

Scott Besley | Eugene F. Brigham

# POSLOVNE FINANSIJE

# CFIN

**Redaktor prevoda**

dr Miroslav Todorović

Edicija „Ekonomija i poslovanje danas“  
knjiga trideset četvrta

Scott Besley, Eugene F. Brigham  
**POSLOVNE FINANSIJE – CFIN**

Prevod sa engleskog jezika knjige  
CFIN2  
Original ISBN 978-1-111-53373-1

**Izdavač**

DATA STATUS, Beograd  
www.datastatus.rs  
besplatan poziv 0800 300 033

**Za izdavača**

Predrag Đurković

**Glavni urednik**

Predrag Đurković

**Urednik edicije**

dr Zoran Bogetić, vanredni profesor  
*Ekonomski fakultet, Beograd*

**Redaktor**

dr Miroslav Todorović, vanredni profesor  
*Ekonomski fakultet, Beograd*

**Prevodilac**

mr Nina Stojanović

**Lektor**

Irena Popović Grigorov

**Tehnički urednik**

Vladimir Nešković

**Prelom**

Ivan Grujić

**Štampa**

SP PRINT, Novi Sad

**Tiraž**

1.500 primeraka

Beograd

2015

ISBN 978-86-7478-218-7

© 2012 South-Western, Cengage Learning  
Serbian translation copyright © Data Status 2015

ALL RIGHTS RESERVED. No part of this work covered by the copyright hereon may be reproduced or used in any form or by any means—graphic, electronic, or mechanical, including photocopying, recording, taping, Web distribution, information storage and retrieval systems, or in any other manner—except as may be permitted by the license terms herein.

SVA PRAVA ZADRŽANA. Nijedan deo ove knjige ne može biti reprodukovano, snimljeno ili emitovano na bilo koji način: elektronski, mehanički, fotokopiranjem ili drugim vidom, bez pismene dozvole izdavača.

CIP – Каталогизација у публикацији  
Народна библиотека Србије, Београд

336.6

658.14/.17

**БИСЛИ, Скот**

Poslovne finansije = CFIN / Scott Besley, Eugene F. Brigham ; [prevodilac Nina Stojanović] ;  
redaktor prevoda Miroslav Todorović. – Beograd : Data Status, 2015 (Novi Sad : SP Print). – VIII,  
328 str. : graf. prikazi, tabele ; 28 cm. – (Edicija Ekonomija i poslovanje danas ; knj. 34)

Prevod dela: CFIN2. – Tiraž 1.500. – Napomene i bibliografske reference uz tekst. – Registar.

ISBN 978-86-7478-218-7

1. Брајем, Јуџин Ф. [аутор]

а) Пословне финансије

COBISS.SR-ID 220504588

# Uvod u poslovne finansije

Poglavlje 1 *Pregled poslovnih finansija*



# PREGLED POSLOVNIH FINANSIJA

## Ishodi učenja:

- I.U. 1** Objasnite šta se podrazumeva pod pojmom finansije, i zašto bi svako trebalo da poznaje osnovne finansijske koncepte.
- I.U. 2** Prepoznajte različite oblike poslovnih organizacija, prednosti i mane svake od njih.
- I.U. 3** Prepoznajte 1) glavni cilj (glavne ciljeve) kojem kompanija teži i 2) šta bi trebalo da bude primarni cilj kompanije.
- I.U. 4** Objasnite ulogu etike i dobrog upravljanja kada je reč o uspešnim kompanijama.
- I.U. 5** Objasnite na koji način se razlikuju kompanije iz SAD i kompanije iz drugih zemalja i utvrdite faktore koji utiču na finansijske odluke u multinacionalnim kompanijama.

**U** ovom poglavlju predstavljamo finansije tako što dajemo (1) opis discipline i (2) naznaku ciljeva kojima kompanija treba da teži, kao i ponašanja koje je prihvatljivo u ostvarivanju tih ciljeva. Kao što ćete otkriti, korporacija deluje u najboljem interesu svojih vlasnika (akcionara) kada se donose odluke koje povećavaju vrednost akcija kompanije.

## I.U. 1a ŠTA SU FINANSIJE?

Jednostavno rečeno, finansije se tiču odluka u vezi sa novcem ili, preciznije, novčanim tokovima. Finansijske odluke tiču se toga kako kompanije, vlade i pojedinci prikupljaju i koriste novac. Da bi se donele ispravne finansijske odluke, moraju se poznavati tri opšta, primerena, koncepta. Pri ostalim neizmenjenim okolnostima (1) veća vrednost je poželjnija od manje; (2) što se pre dođe do novca, to on više vredi; i (3) manje rizična sredstva su vrednija (poželjnija) od rizičnih sredstava. Kompanije koje donose odluke imajući u vidu te koncepte sposobne su da potrošačima obezbede bolje proizvode po nižim cenama, da isplate veće plate zaposlenima i da, osim toga, obezbede veći prinos investitorima koji su dali svoja sredstva za pokretanje i funkcionisanje biznisa. Stoga, smislen finansijski menadžment, uopšteno govoreći, doprinosi blagostanju kako pojedinaca, tako i opšte populacije.

Iako je naglasak u ovoj knjizi na poslovnim finansijama, otkrićete da isti koncepti koje kompanije primenjuju kada donose smislene poslovne odluke mogu da se iskoriste za promišljene odluke u sferi ličnih finansija. Na primer, uzmite u obzir odluku koju biste morali da donesete da ste kojim slučajem na državnoj lutriji dobili 105 miliona dolara. Šta biste izabrali: ukupan iznos od 54 miliona dolara danas ili isplatu od 3,5 miliona dolara svake godine narednih 30 godina? Šta bi *trebalo* da izaberete? U 4. poglavlju ćemo prikazati tehnike vezane za vremensku vrednost novca koje kompanije koriste u donošenju poslovnih odluka. Te tehnike mogu da se primene da bi se dobio odgovor na ovo i druga pitanja iz sfere ličnih finansija.

## I.U. 1b OPŠTE OBLASTI FINANSIJA

Izučavanje finansija se sastoji iz četiri međusobno povezane oblasti:

**1. Finansijska tržišta i institucije** – Finansijske institucije, koje obuhvataju banke, osiguravajuće kompanije, štedno-kreditne unije, integralni su deo opšteg tržišta finansijskih usluga. Da bi bile uspešne ove organizacije moraju razumeti faktore koji uzrokuju rast ili pad kamatnih stopa i drugih stopa prinosa na finansijskom tržištu, regulative koje se odnose na njih, kao i različite vrste finansijskih instrumenata, kao što su hipotekarni krediti, krediti za kupovinu automobila i sertifikati o depozitu koje ove finansijske institucije nude.

**2. Investicije** – Ova oblast finansija usmerena je na odluke koje kompanije i pojedinci donose kada biraju hartije od vrednosti za svoj investicioni portfolio. Osnovne funkcije oblasti investicija su (a) određivanje vrednosti, rizika i prinosa vezanih za finansijska sredstva kao što su akcije i obveznice

i (b) utvrđivanje optimalne kombinacije hartija od vrednosti koje bi trebalo da se nalaze u investicionom portfoliju.

**3. Finansijske usluge** – *Finansijske usluge* su funkcije koje obavljaju organizacije koje se bave upravljanjem novcem. Osobe koje rade u organizacijama, kao što su banke, osiguravajuće kompanije, brokerske kuće i slične kompanije, pružaju usluge koje pomažu pojedincima i kompanijama da odluče kako da investiraju novac da bi postigli takve ciljeve kao što su kupovina kuće, odlazak u penziju, finansijska stabilnost i održivost, budžetiranje itd.

**4. Poslovne (upravljačke) finansije** – *Poslovne finansije* se bave odlukama koje sve kompanije donose, a koje se tiču njihovih novčanih tokova, uključujući prilive i odlive. Zbog toga su poslovne finansije važne za sve vrste kompanija, bez obzira na to da li su javne ili privatne i da li se bave finansijskim uslugama ili proizvodnjom. Vrste zaduženja koje se sreću u poslovnim finansijama kreću se od donošenja odluka o proširenju fabričkih kapaciteta do odabira vrste finansijskog instrumenta koji bi trebalo da se emituje da bi se finansiralo takvo proširenje. Finansijski menadžeri su takođe odgovorni za odlučivanje o kreditnim uslovima uz koje se kupcima prodaje, visini zaliha koje bi kompanija trebalo da ima, visini gotovine koja se drži, da li da se preuzmu druge kompanije (analiza merdžera) i koliko bi od svakog godišnjeg dobitka trebalo da bude isplaćeno u vidu dividendi, a koliko bi sredstava trebalo da se reinvestira.

