећа

Тржишне оцјене перформанси су: цијена акције, додата тржишна вриједност, принос за акционаре, натпросјечни и кумулативни натпросјечни принос. Према тржишним оцјенама перформанси, ефикасно тржиште акција требало би омогућити да се докази о ефикасности и ефективности компаније одражавају у тржиш-

² Sharma, D.S. *The Role of Cash Flow Information in Predicting Corporate Failure: The State of Literature*, Managerial Finance, 2001. стр 5-9.

ним учинцима акција, односно кретањима цијена акција. Тржишна цијена акције је од велике важности за оцјену перформанси компаније, али се сусреће са проблемом ограничености упоредивости оцјена у простору и времену. У вези са упоредивошћу оцјена у простору, ограниченост се може објаснити тако што предузеће које има два пута већу цијену акције од другог предузећа, у грани или на тржишту не значи ништа. У вези са временском димензијом, раст цијена акција или њен пад мањи од тржишног индекса указује на повољне промјене у благостању акционара. Тржишна вриједност властитог капитала је производ тржишне цијене акција и броја акција у посједу инвеститора, а састоји се из иницијално уложеног капитала од стране акционара и додате вриједности коју је креирао менаџмент. Додата вриједност коју је креирао менаџмент представља износ креираног благостања за акционара, а означава се као додата тржишна вриједност. Код акционарског модела компаније додата тржишна вриједност представља реализацију циља компаније и она је функција текућих тржишних цијена које инвеститори преферирају да плате за улазак у круг власника компаније и представља стварну вриједност коју власништво носи. Тржишна цијена акције репрезентује очекивања о будућим ефектима компаније. Она садржи све информације о оствареним учинцима предузећа, али и о нивоу очекиваних промјена које предузеће треба да одбаци да би акционари остварили захтијевану стопу приноса на акције. Менаџмент треба да представи ове тржишне оцјене на основу поређења тржишних очекивања са властитим очекивањима, што је од круцијалног значаја за доношење одлука да ли се предузеће треба финансијски реструктурирати и да ли су потребни и други финансијски и инвестициони подухвати.³ Менаџмент може утицати на висину тржишне цијене акције и додате тржишне вриједности на основу изношења нових информација које тржиште не посједује. Према томе менаџмент може извршити директан утицај на цијену акције изношењем неантиципираних информација, односно информација које носе друкчији садржај од оног што тржиште очекује. Рецимо, ако компанија објави пад периодичног резултата који је мањи од пада који инвеститори очекују, без обзира на периодичан пад резултата, цијена акција, односно додата тржишна вриједност ће расти. Уколико предузеће објави побољшање перформанси, а то побољшање буде мање од оног што је тржиште очекивало, доћи ће до пада цијена акција и додате тржишне вриједности. Проблем додате тржишне вриједности је је тај што је она, у основи, оцјена историјских перформанси, у којој се често садашње (текуће или тренутне) перформансе предузећа одражавају у инфинитезималној мјери (она укључује годинама старе и сада ирелевантне добитке и губитке...а оно што нас сигурно занима су текуће перформансе). За оцјењивање текућих изведби предузећа сигурније је користити оцјену додате тржишне вриједности на годишњем нивоу. На тај начин се уклања још један проблем додате тржишне вриједности, а то је непоузданост обрачуна износа капитала који су акционари инвестирали од тренутка оснивања предузећа. Ипак, и овакав приступ не може отклонити проблем детерминисања периода у коме се дата вриједност креира јер годишњи износ

³ Нпр. уколико цијене акција порасту, не значи да је тржиште наградило предузеће за добре учинке, него може да значи да тржиште шаље сигнале како очекује смишљено реструктурирање којим ће се креирати вриједност или да су акције предузећа значајно потцијењене, тако да се може очекивати напад за преузимање којим ће се затворити дати вриједносни јаз.

приноса додате тржишне вриједности је резултат ранијих пословних активности, а да је у овом периоду дошло до нето уништавања вриједности или да је прираст додате тржишне вриједности очекивање да ће се вриједност креирати у неком будућем периоду. Оцјена додате тржишне вриједности не уважава ризик који стоји иза стопе приноса, а са којим се инвеститори сусрећу и немогуће је поређење у простору и времену.

Уколико предузеће оствари изведбе које је и очекивало, принос акција биће једнак захтијевању стопи приноса од стране акционара. Предузеће ће остварити веће приносе акција од захтијевања стопе приноса од стране акционара уколико предузеће оствари боље перформансе од очекиваних, што може да доведе до корекције очекивања о будућим перформансима предузећа. Из тих разлога принос акција није одговарајући за оцјењивање изведби компаније у дужем временском периоду. Оцјена приноса акција не уважава ризик који стоји иза стопе приноса, а са којим се инвеститори сусрећу.