Iako se u ovoj knjizi primarno bavimo poslovnim finansijama, pojedinac koji radi u bilo kojoj od ovih oblasti bi, s obzirom na to da su sve oblasti finansija međusobno povezane, trebalo takođe dobro da poznaje i druge oblasti. Na primer, bankar koji odobrava kredite mora dobro da poznaje poslovne finansije da bi mogao da proceni koliko dobro kompanija dužnik posluje. Isto važi i za analitičare finansijskih instrumenata. Čak i brokери moraju da poznaju opšte finansijske principe da bi mogli da daju dobre savete svojim klijentima. U isto vreme, finansijski menadžeri u korporacijama moraju da znaju na koji način njihovi bankari razmišljaju i na koji način će investitori ocenjivati performanse kompanije kada određuju cenu njihovih akcija.

## I.U. 1c ZNAČAJ FINANSIJA U NEFINANSIJSKIM OBLASTIMA

Svi se susrećemo sa finansijskim konceptima gotovo svakog dana. Na primer, kada se zadužujete da kupite automobil ili kuću, finansijski koncepti se koriste da bi se odredio iznos mesečnih plaćanja koji ćete biti u obavezi da izmirujete. Kada se penzionišete, finansijski koncepti se koriste da bi se utvrdio iznos mesečnih primanja koji ćete dobijati na

osnovu svog penzionog plana. Ukoliko pokrećete sopstveni biznis, razumevanje finansijskih koncepata je ključno za opstanak. Stoga, čak i ako nemate nameru da gradite karijeru u profesijama vezanim za finansije, važno je da elementarno poznajete odgovarajuće finansijske koncepte. Ukoliko pak želite karijeru u finansijama, važno je da razumete i druge oblasti poslovanja, uključujući marketing, računovodstvo, proizvodnju i drugo da biste mogli da donosite bolje finansijske odluke.

Razmotrimo kako su finansije povezane sa nekim od nefinansijskih oblasti.

**1. Menadžment** – Kada razmišljamo o menadžmentu, često razmišljamo o odlukama vezanim za zaposlene, strateško planiranje i opšte poslovanje kompanije. Strateško planiranje, koje je jedno od najvažnijih aktivnosti menadžmenta ne može da se ostvari bez razmatranja toga kako takvi planovi utiču na opšte finansijsko blagostanje kompanije. Takve odluke koje se odnose na zaposlene, na utvrđivanje visine plate, angažovanje novih radnika i isplate bonusa, moraju da budu usklađene sa finansijskim odlukama da bi bili sigurni da su potreba sredstva raspoloživa. Iz tih razloga, menadžeri moraju da poseduju bar opšte razumevanje koncepta finansijskog menadžmenta da bi mogli da donose promišljene odluke u svojim oblastima.

**2. Marketing** – Ukoliko ste pohađali kurs osnova marketinga, naučili ste da *4P u marketingu* – proizvod, cena, distribucija i promocija – određuju kakav će biti uspeh proizvoda koji kompanije proizvode i prodaju. Jasno je da cena koja se naplaćuje za proizvod i obim reklamiranja koji kompanija može da realizuje moraju da se određuju u saradnji sa finansijskim menadžerima, zato što će kompanija gubiti ukoliko je cena proizvoda preniska ili ukoliko se previše troši na reklamiranje. Koordinacija finansija i marketinga ima ključan značaj za uspeh kompanija, naročito malih novoformiranih kompanija, zato što je neophodno obezbediti dovoljnu količinu gotovine za opstanak. Iz tih razloga, zaposleni u marketingu moraju da imaju svest o tome na koji način marketinške odluke utiču ili su pod uticajem takvih faktora kao što su raspoloživost sredstava, količina zaliha i višak fabričkih kapaciteta.

**3. Računovodstvo** – U mnogim kompanijama (naročito u onim malim), teško je napraviti razliku između funkcije finansija i funkcije računovodstva. S obzirom na to da su dve discipline blisko povezane, često su računovođe uključene u donošenje finansijskih odluka, a finansijski menadžeri u donošenje računovodstvenih odluka. Kao što ćete otkriti, finansijski menadžeri se snažno oslanjaju na informacije iz računovodstva, zato što donošenje odluka o budućnosti zahteva baratanje informacijama vezanim za prošlost. Stoga, da bi mogli da dostave pravovremene i tačne

informacije, računovođe moraju da razumeju na koji način finansijski menadžeri koriste računovodstvene informacije u planiranju i donošenju odluka. Slično tome, računovođe moraju da razumeju na koji način investitori, kreditori i drugi koji su zainteresovani za poslovanje kompanije vide (koriste) računovodstvene podatke.

**4. Informacioni sistemi** – Da bi doneli smislene odluke, finansijski menadžeri se oslanjaju na tačne informacije, koje treba da im budu na raspolaganju onda kada su im potrebne. Proces u okviru koga se dostavljanje takvih informacija planira, razvija i implementira je skup, ali su skupe i posledice problema koji nastaju zbog nedostatka dobrih informacija. Bez adekvatnih informacija, odluke u sferi finansija, menadžmenta, marketinga i računovodstva mogu da se pokažu kao pogubne. Različite vrste informacija zahtevaju različite informacione sisteme, tako da stručnjaci za informacione sisteme saraduju sa finansijskim menadžerima da bi utvrdili koje informacije su potrebne, kako se one najbolje čuvaju, kako treba da se dostavljaju i na koji način će upravljanje informacijama uticati na rentabilnost kompanije.

**5. Ekonomija** – Finansije i ekonomija su toliko slični da pojedini univerziteti nude kurseve iz ta dva predmeta u okviru iste funkcionalne oblasti. Mnogi alati koji se koriste za donošenje finansijskih odluka nastali su na osnovu teorije i modela koje su razvili ekonomisti. Možda je najuočljivija razlika između finansija i ekonomije u tome što finansijski menadžeri ocenjuju informacije i donose odluke o novčanim tokovima jedne kompanije ili grupe kompanija, dok ekonomisti analiziraju informacije i predviđaju promene u aktivnostima vezanim za čitave grane i ekonomiju u celini. Važno je da finansijski menadžeri shvataju ekonomiju i da ekonomisti shvataju finansije zato što ekonomska aktivnost i politika utiču na finansijske odluke, i obrnuto.

Finansije će biti deo vašeg života bez obzira na to koju karijeru odaberete. Tokom života, i u poslovnim finansijama, i u svojim ličnim finansijama, bićete u situacijama da donosite finansijske odluke. Stoga je od ključnog značaja da poznajete opšte finansijske koncepte. *Pošto gotovo sve poslovne odluke imaju finansijske implikacije i zaposleni koji ne rade u finansijama moraju dovoljno dobro da znaju finansije da bi uključili te implikacije u sopstvene stručne analize.* Iz tog razloga, svaki student ekonomije, bez obzira na smer koji je odabrao, treba da razmišlja i o finansijama.

## Mesto finansija u organizacionoj strukturi kompanije

Iako se organizacione strukture razlikuju od kompanije do kompanije, finansijski direktor (eng. chief financial officer – CFO), koji često ima titulu potpredsednika za finansije,

najčešće podnosi izveštaje predsedniku kompanije. Ključni pomoćnici potpredsednika za finansije su rukovodilac finansija (eng. treasurer) i rukovodilac računovodstva. U većini kompanija, *rukovodilac finansija* je direktno odgovoran za upravljanje gotovinom i utrživim hartijama od vrednosti, planiranje kako će se kompanija finansirati i kada će se sredstava prikupljati, upravljanje rizikom i nadgledanje penzionog fonda kompanije. Rukovodilac finansija takođe nadgleda kreditnog menadžera, menadžera zaliha i direktora za kapitalno budžetiranje koji analizira odluke vezane za investicije u fiksna sredstva. *Rukovodilac računovodstva* je odgovoran za aktivnosti odeljenja za računovodstvo i poreskog odeljenja.

## I.U. 2 ALTERNATIVNI OBLICI POSLOVNIH ORGANIZACIJA

Postoje tri glavna oblika poslovnih organizacija: (1) inokosno preduzeće/preduzetnik, (2) ortačko preduzeće/partnerstva/ortakluci i (3) korporacije. U brojkama, otprilike 70 do 75 procenata ukupnog broja organizacija predstavljaju inokosna preduzeća, 8 do 10 procenata su ortačka preduzeća i preostalih 15 do 20 procenata su korporacije. Međutim, od apsolutne vrednost ukupne prodaje, korporacije uzimaju 85 procenata, dok preostalih 15 procenata otpada na inokosna preduzeća (4 do 5 procenata) i partnerstva (10 do 12 procenata).<sup>1</sup> S obzirom na to da se najveći deo biznisa obavlja preko korporacija, u ovoj knjizi se usredsređujemo upravo na taj oblik organizacija. Međutim, važno je shvatiti da postoje razlike između tri glavna oblika poslovnih organizacija, kao i da postoje popularni „hibridni“ oblici organizacija koji su se razvili iz ovih glavnih oblika.

### Inokosna preduzeća i preduzetnici

**Inokosno preduzeće** je nekorporativni poslovni entitet u posedu jednog pojedinca. Pokretanje ovog oblika organizacije je prilično jednostavno – treba samo započeti sa poslovnim operacijama. Međutim, u mnogim slučajevima, čak i najmanji biznis mora da se obavlja uz dozvolu odgovarajuće političke jedinice (grada, okruga ili države) na čijem području se posluje.

Inokosna preduzeća imaju tri važne prednosti:

1. Lako i jeftino se osnivaju. Pri pokretanju takvog posla nema mnogo „administrativnih komplikacija“.

<sup>1</sup>Statistički podaci prikazani u ovom odeljku zasnivaju se na podacima iz poreskih prijava o kojima izveštava Poreska služba (eng. Internal Revenue Service – IRS), što može da se pronađe na veb-sajtu IRS na <http://www.irs.ustreas.gov/taxstats/>.

2. Vladina regulativa nije previše jaka. Poslovanje velikih kompanija koje potencijalno ugrožavaju konkurenciju mnogo je strože regulisano od malih „porodičnih“ poslova.

3. Oporezuju se kao pojedinac, a ne kao korporacija, što znači da se dobitak oporezuje samo jednom.

Inokosna preduzeća tj. preduzetnici suočavaju se i sa četiri važna ograničenja:

1. Vlasnik ima neograničenu ličnu odgovornost za dugove preduzeća. Sa neograničenom ličnom odgovornošću, vlasnik (preduzetnik) može potencijalno da izgubi celokupnu ličnu imovinu, čak i onu koja nije predmet biznisa; stoga, gubici mogu daleko da premaše iznos novca koji je on uložio u kompaniju.

2. Trajanje preduzeća je ograničeno na vremenski period u kome pojedinac koji je pokrenuo biznis ima preduzeće u vlasništvu. Kada novi vlasnik preuzme preduzeće, tehnički to je novo inokosno preduzeće (čak i ukoliko mu se naziv ne promeni).

3. Prenos vlasništva je donekle otežan. Izlazak iz biznisa je sličan prodaji kuće u tom smislu što vlasnik mora da traži potencijalne kupce i da pregovara sa njima.

4. Teško je doći do velikih iznosa kapitala zato što se finansijska snaga preduzeća najčešće zasniva na finansijskoj snazi vlasnika tj. preduzetnika. Za razliku od korporacija, sredstva ne mogu da se prikupe emitovanjem akcija i obveznica investitorima.

Iz razloga koji su ovde pomenuti, inokosna preduzeća su primarno ograničena na „male biznise“. Zapravo, svega oko jedan procenat ovih preduzeća ima ukupna sredstva veća od milion dolara. Skoro 90 procenata ima sredstva u vrednosti od 100 hiljada dolara ili manje. Međutim, najveći broj „velikih biznisa“ se pokreće u formi inokosnih preduzeća, a zatim se, kada rast dovede do toga da nedostaci (neograničena lična odgovornost i nemogućnost da se prikupe veliki iznosi novca) premaše prednosti ovog oblika organizovanja, pretvara u korporacije.

### Ortačko preduzeće – partnerstvo

**Partnerstvo** je isto što i inokosno preduzeće, osim što ima dva ili više vlasnika. Partnerstvo može da funkcioniše sa različitim stepenima formalnosti, od neformalnih, usmenih dogovora do formalnih ugovora zavedenih kod sekretara savezne države u kojoj partnerstvo posluje. Najveći broj pravnih eksperata pred-

#### Inokosno preduzeće

Nekorporativni poslovni entitet u posedu jedne osobe.

#### Partnerstvo

Nekorporativni poslovni entitet u vlasništvu dve ili više osoba.

**Korporacija** Pravno lice čije osnivanje mora da odobri država, koje se odlikuje nezavisnošću i odvojenošću od svojih vlasnika i menadžera, neograničenim trajanjem, lakom prenosivošću vlasništva i ograničenom odgovornošću.

### Korporativna povelja

Dokument koji je zaveden kod sekretara savezne države u kojoj je kompanija upisana u registar i koji pruža informacije o kompaniji, uključujući podatke o nazivu, adresi, direktorima i iznosu osnivačkog kapitala.

**Statut** Pravila o korporaciji definisana od osnivača koja ukazuju na to na koji način će se upravljati kompanijom; odnose se na procedure za izbor direktora, prava akcionara i način na koji će se statut menjati ukoliko je to neophodno.

problem ako preduzeće sporo raste. Međutim, ako proizvodi kompanije zaista dožive uspeh i javi se potreba za većim iznosom kapitala kako bi se takve mogućnosti iskoristile, poteškoće u privlačenju sredstava postaju stvarni ograničavajući faktor. Iz tog razloga, kompanije koje beleže visok rast, poput Microsofta i Dell Computersa, iako počinju kao inokosna ili ortačka preduzeća, u nekom trenutku se moraju transformisati u korporacije.

Prema zakonu o ortačkim društvima, svaki partner ima obavezu da izmiruje dugove koji nastaju u poslovanju preduzeća. Stoga, u slučaju stečaja ortačkog preduzeća, ukoliko neki partner nije u mogućnosti da izmiri deo obaveza koji srazmerno pripada njemu, obaveze moraju izmiriti preostali partneri, koristeći i ličnu imovinu ako je neophodno. Stoga, poslovne aktivnosti bilo kog partnera u kompaniji mogu uvesti u propast i druge partnere, čak iako oni nisu direktni učesnici u tim aktivnostima.

## Korporacija

**Korporacija** je pravno lice čije osnivanje mora da odobri država. Ono je nezavisno i odvojeno od svojih vlasnika i menadžera. Na osnovu takve odvojenosti nastaju četiri glavne prednosti korporacije:

**1.** Korporacija svojim vlasnicima pruža *ograničenu odgovornost*. Da bismo ilustrovali koncept ograničene odgovornosti, pretpostavimo da ste investirali 10 hiljada dolara da biste postali partner u kompaniji koja je kasnije otišla u stečaj i koja kreditorima duguje mi-

laže da se ugovori o partnerstvu pripreme u pismenoj formi.

Prednosti ortačkih preduzeća su iste kao i u slučaju inokosnih preduzeća, izuzev toga što ortakluci imaju veći broj izvora dostupnih za prikupljanje sredstava jer postoji više vlasnika sa više rođaka, više prijatelja i više mogućnosti za dobijanje sredstava po osnovu kredita. Iako, u odnosu na inokosna preduzeća, ortačka preduzeća načelno imaju veći kapacitet za prikupljanje sredstava za finansiranje rasta, i ona imaju poteškoće u privlačenju velikih iznosa kapitala. To nije tako veliki

lion dolara. S obzirom na to da su vlasnici odgovorni za dugove nastale u okviru ortačkog preduzeća, vi biste kao partner bili odgovorni za izmirivanje dela dugova kompanije; čak biste mogli i da se smatrate odgovornim za celokupan iznos od milion dolara ako vaši partneri ne bi mogli da plate svoj deo duga. To je opasnost od *neograničene odgovornosti*. S druge strane, ukoliko ste investirali 10 hiljada dolara u akcije korporacije koja je naknadno otišla u stečaj, vaš potencijalni gubitak na investiciji bio bi ograničen na iznos od 10 hiljada dolara koje ste uložili.<sup>2</sup>

**2.** Vlasnički interesi mogu da se podele na akcije koje mogu *znatno lakše da se prenose* nego interesi u slučaju inokosnog ili ortačkog preduzeća.

**3.** Korporacije mogu da nastave sa poslovanjem i nakon što njihovi prvobitni vlasnici i menadžeri prestanu da imaju bilo kakvu vezu sa poslovanjem; stoga se kaže da one imaju *neograničeno trajanje*. Trajanje korporacije se zasniva na dugovečnosti njenih akcija, a ne na dugovečnosti onih koji poseduju akcije (vlasnika).