Натприродни принос могуће је оцијенити само у кратком временском периоду и као најаву неочекиваних пословних потеза предузећа. Код модела компаније интересних група тржишне оцјене су недовољне јер се представљају само за једну интересну групу, односно акционаре, а вриједност за акционаре може се креирати на основу губитка код других интересних група.

4. Рачуноводствене оцјене перформанси предузећа

Рачуноводствене оцјене перформанси предузећа представља профитабилност предузећа, а која се везује за висину оствареног рачуноводног добитка.

Рачуноводствене оцјене перформанси су сљедеће:

- 1) нето добитак по акцији једнак је односу нето добитка и броја акција у посједу инвеститора;
- 2) стопа приноса на инвестирана средства једнака је односу нето добитка и укупних средстава;
- 3) стопа приноса на властити капитал једнака је односу нето добитка и властитог капитала;
- 4) стопа нето добити једнака је односу нето добитка и нето прихода од реализације;
- 5) стопа пословног добитка једнака је односу пословног добитка и нето прихода од реализације.

У новије вријеме профитабилност предузећа не посматрамо само из позиције биланса стања и биланса успјеха, него из извјештаја о новчаним токовима. Добра страна рачуноводствених оцјена перформанси јесте њихово лако добијање и добра разумљивост, али и оне имају недостатке који се састоје у утицају примијењених рачуноводствених политика обрачуна на висину добитка и висину рачуноводног исказа средстава, укључујући политику обрачуна потрошње залиха, политику амортизације средстава, третман нематеријалних средстава. Инвестиције у нематеријална средства се не капитализују него третирају као расход периода, што може и те како умањити резултат у будућности. Различите рачуноводствене политике могу довести до великих разлика у обрачунатим ра-

рачуноводственим оцјенама ефикасности и изобличити процес оцјене истих. Рачуноводствене оцјене перформанси не одговарајуће третирају инвестиције у трајна обртна средства и фиксна средства, као и дугорочну природу трошкова истраживања и развоја, што су битни фактори који предодређују раст, развој и опстанак предузећа. Као и претходне оцјене, не уважавају ризик, те концепт временске вриједности новца и подложне су могућим манипулацијама у извјештајима. У акционарском моделу компаније рачуноводствене оцјене перформанси су неподесне јер немају корелацију са тржишним оцјенама перформанси, као ни претпоставку да ће тржишна вриједност предузећа расти уколико оно произведе нето добитак по акцији, стопу приноса на инвестициони капитал и стопу приноса на властити капитал које се везује за модел компаније интересних група. Према истраживањима (Stern, Stewart, Chew) раст ових оцјена недовољно објашњава промјену повећања тржишне вриједности предузећа.⁴

Треба нагласити да више од 50% менаџера у фирмама сматра да је нето добитак по акцији важнија детерминанта цијене акције него новчани ток.⁵

5. Хибридне оцјене перформанси предузећа

Хибридне оцјене перформанси су однос тржишне цијене акције и нето добитка по акцији (P/E), Тобинов q рацио, однос тржишне и књиговодствене вриједности властитог капитала (M/B). Набројане оцјене повезују тржишне и рачуноводствене оцјене. P/E рацио показује спремност инвеститора да плати за јединицу будућег добитка предузећа. Висок P/E рацио је оцјена очекивања већег будућег добитка уз нижи ризик. Позитивна страна овога оцјењивања јесте да се ефикасност може поредити у простору и времену, изузев поређења у различитим гранама, јер P/E оцјене у растућим гранама су више него у другим гранама. Недостатак овог оцјењивања је употреба недовољно поузданог рачуноводственог добитка, а оцјена се само може вршити ако се полази од тога да је тржиште акција ефикасно. Пошто ово оцјењивање уважава ризик, а показује очекиван раст, нејасно је у којој мјери високи P/E оцјена указује на високи очекивани раст, а у којој на низак ризик, с тим да се ова дилема поједностављује компромисним тумачењем да високе перформансе оцјењене P/E оцјеном значе веће повјерење у конкретно предузеће. У смислу оцјене текућих перформанси добре текуће перформансе треба да се одражавају растом P/E рациа. Раст P/E рациа не мора само одражавати добру интерну перформансу предузећа, раст нето добитка по акцији или пад ризика, него може да значи да инвеститор очекује виши раст, који не мора значити да ће бити задовољен од стране предузећа, тако да P/E рацио не открива нужно добре текуће перформансе.

M/B рацио умјесто обрачуна апсолутне разлике текуће тржишне капитализације и инвестиционог капитала обрачунава релативан однос обје величине, гдје се претпоставља да је књиговодствена вриједност капитала добра апроксимација

⁴ Stern, J., Stewart, B., Chew., D. (1998) *The EVA Financial Management System* in Stern J.M. Chew D.H., Jr. ed., *The revolution in corporate finance*, Blackwel Publisher:474-489.

⁵ Chew u Stern i Chew, 1998, page 12.

инвестиционог капитала. Ова оцјена је под утицајем примијењених рачуноводствених политика. Раст МВ се дешава услед оптимизма тржишта у погледу перспективе економије и предузећа и услед редукције књиговодствене вриједности властитог капитала, а која може бити резултат промјена рачуноводствених политика или откупа акција. У односу на Р/Е оцјену, предност је у томе што тржишну цијену доводи у однос са вриједношћу властитог капитала, па показује мању флукуацију у односу на Р/Е оцјену, али је са друге стране мање успјешан у сагледавању тренутних перформанси предузећа.

Тобинов q рацио, иако је сличан М/В оцјењивању, тржишну вриједност властитог капитала доводи у везу са књиговодственом вриједношћу властитог капитала. Ово оцјењивање успоставља везу укупне тржишне вриједности предузећа и вриједности замјене укупних средстава. Могло би се дефинисати да q рацио представља однос укупне тржишне вриједности предузећа и трошкова замјене његових физичких средстава. Тржишна вриједност предузећа једнака је збиру тржишне вриједности акција, преференцијалних акција и дугова, а како се вриједност замјене средстава не може одредити, умјесто трошкова замјене физичких средстава користи се књиговодствена вриједност средстава. Низак q рацио (мање од 1) указује да се за куповину појединачних средстава мора више платити него што се плаћа готово предузеће. Висок q рацио указује да предузеће посједује уз физички капитал и корисна неопипљива средства попут монополистичке позиције, патената, добре менаџере, и степен повјерења који инвеститори имају у предузећу.

6. Нове оцјене перформанси предузећа

Нове интерне оцјене перформанси имају већу корелацију са тржишним ефектима, односно са циљном функцијом максимизирања вриједности за акционаре и инициране су у намјери да замијене рачуноводствено оцјењивање перформанси. Полазну основу о овој теорији је дала поставка о ефикасности тржишта акција, према којој цијена акција у себи спаја расположиве информације о очекиваним новчаним токовима које ће инвеститори остварити у будућем периоду. У складу са поставком ефикасног тржишта је и чињеница да објављивање информација о добитку није ништа што тржиште није знало, а инвеститори не доносе закључке на основу информација о добитку, него из њих изводе информације о новчаним токовима у будућности.

Нова оцјењивања перформанси у практичној примјени дала су мањи или већи допринос, јер на примјеренији начин указују менаџерима и другим интересним групама у компанији на које начине могу креирати вриједност. Нова оцјењивања истичу круцијалне варијабле вриједности и награђивање извршилаца за остварене циљеве. Најпознатије нове оцјене изведби су: Rappaportova додата вриједност за акционаре - SVA, економска додата вриједност EVA консултантске куће Stern & Stewart, готовински принос на инвестирана средства - CFROI.⁶

⁶ Према: Rappaport, A.: *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*, Free Press, New York. 1998. стр.120.

Rappaport SVA приступ представља максимизирање вриједности за акционаре кроз факторе који утичу на додатну вриједност. Према овом приступу, укупна вриједност предузећа се састоји из: садашње вриједности будућих новчаних токова у периоду пројекције, вриједности предузећа након периода пројекције, текућа вриједност готовине, купљених хартија од вриједности и других инвестиција које могу бити конвертоване у готовину. Укупна тржишна вриједност предузећа једнака је суми вриједности позајмљеног и властитог капитала. Вриједност за акционаре једнака је разлици вриједности предузећа и тржишне вриједности дугова. Промјене у вриједности за акционаре у времену Rappaport назива додатна вриједност за акционаре –SVA. Позитивна SVA подразумева да је предузеће креирало вриједност за акционаре, која се у будућности одражава кроз раст приноса за акционаре путем већих дивиденди или цијена акција. У било ком временском периоду t SVA може се израчунати односом промјена апроксимације пословног новчаног тока у току периода и цијене капитала предузећа умањено за инкременталне инвестиције у току периода. Према Rappaport-у фактори који утичу на додатну вриједност су: стопа раста продаје, стопа раста пословног добитка, стопа пореза на добит, инвестиције у трајна обртна средства, капиталне инвестиције цијена капитала предузећа и трајање раста вриједности. Период раста вриједности је покретач вриједности од кључног значаја јер истиче услов за креирање вриједности: представља најбољу оцјену временског периода у коме се очекује да ће предузеће остварити стопе приноса на ангажованом капиталу веће од цијене капитала предузећа.