**4.** Prva tri faktora – ograničena odgovornost, laka prenosivost vlasničkog interesa i neograničeno trajanje – omogućavaju korporacijama da mnogo lakše prikupljaju novac na finansijskim tržištima nego inokosna ili ortačka preduzeća. Osim toga, korporacije mogu da emituju akcije i obveznice da bi prikupile sredstva, dok inokosna ili ortačka preduzeća to ne mogu.

Iako korporacije kao poslovna forma nude značajne prednosti u odnosu na inokosna i ortačka preduzeća, one imaju dve glavne mane:

**1.** Osnivanje korporacije i periodično podnošenje izveštaja koje zahtevaju savezne i federalna država znatno su složenije aktivnosti i oduzimaju mnogo više vremena nego što je to slučaj kod inokosnih ili ortačkih preduzeća. Kada se osnuje korporacija, (a) **korporativna povelja** koja pruža opšte informacije, uključujući i naziv korporacije, vrste aktivnosti koje će se obavljati, broj akcija koje će se inicijalno emitovati i tako dalje, mora da se podnese sekretaru savezne države u kojoj je kompanija registrovana; (b) osnivač mora da formuliše set pravila, tzv. **statut**, gde će se precizirati na koji način će se upravljati korporacijom.

**2.** S obzirom na to da se dobitak korporacije oporezuje na korporativnom nivou i da se bilo koji dobitak isplaćen u formi dividendi ponovo oporezuje kao dobitak akcionara, dobitak korporacije je predmet *dvostrukog oporezivanja*.<sup>3</sup>

<sup>2</sup>U slučaju malih korporacija, ograničena odgovornost je često samo prividna zato što bankari i kreditni menadžeri često zahtevaju lične garancije od akcionara u malim, slabim korporacijama.



## Hibridni oblici poslovanja – LLP, LLC i S korporacija

Tokom vremena su nastale alternativne poslovne forme, koje nasleđuju određene prednosti i izbegavaju neke od mana tri glavna oblika poslovanja. Ti alternativni oblici poslovanja kombinuju određene karakteristike inokosnih i ortačkih preduzeća sa pojedinim karakteristikama korporacije. U ovom odeljku dajemo kratak opis tri popularne *hibridne poslovne forme* koje postoje danas.

**Partnerstvo sa ograničenom odgovornošću – komanditno društvo.** U ranijem obrazlaganju partnerstva, opisali smo oblik poslovanja koja se naziva *ortačkim preduzećem* u kojem je svaki od partnera lično odgovoran za poslovne dugove. Moguće je ograničiti odgovornost sa kojom se određeni partneri susreću osnivanjem **komanditnog društva (LLP)**, pri čemu je bar jedan partner određen kao *generalni partner*, dok su drugi *partneri sa ograničenom odgovornošću*. Generalni partneri su potpuno lično odgovorni za sve obaveze iz poslovanja društva, dok su partneri sa ograničenom odgovornošću odgovorni samo za iznose koje su investirali u biznis. Samo generalni partneri mogu da učestvuju u upravljanju poslovanjem. Ukoliko je partner sa ograničenom odgovornošću uključen u dnevni menadžment kompanije, on više ne uživa zaštitu ograničene lične odgovornosti. LLP forma poslovanja omogućava osobama da investiraju u partnerstvo bez izlaganja ličnoj finansijskoj odgovornosti sa kojom se generalni partneri suočavaju.

**Kompanija (društvo) sa ograničenom odgovornošću. Društvo sa ograničenom odgovornošću (LLC)** je pravno lice koje je nezavisno i odvojeno od svojih vlasnika i menadžera. LLC pruža ograničenu ličnu odgovornost koja se vezuje za korporacije, ali se dobitak kompanije oporezuje poput partnerstva u tom smislu da dolazi do vlasnika oporezujući se samo jednom. Struktura LLC je prilično fleksibilna – vlasnici generalno mogu da podele odgovornost, menadžerska zaduženja, vlasničke udele i kontrolu nad poslovanjem na način na koji oni to žele. Međutim, pojedine države određuju vrste biznisa koji mogu da se obavljaju u formi LLC, što su na primer, advokatske kancelarije i računovodstvene (revizorske) firme. Kao i kod korporacija, dokumentacija (osnivački akt) mora da bude zaveden u državi u kojoj se poslovanje pokreće, a postoje i određeni zahtevi u vezi sa finansijskim izveštavanjem nakon formiranja LLC.

<sup>3</sup>Postojala je inicijativa u Kongresu 2003. godine da se ukine dvostruko oporezivanje dividendi bilo tako što će se dividende koje korporacije isplaćuju tretirati isto kao kamata – odnosno tako što će one postati rashod za poreske svrhe – ili tako što će se omogućiti da dividende budu izuzete od oporezivanja za akcionare. Kongres nije usvojio nijedno od rešenja; umesto toga, porez na prihode po osnovu dividendi za investitore bio je smanjen sa standardne poreske stope na stopu poreza na koja važi za kapitalni dobitak.

**S korporacija.** Domaća korporacija koja nema više od sto akcionara i ima samo jednu vrstu akcija može da izabere da podnosi poreske prijave kao **S korporacija**. Ukoliko korporacija izabere status S korporacije, onda se njen dobitak oporezuje na isti način kao i dobitak koji ostvare inokosna i ortačka preduzeća – odnosno dobitak „prolazi“ kroz kompaniju do vlasnika tako što se oporezuje samo jednom. Osnovne razlike između S korporacije i LLC-a tiču se toga što LLC može da ima više od 100 vlasnika i više od jedne vrste udela.

Iz sledećih razloga vrednost bilo kog biznisa, osim onih veoma malih, verovatno će biti maksimizirana ako se isti organizuje u formi korporacije:

1. Ograničena odgovornost smanjuje rizike koje snose investitori. Pri drugim neizmenjenim okolnostima, *što je manji rizik kompanije, to je veća njegova tržišna vrednost.*
2. *Tekuća vrednost preduzeća je povezana sa njegovim budućim mogućnostima rasta* a korporacije mogu lakše da privuku sredstva da bi mogle da iskoriste mogućnosti rasta nego što to mogu nekorporativna preduzeća.
3. Vlasništvo nad korporacijom može da se prenese lakše nego vlasništvo nad inokosnim ili ortačkim preduzećem. Stoga, pri drugim neizmenjenim okolnostima, investitori će biti spremni da plate više za korporaciju nego za inokosno ili ortačko preduzeće, što znači da korporativna forma organizacije može da *poveća vrednost* biznisa.

Većinom kompanija se upravlja imajući u vidu maksimizaciju vrednosti, zbog čega se većina velikih biznisa organizuje u formi korporacije.

### I.U. 3 KOJIM CILJEVIMA BI KOMANIJA TREBALO DA TEŽI?

Zavisno od oblika organizovanja, primarni cilj jedne kompanije bi mogao donekle da se razlikuje od primarnog cilja druge kompanije. Međutim, generalno svaki vlasnik želi da se vrednost njegove investicije u kompaniju poveća. Kada je

#### Partnerstvo sa ograničenom odgovornošću – komanditno društvo (LLP)

Partnerstvo kod koga je bar jedan od partnera određen kao generalni partner sa neograničenom ličnom finansijskom odgovornošću, dok su drugi partneri imaju ograničenu odgovornost koja je ograničena do iznosa koje su investirali u društvo.

#### Kompanija (društvo) sa ograničenom odgovornošću (LLC)

Omogućava ograničenu ličnu odgovornost kao što je to slučaj kod korporacija; međutim, dobitak kompanije se oporezuje kao u slučaju partnerstva.

#### S korporacija

Korporacija koja nema više od sto akcionara i koja bira da bude predmet oporezivanja na isti način kao što se oporezuju inokosna i ortačka preduzeća – tako da se dobitak oporezuje samo jednom.

## Maksimizacija bogatstva akcionara

Odgovarajući cilj za donošenje menadžerskih odluka; razmatra se rizik i vremenski raspored (tajming) očekivanih novčanih tokova radi maksimiranja cene običnih akcija kompanije

nedeljno i da igra golf ili peca u ostatku nedelje, dok god je biznis uspešan i dokle god je on zadovoljan takvim načinom života. S druge strane, vlasnici (akcionari) velike korporacije nemaju mnogo kontrole nad svojim investicijama zato što oni, generalno, ne rukovode poslovanjem. Pošto akcionari nisu uključeni u svakodnevno odlučivanje, oni očekuju od menadžera koji rukovode kompanijom da to čine imajući u vidu najbolji interes vlasnika.