Табела број 2. Покретачи вриједности

Фактори који утичу на додатну вриједност	Зависе од:
1. стопа раста продаје 2. стопа пословног добитка 3. стопа пореза на добитак	пословне одлуке менаџмента попут одлука о производном миксу, цијенама, промоцији, дистрибуцији и услугама за потрошаче
4. инвестиције у трајна обртна средства 5. капиталне инвестиције	покретачи вриједности и инвестиционе одлуке
6. цијена капитала предузећа	финансијске одлуке менаџмента
7. Период раста вриједности	способности предузећа да креира и одржава конкурентску предност. Уколико предузеће не оствари стопу приноса која је виша од цијене капитала оно врши уништавање вриједности предузећа и стога и вриједности за акционаре

Извор: Rappaport (1998, стр. 56)

Иако Rappaport-ov модел уважава економску реалност да се цијене акција и вриједност за акционаре одређује на основу очекиваних готовинских приноса акционара, а зависност од процијењеног степена ризика инвестирања, недостатак овог модела је бројност инпута. Обезбјеђивање инпута за модел је скуп и дуготрајан процес. Одређивање висине инпута, а посебно трајања периода раста и цијене капитала предузећа, може бити изложено високом степену субјективности. Критичари овог модела сугеришу да треба користити економски добитак, који за разлику од дисконтованих новчаних токова, није изложен претјераној субјективности и који се лако изводи из расположивих, коригованих рачуноводствених података. Економски добитак је мјера добитка која узима у обзир трошкове капитала ангажованог за остварење датог добитка. Предност економског добитка јесте у томе што га менаџери једноставније прихватају од методологије дисконтованих новчаних токова, јер су ближи рачуноводственим концептима са којима су навикли да „баратају“. Међутим рачуноводство не омогућава информације о текућој економској вриједности инвестиционог капитала, а процес добијања цијене капитала исто је субјективан као и код Rappaport-овог модела додате вриједности за акционаре.

Оцјене перформанси економске додате вриједности која има високе корелације са додатном тржишном вриједности, при чему је дата корелација дупло већа од дате корелације коју мјере рачуноводствене оцјене перформанси, стопа приноса на инвестициона средства и стопа приноса на властити капитал. Овоме се додаје и мишљење да промјене у додатој тржишној вриједности антиципирају промјене у економској додатој вриједности; да креирање и одржавање додате тржишне вриједности захтијева да се менаџмент концентрише на генерисање континуелног раста економске додате вриједности у свим областима и аспектима пословања; да економска додата вриједност оцјењује ефекте предузећа на исти начин као што то ради и тржиште капитала преко поређења са цијеном капитала предузећа; да ова оцјена перформанси омогућава побољшање компанијског управљања, усклађивања интереса власника и интереса запослених и да је идеално средство за везивање компензација менаџера; да се успјешно може користити за калкулацију цијена коштања производа и услуга, оцјену односа са купцима и анализу ризика и профита у свакој од компоненти ланца вриједности и сл. Међутим, јако је скупо уклањање недостатка економског добитка коришћењем оцјена економске додате вриједности, јер обрачун коригованих величина добитка и инвестираног капитала захтијева 164 корекције рачуноводствених података.⁷ Тако нпр. како издаци у маркетинг, истраживање и развој доприносе креирању вриједности, њих треба вратити из биланса успјеха у биланс стања, односно приказати их као инвестирани капитал. Затим ову интервенцију треба амортизовати у периоду у коме се очекују економске користи од таквог улагања. Међутим, споран је период у коме се требају амортизовати оваква улагања и за који временски период треба извршити оваква враћања. Корекције у складу са економском додатом вриједности су јако скуп и спори процеси у којима је

⁷ Према: Arnold, G.: *Corporate Financial Management*, 2nd edition, Pearson Education Limited Prentice Hall/Financial Times, 2004. стр. 724.

субјективизам присутан у још већој мјери него у процесима добијања оригиналних рачуноводствених података.

7. Оцјене перформанси у оквиру модела интересних група

Да би предузеће пословало ефикасно потребно је саставити концепт перформанси који зависи од коначног циља компаније. Код модела интересних група компаније развој концепта је отежан проблемом дефинисања коначног циља компаније, јер овај модел компаније не посједује јединствену циљну функцију него вишедимензионалну описну одредницу о задовољењу интереса свих интересних група. Неки од концепата оцјена изведби код модела интересних група су:

- концепт перформанси усмјерен на задовољење потрошача, гдје се потрошачи третирају као главна интересна група у предузећу (барометар задовољења потрошача и менаџмент укупним квалитетом);
- концепт социјалних перформанси (социјална одговорност, односи са друштвеном заједницом, односи са запосленима, квалитет производа, заштита животне средине);
- концепт компанијског рејтинга (квалитет менаџмента, дугорочне инвестиције, иновације, финансијска стабилност, квалитет кадрова, квалитет усмјеравања средстава).

Како ниједан од набројаних концепата не уважава интересе свих интересних група, отежано је оцјењивање перформанси. Најприхватљивији концепт у оквиру овог модела виђења компаније је листа уравнотежених остварења⁸ према којој се настоји омогућити уравнотежење интерних и екстерних оцјена перформанси, финансијских и нефинансијских оцјена перформанси, између оцјена које мјере прошле и будуће ефекте и измјеђу објективних и субјективних оцјењивања. Концепт би требало користити у циљу унапређења стратегије, комуницирања стратегије унутар предузећа, усклађености личних циљева са стратегијом и повезивање стратегијских циљева са годишњим буџетима и примјена периодичних испитивања перформанси у циљу откривања начина за побољшање стратегије. Овај концепт почива на: финансијској перспективи и оцјенама профитабилности; перспективи потрошача и оцјенама задовољења потрошача; интерној пословној перспективи и интерним оцјенама ефикасности; перспективи иновација и учења и оцјенама иновативности. Међутим, немогуће је балансирање ових оцјена између свих интересних група. Код овог концепта није дефинисан јасан критеријум за значај појединих интересних група или одговорности у вези сваком од група. Како овај концепт има више циљева многи аутори сматрају да се онда у суштини губи циљ. Према томе, да би стратегија била примјењива, запослени морају јасно знати које су њихове обавезе и у складу са њиховим извршењем, награде или казне за перформансе. Како ова оцјена перформанси не помаже у мјерењу стварних

⁸ Balanced scorecard

остварења предузећа, предузећа која су је примјењивала, од свих оцјена перформанси користила су једну оцјену и то рачуноводствени добитак.⁹

8. Избор оцјна и метода за ефикасно реструктурирање предузећа

Резултати финансијског реструктурирања могу бити позитивни или негативни ефекти на перформансе у компанији. Код модела компаније интересних група због тешког дефинисања циља и бројних оцјена перформанси немогуће је дати адекватну оцјену успјешности финансијског реструктурирања. Како је циљ овог модела компаније да се задовоље интереси свих интересних група, немогуће је одредити које оцјене перформанси то могу задовољити, да би се послије избора оцјена перформанси извршило њихово балансирање. Уколико финансијско реструктурирање води побољшаним оцјенама перформанси, како се та побољшања могу тумачити са аспекта задовољења потреба интересних група које дате оцјене не примјењују, наведене чињенице усмјеравају на оцјену успјешности финансијског реструктурирања код акционарског модела компаније.

Уколико се код акционарског модела компаније за оцјену успјешности финансијског реструктурирања користи оцјена перформанси - стопа приноса на инвестициона средства и финансијско реструктурирање резултира растом стопе приноса на инвестициона средства, оно би се могло оцијенити успјешним. Уколико промјена стопе приноса на инвестициона средства не говори да је задовољен циљ максимизирања вриједности за акционаре, онда би била погрешна оцјена да је успјешно финансијско реструктурирање које доводи до пада стопе приноса на инвестициона средства.

Потпуно је упитна употребљивост рачуноводствених оцјена перформанси за оцјену ефекта финансијског реструктурирања, што се види кроз запажања Рарпорта који каже да стопа приноса на инвестирана средства расте када се предузеће помјера са оптималног нивоа дугова на ниво гдје је учешће дугова мање од оптималног, те док вриједност предузећа пада стопа приноса на инвестирана средства расте.¹⁰ Исто тако, стопа приноса на инвестирана средства расте уколико предузеће ангажује већи износ позајмљеног капитала од оптималног, иако при томе вриједност предузећа пада услед повећања финансијског ризика. Међутим и даље рачуноводствене оцјене перформанси се користе у великој мјери приликом истраживања дугорочног ефекта финансијског реструктурирања. Ни хибридне оцјене перформанси нису савршене за истраживања дугорочног ефекта финансијског реструктурирања. Нове оцјене перформанси имају компаративну предност у истраживању ефекта дугорочног финансијског реструктурирања у односу на рачуноводствене и хибридне оцјене. Међутим, према досадашњем сазнању ниједно истраживање ефекта дугорочног финансијског реструктурирања, које би се базирало на употреби Рарпорт-ове додате вриједности за акционаре и економске додате вриједности, до сада није

⁹ Jensen, M.: *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, Business Ethics Quarterly, 2002. Vol.12.