Investitori kupuju akcije korporacije zato što očekuju da ostvare prihvatljiv prinos na novac koji ulažu. S obzirom na to da znamo da investitori žele da povećaju svoje bogatstvo što je više moguće, pri drugim neizmenjenim okolnostima sledi da menadžeri treba da se ponašaju na način koji je u skladu sa ciljem povećavanja vrednosti kompanije. Iz tog razloga, u ovoj knjizi se rukovodimo pretpostavkom da je primarni cilj menadžmenta **maksimizacija bogatstva akcionara**, što se, kao što ćemo videti, preslikava na maksimizaciju vrednosti kompanije merenu cenom njegovih običnih akcija. Kompanije naravno imaju i druge ciljeve. Tako su menadžeri koji donose stvarne odluke zainteresovani i za sopstveno lično zadovoljstvo, blagostanje svojih zaposlenih i blagostanje zajednice i društva u celini. Ipak, *najvažniji cilj najvećeg broja korporacija jeste maksimizacija cene akcija.*

Ukoliko kompanija nastoji da maksimizira cenu svojih akcija, da li je to dobro ili loše za društvo? Uopšteno, to je dobro. Ako izuzmemo nezakonite postupke kao što su pokušaj stvaranja monopola, kršenje bezbednosnih propisa i neispunjavanje zahteva vezanih za sprečavanje zagađenja, *postupci kojima se maksimizira cena akcija istovremeno donose korist i društvu.* Prvo, treba zapaziti da maksimizacija cene akcija zahteva efikasna postrojenja sa niskim troškovima koja proizvode visokokvalitetna dobra ili usluge koja se prodaju po najnižim mogućim cenama. Drugo, maksimizacija cene akcija zahteva razvoj proizvoda koje potrošači žele, tako da motiv profita dovodi do razvoja nove tehnologije, novih proizvoda i novih radnih mesta. Konačno, maksimizacija cene akcija zahteva efikasnu i ljubaznu uslugu, adekvatne zalihe robe i dobro locirane poslovne kapacitete. Ti faktori su neophodni za održavanje

reč o inokosnom preduzeću, vlasnik ima direktnu kontrolu nad sopstvenom investicijom, zato što on ujedno i rukovodi preduzećem. Usled toga, vlasnik može da izabere da radi tri dana

baze potrošača koja stvara održivi nivo profita. Dakle, najveći broj aktivnosti koji pomaže kompaniji da poveća cenu svojih akcija koristan je i za društvo u celini. Zbog toga su profitno orijentisane ekonomije sa slobodnim tržištem bile znatno uspešnije od socijalističkih i komunističkih ekonomskih sistema. Zahvaljujući tome što poslovne finansije igraju ključnu ulogu u privređivanju uspešnih kompanija i tome što su uspešne kompanije neophodne za zdravu i produktivnu ekonomiju, lako je uočiti zašto su finansije značajne sa društvenog gledišta.<sup>4</sup>

## Aktivnosti menadžera na maksimizaciji bogatstva akcionara

Kako merimo vrednost i koje korake menadžment može da preduzme da bi maksimizirao vrednost? Iako ćemo o vrednovanju mnogo detaljnije govoriti kasnije u knjizi, koncept vrednosti uvodimo ovde da bismo naznačili kako menadžment može da utiče na cenu akcija kompanije. Prvo, vrednost bilo koje investicije, kao što je akcija, zasniva se na novčanim tokovima za koje se očekuje da će ih sredstvo generisati tokom svog trajanja. Drugo, investitori žele da ostvare određeni novčani tok ranije, a ne kasnije. I, treće, investitori najčešće nisu skloni riziku, što znači da su voljni da plate više za investicije sa izvesnijim budućim novčanim tokovima nego za investicije sa manje izvesnim, rizičnijim

novčanim tokovima, uz druge neizmenjene okolnosti. Iz tih razloga, znamo da menadžeri mogu da povećaju

vrednost kompanije donošenjem odluka koje povećavaju očekivane buduće novčane tokove kompanije, generišu ranije očekivane novčane tokove, povećavaju izvesnost očekivanih novčanih tokova ili proizvode bilo koju kombinaciju navedenih efekata.

Finansijski menadžer donosi odluke o očekivanim novčanim tokovima kompanije, kao što su odluke o tome koji iznosi i koje vrste dugova i sopstvenog kapitala bi trebalo da se koriste za finansiranje kompanije (*odluke o strukturi kapitala*); koje vrste sredstava bi trebalo da se pribave da bi se pomoglo

<sup>4</sup>Ponekad se navodi da kompanije, u svom nastojanju da povećaju profit i cene akcija, povećavaju cene proizvoda i podvaljuju potrošačima. U razumno konkurentnoj privredi, kakva postoji u SAD, cene su ograničene konkurencijom i otporom potrošača. Ukoliko kompanija poveća svoje cene iznad razumnog nivoa, ona će jednostavno izgubiti svoje učešće na tržištu. Naravno, kompanije žele da zarade više, stoga one konstantno nastoje da smanjuju troškove ili razvijaju nove proizvode u pokušaju da ostvare natprosečan profit. Treba ipak zapaziti da će, ukoliko su one zaista uspešne i zarađuju natprosečan profit, upravo taj i toliki profit privući konkurenciju što će vremenom dovesti do snižavanja cena tako da se opet ostvaruje „normalan“ profit; glavni dobitnik na dug rok je, ponovo, potrošač.

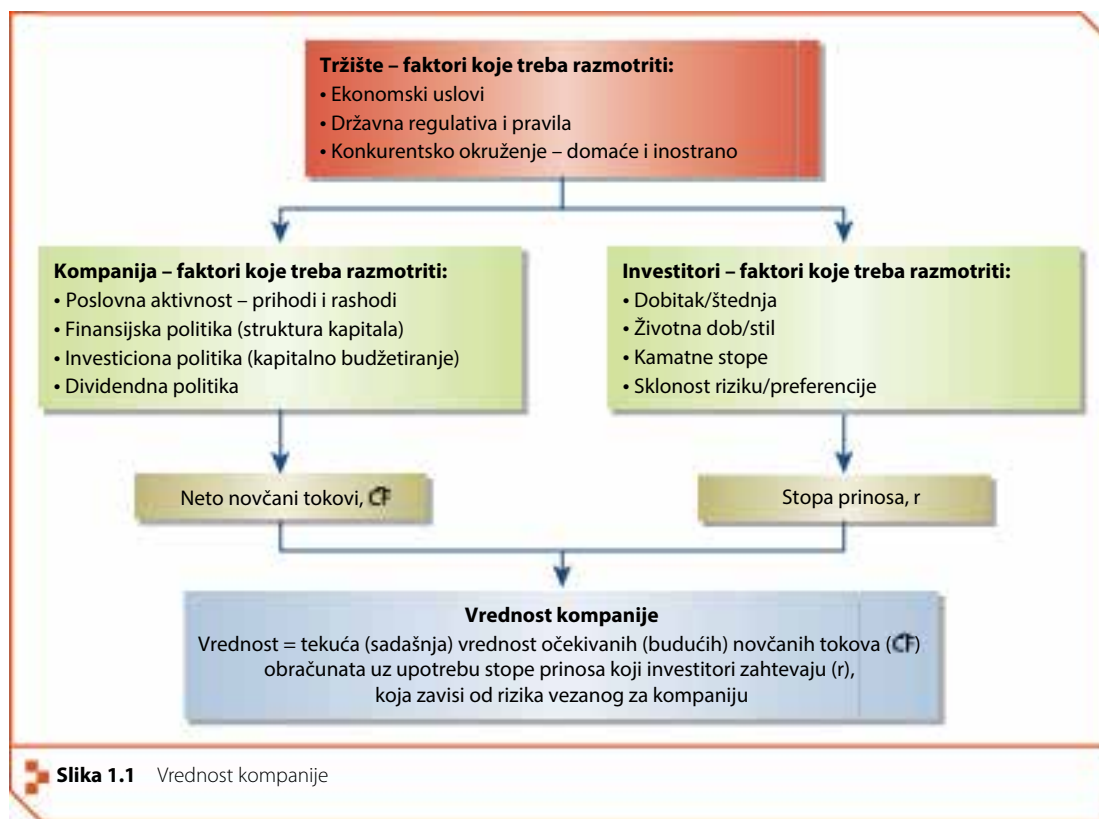
generisanje očekivanih novčanih tokova (*odluke o kapitalnom budžetiranju*) i šta treba da se radi sa neto novčanim tokovima koje kompanija ostvaruje – da li ih reinvestirati u kompanija ili isplatiti dividende (*odluke o dividendnoj politici*). O svakoj od ovih tema će biti reči kasnije u knjizi. Ali za sada bi trebalo da bude jasno da odluke finansijskih menadžera mogu značajno da utiču na vrednost kompanije zato što one utiču na iznos, vremenski raspored i rizičnost novčanih tokova koje kompanija stvara.