¹⁰ Према: Rappaport, A.: *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*, Free Press, New York 1998. стр. 30.

извршено. Тржишне оцјене перформанси су најподесније за истраживање ефеката финансијског реструктурирања, иако и оне имају своје недостатке. Тржишне оцјене перформанси не могу се користити за праћење перформанси у времену, у дугом року. Како су у цијену и принос акција већ укључене антиципиране промјене, тешко је оцјењивање утицаја прошлих перформанси које је финансијско реструктурирање увело. Примјеном тржишног оцјењивања перформанси, успјешно оцјењивање изведби могуће је само у кратком року уз уважавање неантиципиране промјене перформанси, што се омогућава примјеном оцјене натприродних приноса. Недостатак тржишних оцјена перформанси је и чињеница да тржишта капитала нису потпуно ефикасна, нарочито код неликвидних и плитких тржишта, гдје се цијене акција одређују на основу нефреквентних трансакција. На таквим тржиштима котиране тржишне цијене не морају нужно рефлектовати вриједност акција на тржишту. Тако на неефикасним тржиштима и промјене цијене акција које производи финансијско реструктурирање нису поуздани подаци за успјешност финансијског реструктурирања. Тржишне оцјене перформанси не слажу се са виђењем интересних група, јер кад тржишно оцјењивање оцијени повећање благостања акционара, то повећање буде одраз редистрибуције благостања са других интересних група, а не резултат креирања вриједности.

Методологија истраживања за ефикасно реструктурирање. Емпиријска истраживања ефеката реструктурирања могу се подијелити на *ex-ante* реакције цијене акција на најаве финансијског реструктурирања (студије догађаја) које се спроводи на великим узорцима компанија које су примјењивале одређене технике финансијског реструктурирања и *ex-post* рачуноводствене промјене и промјене цијена акција у дужем низу година након реструктурирања, која поред истраживања на великим узорцима укључују и студије случаја појединих компанија.

Код методологије *ex-ante* истраживања идејна основа ове методологије базирана је на запажању да се на цијену акција може утицати само на основу објављивања информација које тржиште није већ антиципирало и уградило у цијену акција. Нпр. у предузећу које доживи пад перформанси, не мора због тога доћи до пада цијена акција, односно, може одбацити нормалан принос за акционаре, уколико су лоше изведбе већ препознате и уграђене у цијену акција. Важи и обрнуто, предузеће за које је тржиште очекивало одличне перформансе неће одбацити позитиван вишак приноса, односно позитивни натпросјечан принос за акционаре, када објави информације о одличним перформансима. Цијена акција неће порасти услед објављивања информација које је тржиште већ антиципирало. С друге стране, уколико предузеће за које је тржиште очекивало одличне перформансе, објави информације о добрим, али нешто лошијим перформансима од очекиваних, оно ће искусити пад цијена акција, односно одбацити негативан натпросјечан принос. Према томе неантиципиране промјене у перформансима воде промјенама цијена акција, односно позитивним и негативним натпросјечним приносом.

Смисао студија случаја је да измјере ове натприродне приносе. Настанак термина студија случаја потиче из чињенице да се натприродни приноси могу очекивати само приликом најаве разноврсних несвакидашњих натприродних случаја у пословању компаније, чије исходе и дешавање тржиште није могло да

препозна. Случај стога производи реакције тржишних цијена, односно натпросјечне „догађајне“ приносе на акције¹¹. Случај, колико год био натприродан, неће произвести реакције на тржишних цијена акција у неограниченом дугом року, него се реакција на случај комплетира у релативно малом броју „догађајних дана“¹², односно у кратком временском интервалу. Ове брзе реакције цијена на најаве случаја тумаче се као довољно релевантне и реалне оцјене дугорочних ефеката конкретног случаја. Позитиван натпросјечан принос на најаву случаја довољно поуздано указује на очекиване позитивне промјене у ефикасности и перформансима компаније; успјешни пословни потези компаније у тренутку њихове најаве били су добро прихваћени од стране тржишта акција брзим растом цијена акција. У случају негативног натпросјечног приноса тржиште ће додијелити добитке/губитке у приносу за акционаре, без потребе чекања како ће предузеће наставити да послује у будућности последице натпросјечног случаја. Студија случаја састоји се из три корака: избор модела за обрачун очекиваног приноса; обрачун натпросјечног приноса у току специфицираног временског интервала и у складу са моделом очекиваног приноса; оцјена статистичког значења добијених натпросјечних приноса. Утврђивање натпросјечних величина захтијева увођење нормале. Као одредница нормалног приноса у студијама случаја користи се очекивани принос добијен примјеном неког од модела за одређивање приноса, као што је модел вредновања капиталних средстава. Натприродни принос за предузеће ј на дан t AR_{jt} представља одступање од очекиваног приноса, грешку или резидуал.