Iako menadžerski postupci utiču na vrednost akcija kompanije, eksterni faktori takođe utiču na cene akcija. Između ostalog to su zakonska ograničenja, opšti nivo ekonomske aktivnosti, poresko zakonodavstvo i uslovi na finansijskom tržištu. Imajući u vidu interna i eksterna ograničenja, menadžment donosi odluke vezane za dugoročnu stratešku politiku koja određuje budući pravac kretanja kompanije. Te odluke iz domena politike, zajedno sa opštim nivoom ekonomske aktivnosti i državnim regulativom i pravilima (na primer, poreskim plaćanjima), utiču na iznos očekivanih novčanih tokova kompanije, utiču na vremenski raspored tih novčanih tokova, kao i na njihov eventualni transfer akcionarima u vidu dividendi, i utiču

na stepen rizika tih očekivanih novčanih tokova.

Na slici 1.1 prikazani su najčešći odnosi u procesu određivanja vrednosti. Kao što možete da vidite, a što ćemo mnogo detaljnije razmatrati kasnije u knjizi, vrednost kompanije je konačno funkcija novčanih tokova za koje se očekuje da će biti generisani u budućnosti i stope prinosa po kojoj su investitori spremni da obezbede sredstva kompaniji za svrhe finansiranja poslovanja i rasta. Mnogi faktori, uključujući uslove u ekonomiji i na finansijskim tržištima, konkurentsko okruženje i opštu aktivnost kompanije, utiču na određivanje očekivanih novčanih tokova i stope koju investitori zahtevaju kada ulažu sopstvena sredstva. Kako budemo nastavili sa izlaganjem u knjizi, govorićemo o ovim i drugim faktorima koji utiču na vrednost kompanije. Za sada, međutim, važno je znati da kada govorimo o **vrednosti** mislimo na vrednost očekivanih budućih novčanih tokova preračunatu u tekući monetarni iskaz – odnosno na sadašnju (tekuću) vrednost budućih novčanih tokova.

**Vrednost** Sadašnja, odnosno tekuća vrednost novčanih tokova za koje se očekuje da će ih određeno sredstvo generisati u budućnosti.



## Agencijski problem

Potencijalni konflikt interesa između spoljnih akcionara (vlasnika) i menadžera koji donose odluke o tome kako će kompanija poslovati.

## Da li treba maksimizirati neto dobitak po akciji (EPS)?

Da li će maksimizacija profita dovesti i do maksimizacije cene akcija? U odgovoru na to pitanje, uvodimo koncept *neto dobitka po akciji* (eng. earnings per share – EPS), koji je jednak neto dobitku (eng. net income – NI) podeljenom brojem izdatih običnih akcija – odnosno,  $EPS = \text{neto dobitak} / \text{broj akcija}$ . Mnogi investitori koriste EPS da odmere vrednost akcija. Primarni razlog zbog koga EPS dobija toliko pažnje jeste uverenje da neto dobitak, a time i EPS, mogu da se koriste kao barometar za merenje potencijala kompanije za generisanje budućih novčanih tokova. Iako tekući dobitak i novčani tokovi uglavnom pokazuju visok stepen korelacije, kao što smo ranije pomenuli, vrednost kompanije je određena novčanim tokovima za koje se očekuje da će se generisati u budućnosti, kao i rizikom povezanim sa tim očekivanim novčanim tokovima. Zato finansijski menadžeri koji nastoje da maksimiziraju dobitak možda neće istovremeno maksimalno povećati i vrednost, jer je maksimizacija dobitka krakovid cilj. Većina menadžera koji se usredsređuju isključivo na dobitak ne uzimaju u obzir uticaj koji maksimizacija dobitka u tekućem periodu ima bilo na buduće dobitke (tajming) ili na buduću poziciju preduzeća u smislu rizika.

Prvo, razmotrite *vremenski raspored (tajming) dobitka*. Pretpostavite da Xerox ima projekat koji će doneti povećanje neto dobitka po akciji za 0,20 \$ godišnje tokom narednih pet godina, ili 1 \$ ukupno, dok drugi projekat ne bi uticao na dobitak tokom četiri godine, ali bi zato povećao EPS za 1,25 \$ u petoj godini. Koji projekat je bolji – drugim rečima, da li je 0,20 \$ godišnje tokom pet godina bolje ili lošije od 1,25 \$ u petoj godini? Odgovor zavisi od toga koji projekat najviše doprinosi vrednosti kompanije, što opet zavisi od vremenske vrednosti novca za investitore. Dakle, vremenski raspored je važan za bogatstvo (blagostanje) ako se ono meri cenom akcija, ali ne i dobitkom.

Drugo, razmotrite rizik. Pretpostavimo da se od jednog projekta očekuje porast EPS za 1 \$, dok se od drugog očekuje porast u iznosu od 1,20 \$ po akciji. Prvi projekat nije preterano rizičan. Ukoliko se sprovede, dobitak će gotovo izvesno porasti za otprilike 1 \$ po akciji. Međutim, drugi projekat je prilično rizičan. Iako naša najbolja procena ukazuje da bi dobitak mogao da poraste za 1,20 \$ po akciji, moramo da uvažimo mogućnost da uopšte ne dođe do porasta ili da kompanija čak pretrpi i gubitak. U zavisnosti od toga koliko su akcionari skloni riziku, prvi projekat može da bude poželjniji od drugog.

U mnogim slučajevima kompanije su preduzimale aktivnosti koje su povećale neto dobitak po akciji, ali je cena akcija ipak opadala zato što su investitori verovali ili da povećani dobitak neće biti održiv u budućnosti ili da će nivo rizika kompanije biti značajno uvećan. Naravno, suprotan efekat se nekada takođe mogao uočiti. Vidimo, dakle, da cena akcija kompanije, a time i njena vrednost, zavisi od: (1) novčanih tokova za koje se očekuje da će ih kompanija generisati u budućnosti, (2) vremenskog rasporeda tih novčanih tokova i (3) rizika tih novčanih tokova. U nastavku knjige ćete otkriti da svaka značajna korporativna odluka treba da se analizira u kontekstu tih faktora i njihovih efekata na vrednost kompanije, a time i na cenu njihovih akcija.

### I.U. 4a

## ULOGA MENADŽERA KAO AGENATA AKCIONARA

S obzirom na to da uglavnom nisu uključeni u svakodnevne aktivnosti, akcionari velikih korporacija „dozvoljavaju“ (daju ovlašćenje) menadžerima da donose odluke o tome na koji način će se rukovoditi kompanijom. Naravno, akcionari žele da menadžeri donose odluke koje su u saglasnosti sa ciljem maksimizacije bogatstva. Međutim, interesi menadžera mogu potencijalno biti u konfliktu sa interesima akcionara.

*Agencijski odnos* postoji onda kada jedna ili više osoba, koje nazivamo *principalima*, angažuju drugu osobu, *agenta*, da pruža usluge i prenosu mu ovlašćenja za donošenje odluka. Ukoliko je kompanija osnovana u formi inokosnog preduzeća, ne postoji agencijski odnos zato što vlasnik-menadžer rukovodi biznisom na način koji će poboljšati njegovo blagostanje, pri čemu se ono meri povećanjem ličnog bogatstva, većim slobodnim vremenom ili beneficijama.<sup>5</sup> Međutim, ukoliko vlasnik-menadžer prevede preduzeće u formu korporacije i proda svoje akcije spoljnim akcionarima, potencijalni konflikt interesa se odmah javlja. Na primer, vlasnik-menadžer (agent) može da odluči da ne radi toliko na maksimizaciji bogatstva akcionara (principala) zato što će sada manji deo bogatstva kompanije ići njemu ili, pak, može da odluči da uzme veću platu ili da uživa u većim beneficijama zato što će deo tih troškova pasti na spoljne akcionare. Potencijalni konflikt između dve strane – principala (spoljnih akcionara) i agenata (menadžera) – predstavlja **agencijski problem**.

Potencijal za nastajanje agencijskog problema je najveći u velikim korporacijama sa široko raspršenim vlasništvom – na što su primer, IBM i General Motors – zato što pojedini

<sup>5</sup>Beneficije (eng. perquisites, „perks“) su dodatne koristi za izvršioce, kao što su luksuzne kancelarije, korišćenje korporativnih aviona i jahti, lični asistenti i, uopšte, korišćenje poslovne imovine u lične svrhe.

načni akcionari poseduju izuzetno mali udeo u kompanijama, a menadžeri imaju malo ili nemaju sopstveno bogatstvo u tim kompanijama. Iz tog razloga, menadžeri mogu u većoj meri da budu zaokupljeni postizanjem sopstvenih ciljeva, kao što su povećana sigurnost posla, visoke plate ili veća moć, nego maksimizacijom bogatstva akcionara.

Mehanizmi koji se koriste u velikim korporacijama da bi se menadžeri motivisali da rade u najboljem interesu akcionara obuhvataju:

### 1. Menadžerske kompenzacije (podsticaji) –

Uobičajeni metod koji se koristi da bi se menadžeri motivisali da deluju u skladu sa ciljem maksimizacije cene akcija jeste povezivanje kompenzacija za menadžere sa performansama kompanije. Takvi paketi kompenzacija bi trebalo da se razvijaju tako da se menadžeri nagrađuju na osnovu dugoročnih performansi kompanije, a ne na osnovu učinka u nekoj konkretnoj godini. Na primer, kompanija može da uvede kompenzacioni plan u okviru kojeg menadžeri zarađuju 100 procenata određene nagrade kada kompanija postigne ciljnu stopu rasta. Ako su performanse iznad ciljne vrednosti, mogu da ostvare još veće nagrade, ali, kada performanse padnu ispod ciljnih, menadžeri dobijaju manje nagrade. Često nagrade koje menadžeri dobijaju predstavljaju akcije kompanije. Ukoliko menadžeri poseduju akcije kompanije, oni su motivisani da donose odluke koje će povećavati vrednost kompanije, a time i vrednost akcija koje poseduju.

Svi posticajni kompenzacioni planovi trebalo bi da se osmišljavaju tako da se ostvare dva cilja: (1) obezbedi podsticaj za izvršioce da deluju ne one faktore koji su pod njihovom kontrolom na način koji će da doprinose maksimizaciji cene akcija i (2) privuku i zadrže izvršioce na najvišim pozicijama. Dobro osmišljeni planovi mogu da obezbede ostvarivanje oba cilja.

**2. Intervencije akcionara** – Više od 25 procenata pojedinaca u SAD investira direktno u akcije. Zajedno sa institucionalnim akcionarima kao što su penzioni fondovi i otvoreni investicioni fondovi, pojedinačni akcionari su „pokazivali svoju snagu“ da bi obezbedili da kompanije ostvaruju ciljeve koji su u najboljem interesu akcionara, a ne menadžera (u slučaju kada se pojavi konflikt). Osim toga, mnogi institucionalni investitori rutinski nadgledaju vrhunske korporacije da bi obezbedili da menadžeri slede cilj maksimizacije bogatstva. Kada se utvrdi da treba preduzeti korake da se menadžerske odluke usklade sa interesima investitora, takvi institucionalni investitori ispoljavaju svoj uticaj tako što predlažu moguće korektivne mere menadžmentu ili tako što podržavaju predloge koji se mogu izglasati samo na godišnjoj skupštini akcionara. Predlozi koje podržavaju akcionari nisu obavezujući, ali korpora-

ktivni menadžment svakako uzima u obzir rezultate glasanja.

U situacijama kada se veliki blokovi akcija nalaze u vlasništvu nekoliko velikih institucija koje imaju dovoljnu snagu da utiču na poslovanje kompanije, institucionalni vlasnici često imaju dovoljnu veliku glasačku moć da smene menadžerske timove koji ne deluju u najboljem interesu akcionara. Primeri velikih korporacija čiji su menadžment timovi bili smenjeni tokom poslednjih godina su Coca-Cola, General Motors i United Airlines.

**3. Pretnja od preuzimanja – Neprijateljska preuzimanja**, slučajevi u kojima menadžment ne želi da kompanija bude preuzeta – najčešće se događaju onda kada su akcije kompanije potcenjene u odnosu na njihov potencijalnu vrednost, a što je često prouzrokovano lošim menadžmentom. U slučaju neprijateljskog preuzimanja, menadžeri kompanije koje se preuzima najčešće bivaju otpušteni, a oni koji ostaju obično gube moć u odnosu na onu koju su imali pre akvizicije. Stoga, da bi izbegli pretnju od preuzimanja, menadžeri imaju snažan podsticaj da preuzimaju aktivnosti kojima će maksimizirati cene akcija.

S obzirom na to da je maksimizacija bogatstva dugoročan pre nego kratkoročan cilj, menadžment mora da bude u stanju da pokaže akcionarima da su sve aktivnosti koji se preduzimaju u njihovom najboljem interesu. U nastavku knjige ćete otkriti da mnogi faktori utiču na vrednost akcija, što otežava da se precizno utvrdi u kojim situacijama menadžment zapravo deluje u najboljem interesu akcionara. Međutim, menadžerskom timu kompanije biće teško da „vara“ investitore uvek i na dugi rok, zato što akcionari mogu načelno da utvrde koje ključne odluke utiču na povećavanje vrednosti, a koje na njeno smanjenje.

## I.U. 4b POSLOVNA ETIKA

Reč *etika* može da se definiše kao „moralno ponašanje“ ili „standardi ponašanja“. **Poslovna etika** može da se posmatra kao stav i ponašanje kompanije prema svojim zaposlenima, potrošačima, zajednici i akcionarima. Visoki standardi etičkog ponašanja zahtevaju da kompanija svaku stranu sa kojom posluje tretira na korektan i pravičan način. Posvećenost kompanije poslovnoj etici može da se meri tendencijom kompanije i njegovih zaposlenih da poštuju zakone i regulativu u vezi sa faktorima kao što su bezbednost i kvalitet proizvod, korektne prakse zapošljavanja, korektne mar-

**Neprijateljsko preuzimanje** Akvizicija kompanije uprkos protivljenju njenog menadžmenta.

### Poslovna etika

Usmerenost kompanije prema svojim stekholderima (zaposlenima, potrošačima, akcionarima i zajednici). Etičko ponašanje zahteva korektan i pravičan tretman svih strana.

## Korporativno upravljanje

Tiče se pravila koja kompanija primenjuje u poslovanju; ta pravila određuju ko je odgovoran za glavne finansijske odluke.

## Stejkholderi

Oni koji su povezani sa poslovanjem, uključujući menadžere, zaposlene, potrošače, dobavljače, kreditore, akcionare i druge strane koje imaju interes u kompaniji.

ketinške i prodajne prakse, način upotrebe poverljivih informacija u ličnu korist, aktivnost u zajednici, korupcija i nelegalno plaćanje stranim vladama za dobijanje poslova.

Iako većina kompanije ima politike koje se odnose na etičko poslovno ponašanje, postoje mnogi slučajevi velikih korporacija

koje su se upustile u neetičko ponašanje. Kompanije Arthur Andersen, Enron i WorldCom MCI su propale ili doživele značajne promene usled neetičke, a ponekad i nezakonite prakse. U nekim slučajevima, zaposleni (uglavnom top menadžment) osuđeni su na zatvorsku kaznu zbog nezakonitih postupaka do kojih je došlo usled neetičkog ponašanja. Poslednjih godina, broj slučajeva neetičkog ponašanja na visokom nivou u kojima su izvršioi stekli ogromne dobitake na račun akcionara povećao se do te mere da su, na osnovu apela javnosti, doneta zakonodavna akta usmerena na zaustavljanje očiglednog naleta neetičkog ponašanja u korporativnom svetu. Glavni razlog za nastajanje takve legislativne bili su računovodstveni skandali koji su izazvali sumnju javnosti u računovodstvene i finansijske informacije u izveštajima velikih američkih korporacija. Jednostavno rečeno, javnost više nije verovala u ono što su govorili menadžeri. Investitori su smatrali da izvršioi slede takve interese koji im često donose velike dobitke, ali i velike gubitke za akcionare. Usled toga, kongres je usvojio Sarbanas–Okslijev zakon 2002. godine.