R_{jt} - реализовани принос,

AR_{jt} - очекивани принос на акцију компаније,

j - у дану,

t - респективно,

$$AR_{jt} = R_{jt} - ER_{jt}.$$

Услед опасности цурења информација, у вези са случајем, поуздано одмјеравање натпросјечних приноса захтијева да се очекивани принос одмјери у периоду довољно удаљеном од самог случаја. Као оцјена очекиваног приноса користи се просјечан принос у периоду који почиње 151 дан прије најаве случаја и завршава се 31 дан прије најаве случаја (интервал:-151;-31).¹³ Одговарајућа истраживања се и обезбијђују увођењем довољно великог броја у узорак. Према томе, након што се обрачунати натприродани догађаји за сваку од компанија у узорку од N компанија сваки се упрошћава примјеном следеће формуле:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt}.$$

¹¹ event return

¹² event days

¹³ Bae S. C. . Simet D.P., *A corporate analysis of leveraged recapitalization versus leveraged buyout as a takeover defense*, Review of Financial Economics, 1998. Vol 7, Issue:2:157-173.

Снимање натпросјечног приноса врши се у уском временском интервал -1; 0; или -1; +1. Испитивања у дужем временском интервалу (нпр. -80; 0) су поузданија али и захтијевају обезбјеђење много више инпута и обрачуна по сваком дану за свако од предузећа у узорку. Просјечан натпросјечни принос у натпросјечном временском интервалу $t_1; t_2$ се кумулирају и на тај начин се добије кумулативни абнормални принос -CAR.

$$\text{CAR}_{t_1 t_2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{jt}.$$

N је број компанија

Добијена вриједност натпросјечног приноса и кумулативног натпросјечног приноса се тестирају у погледу статистичког значаја. Студија случаја има и своје недостатке, као што је претпоставка да тржиште може успјешно препознати будуће економске посљедице и очекивану вриједност натприродног случаја, што може бити доведено у питање уколико је изражен проблем асиметричне информисаности. Даље, поједини догађаји могу довести до промјене у ризику, а њихов потпун третман је немогућ. Даље, услед цурења информација или инсајдерске трговине у неким предузећима у узорку период случаја се реално оконча прије него што се случај најави.

Методологије *ex-post* истраживања, за разлику од студије случаја гдје се анализа врши у уском временском интервалу који наговјештава реструктурирања, базира се на дугорочном праћењу тренда рачуноводствених оцјена перформанси и тржишних оцјена перформанси. Текуће рачуноводствене оцјене перформанси непосредно прије и после трансакције су неодговарајуће за оцјену перформанси финансијског реструктурирања. Међутим, способност генерисања будућих новчаних токова, довољно високих да након сервисирања позајмљеног капитала остане довољно приноса на властити капитал, је одговарајућа. Тако након спровођења финансијског реструктурирања у мјери у којој рачуноводствене оцјене перформанси могу указати на способност генерисања новчаних токова, она могу послужити за оцјену промјена финансијског реструктурирања на перформансе. Промјена оцјена набоље, у односу на текућу вриједност оцјењивања перформанси, открива побољшање перформанси. Дугорочни ефекти финансијског реструктурирања оцјењују се сагледавањем промјена рачуноводствених оцјена перформанси у времену. У зависности од тога који се аспект дугорочних ефеката финансијског реструктурирања оцјењује, користе се различите рачуноводствене оцјене перформанси. Уколико се сагледавају ефекти на укупне перформансе компаније, користе се рачуноводствене оцјене перформанси базиране на нето добитку (нето добитак по акцији и стопа приноса на властити капитал). Уколико се оцјењује утицај финансијског реструктурирања на пословну ефикасност предузећа, перформансе се сагледавају оцјенама које користе пословни добитак или пословни новчани ток, с тим да су она имуна у већој мјери на чисте финансијске ефекте које производи финансијско реструктурирање. Рачуноводствена рачуна се користе и за препознавање извора вриједности, гдје се најчешће користе парцијалне оцјене рентабилности, које указују на промјене у оптерећености прихода различитим категоријама трошкова: коефицијенти обрта поје-

диних категорија обртних средстава; оцјене висине новчаних токова или прихода по запосленом; оцјене односа пословних новчаних токова и средстава или обавеза. *Ex-post* истраживања која користе тржишне перформансе, базирају се на праћењу дугорочних приноса на акције компанија које су спровеле реструктурирање. У складу са тим, како би се искључио утицај општих тржишних перформанси, за оцјену успјешности реструктурирања користе се само вишкови/мањкови приноса акција у односу на одабрану мјеру тржишног приноса, као што је принос на акцијски индекс. Проналажење позитивних или негативних натприродних приноса у годинама након реструктурирања не значи ништа, јер они могу да буду случајни.¹⁴

¹⁴ Fama, E.: *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, Journal of Financial Economics, 1998. Vol.49:283-306.

9. Закључак

На крају можемо закључити док су новије оцјене и концепти перформанси Рарпорт-ова додата вриједност за акционаре, економска додата вриједност и листа уравнотежених остварења, супериорне у односу на традиционална тржишта, рачуноводствене и хибридне оцјене су супериорне у указивању на могућност благостања акционара, односно креирања вриједности, дата супериорност је угрожена тешкоћама њихове примјене. Перформансе се посматрају као исход или ефекат. Оцјене перформанси треба да имају везу са стратегијама и системом компанијског управљања и да омогуће унапређење перформанси. У циљу остварења постојећег циља предузеће треба креирати, одржавати и повећавати конкурентску предност, побољшавати квалитет компанијског управљања и креирати културу власништва. Веза оцјена перформанси са системом компанијског управљања је од кључног значаја за покретање процеса реструктурирања предузећа, као једног од начина побољшања перформанси. Ефективне оцјене перформанси су оне које омогућавају да се кроз структуру компанијског управљања примијене планови стимулације који мотивишу менаџере и запослене на свим нивоима да остваре циљ унапређења перформанси предузећа.

Не постоје савршене оцјене перформанси компаније. Ефективност појединих оцјењивања перформанси у оцјени успјешности финансијског реструктурирања, аналогна је ефикасност ових показатеља у оцјени успјешности испуњавања циља компаније.

Истраживања успјешности финансијског реструктурирања врши се употребом натпросјечног приноса на акције, у случају *ex-ante* истраживања реакција цијена на најаву реструктурирања и употребом приноса на акције и рачуноводствених оцјена профитабилности, код *ex-post* истраживања утицаја финансијског реструктурирања на перформансе. И поред одређених предности у смислу уклопљености у циљну функцију предузећа и концепте креирања вриједности нове оцјене перформанси (економски добитак, економска додата вриједности и Рапуртова додата вриједност за акционаре), ријетко се користе у истраживању због компликоване примјене.

Рачуноводствене оцјене перформанси имају слабу везу са циљем компаније у контексту оцјене ефеката реструктурирања. Код оба виђења компаније њихов раст или пад нема никакву везу са креирањем вриједности. Код акционарског модела компаније нето добитак по акцији, стопа приноса на инвестициона средства и стопа приноса на властити капитал, могу често расти док се вриједност за акционаре смањује. Рачуноводствена оцјењивања перформанси за оцјену финансијског реструктурирања су употребљива само у мјери утицаја реструктурирања на способност генерисања будућих новчаних токова.

Литература

1. Arnold: *Corporate Financial Management*, 2nd edition, Pearson Education Limited Prentice Hall/Financial Times, 2004.
2. Bae S. C. Simet D.P, *A corporate anvalysis of leveraged recapitalization versus leveraged buyout as a takeover defense*, Rewiev of Financial Economics, 1998.
3. Fama, E, *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, Journal of Financial Economics, 1998.
4. Jensen, M, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, Business Ethics Quarterly, 2002.
5. Родић Д, *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд, 2001.
6. Rappaport, A, *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*, Free Press, New York, 1998.
7. Stern, J, Stewart, B, Chew, D. *The EVA Financial Management System* in Stern J.M.
8. Chew D.H, Jr. ed, *The revolution in corporate finance*, 1998.

ASSESSMENT OF COMPANY PERFORMANCE WITH EMPHASIS ON RESTRUCTURING FINANCIAL EFFECTS

Summary: Company performances are heights reached in realization of set targets. If the goal of a company is poorly defined, assessment of performances, no matter how well selected, can not be of great help in leading the company towards its goals nor in evaluating its management performance. The model of company interest groups is faced with this problem. Not all assessments of performance in the model of the joint stock company are equally suitable to assess achievements of targets to maximize value for shareholders, or to indicate to managers the way to lead the company towards its goals. What is evaluated in research of the effects of financial restructuring in the ex-ante studies is the short-term impact of the announcement of the financial restructuring on the value for shareholders. Evaluation of performance in this case is the excess return for shareholders that will realize upon financial restructuring announcement. On the other hand, the ex-post studies deal with the long-term performance of companies, in order to determine to what extent the financial restructuring led to changes in the company long-term performances. In this case, the accounting grading of performances is most widely used.

Key words: evaluation of performance, the company, financial restructuring, value for shareholders.