Jedanaest odeljaka (*poglavlja*) u Sarbanas–Okslijevom zakonu uspostavlja standarde odgovornosti u finansijskom izveštavanju velikih korporacija. Zakon propisuje da korporacija mora da: (1) ima komisiju sačinjenu od spoljnih direktora koja će nadgledati internu reviziju u kompaniji, (2) angažuje eksternu revizorsku firmu koja će davati nepristrasno (nezavisno) mišljenje u pogledu finansijskih izveštaja kompanije i (3) obezbedi dodatne informacije o procedurama koje se primenjuju u sastavljanju i prezentovanju finansijskih izveštaja. Osim toga, generalni direktor kompanije (eng. chief executive officer – CEO) i CFO moraju da overe finansijske izveštaje koje podnose Komisiji za hartije od vrednosti i berzu. Zakon takođe pooštrava kazne za sastavljanje obmanjujućih finansijskih informacija i regulatornim telima omogućava veći stepen autoriteta u krivičnom gonjenju.

Uprkos tome što je u novije vreme opalo poverenje investitora u finansijsko izveštavanje korporacija, izvršioi u većini velikih kompanija u SAD veruju da njihova kom-

panija treba da održava visoke etičke standarde u svim poslovnim aktivnostima, i da to stvarno i čine. Dalje, većina izvršilaca veruje i da postoji pozitivna korelacija između etike i dugoročne rentabilnosti kompanije zato što etičko ponašanje: (1) sprečava rashode po osnovu kazni i pravničkih i advokatskih nadoknada, (2) izgrađuje poverenje javnosti, (3) privlači zaključivanje poslova sa potrošačima koji cene i podržavaju etičku politiku, (4) privlači i zadržava najkvalitetnije zaposlene i (5) podržava ekonomsku održivost zajednica u kojima kompanija posluje.

Danas većina velikih kompanija primenjuje jake kodekse etičkog ponašanja i sprovodi obuke usmerene na to da se obezbedi da svi zaposleni shvate šta se podrazumeva pod korektnim ponašanjem u različitim poslovnim situacijama. Od ključnog je značaja da top menadžment – predsednik odbora direktora, generalni direktor i njegovi pomoćnici – bude otvoreno posvećen etičkom ponašanju i da to i demonstrira kroz lično delovanje, kao i kroz politike kompanije, direktive i sistem kažnjavanja/nagrađivanja. Investitori ništa manje od toga i ne očekuju.

## I.U. 4c

## KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

Izraz „korporativno upravljanje“ je postao uobičajeni deo poslovnog rečnika tokom poslednjih godina. Usled skandala u kompanijama Arthur Andersen, Enron, WorldCom i mnogim drugim kompanijama, akcionari, menadžeri i Kongres postali su prilično zainteresovani za način na koji se upravlja kompanijama. **Korporativno upravljanje** tiče se niza pravila koje kompanija sledi u poslovanju. Ta pravila predstavljaju „smernice“ koje menadžeri prate u ostvarivanju različitih ciljeva kompanije, uključujući maksimizaciju cena akcija. Za kompaniju je važno da jasno definiše strukturu svog korporativnog upravljanja tako da pojedinci i entiteti koji su zainteresovani za blagostanje kompanije mogu da shvate na koji način će biti poštovani njihovi interesi. Dobra struktura korporativnog upravljanja bi onima koji su povezani sa kompanijom trebalo da obezbedi uvid u to koji izvršioi rukovode kompanijom i ko je odgovoran za važne odluke. Kao rezultat Sarbanas–Okslijevog zakona iz 2002. i povećanog pritiska akcionara, većina kompanija pažljivo ispituje svoje politike korporativnog upravljanja kako bi svi **steykholderi** – menadžeri, akcionari, kreditori, potrošači, dobavljači i zaposleni – mogli da bolje shvate svoja prava i obaveze.<sup>6</sup> Osim toga, na osnovu našeg prethodnog izlaganja,

<sup>6</sup>U širem smislu, izraz „steykholderi“ trebalo bi da obuhvati okruženje u kojem živimo i poslujemo. Trebalo bi da je očigledno da kompanija ne može da preživi – odnosno da dugoročno opstane – ukoliko ne tretira na korektan način i društveno i prirodno okruženje. Kompanija koje uništava poverenje svojih zaposlenih, potrošača i akcionara ili okruženje u kome posluje – uništava sebe.



trebalo bi da bude jasno da maksimizacija bogatstva akcionara zahteva pravičan tretman svih stejkholdera.

Studije pokazuju da kompanije koje praktikuju dobro korporativno upravljanje ostvaruju veće prinose za akcionare. Dobro korporativno upravljanje podrazumeva postojanje odbora direktora sa članovima koji su nezavisni od menadžmenta kompanije. Nezavisan odbor najčešće služi kao sistem „interne kontrole“ kojim se nadgledaju važne odluke menadžmenta, uključujući kompenzacije za menadžere. Takođe se pokazalo da kompanije koje razvijaju strukture korporativnog upravljanja takve da olakšavaju identifikovanje i korigovanje računovodstvenih problema i potencijalno neetičke ili prevarne prakse, imaju bolje performanse od kompanija koje imaju slabe politike korporativnog upravljanja (interne kontrole).<sup>7</sup>

## I.U. 5 FORME KOMPANIJA U DRUGIM ZEMLJAMA

Velike korporacije u SAD najbolje mogu da se opišu kao „otvorene“ kompanije zato što su to organizacije čijim akcijama se javno trguje i koje su najvećim delom nezavisne jedna od druge i od vlade. Iako najrazvijenije zemlje sa slobodnim ekonomijama imaju poslovne organizacije koje su slične američkim korporacijama, ipak postoje pojedine razlike u vlasničkoj strukturi i upravljanju poslovanjem. Detaljno razmatranje tih specifičnosti je van domašaja ove knjige, ali su u ovom odeljku dati neki primeri razlika između kompanija u SAD i kompanija izvan SAD.

Kompanije u najrazvijenijim ekonomijama, kao što su korporacije u SAD, akcionarima nude obične akcije sa ograničenom odgovornošću sa kojima može da se trguje na domaćim finansijskim tržištima. Međutim, takve kompanije se ne nazivaju uvek *korporacijama*. Na primer, uporediva kompanija u Velikoj Britaniji naziva se *javnom kompanijom sa ograničenom odgovornošću* (eng. public limited company – PLC), dok je u Nemačkoj ona poznato kao akcionarsko društvo (nem. Aktiengesellschaft – AG). U Meksiku, Španiji i Latinskoj Americi takve kompanije se takođe nazivaju *akcionarskim društvima* (Sociedad Anónima – SA). Neka od tih kompanija su otvorena akcionarska društva, dok su druge zatvorenog tipa.

Poput korporacija u SAD, većina velikih kompanija u Velikoj Britaniji i Kanadi je otvorena, što znači da su njihove akcije široko raspršene na veliki broj različitih investitora, i pojedinaca, i institucija. S druge strane, u velikom

delu kontinentalne Evrope, vlasništvo nad akcijama je više koncentrisano; glavne investitorske grupe su porodice, banke i druge korporacije. U Nemačkoj i Francuskoj, na primer, najvažniju grupu akcionara kompanija predstavljaju druge domaće kompanije, a po značaju prate ih porodična vlasništva. Iako banke u tim zemljama ne poseduju veliki broj akcija, one mogu značajno da utiču na kompanije zato što im mnogi akcionari dodeljuju pravo **glasanja preko punomoćnika** prilikom izbora direktora kompanije. Osim toga, često porodice imaju koncentrisano vlasništvo i time ostvaruju značajan uticaj u mnogim velikim kompanijama u razvijenim zemljama poput ovih. Vlasnička struktura takvih kompanija i mnogih drugih velikih kompanija izvan SAD često je koncentrisana u rukama relativno malog broja investitora ili grupa investitora. Takve kompanije se smatraju zatvorenima zato što se akcijama ne trguje na berzi, relativno mali broj pojedinaca ili grupa poseduje akcije i glavni akcionari su često uključeni u svakodnevne operacije kompanije.

Primaran razlog za to što su kompanije izvan SAD zatvorenije i imaju koncentrisanije vlasništvo u odnosu na kompanije u SAD posledica je univerzalnog odnosa sa bankarskim sektorom koji postoji izvan SAD. Finansijske institucije u drugim zemljama su uglavnom predmet slabije regulative nego što je to slučaj u SAD, što znači da strane banke mogu poslovnom sektoru da obezbede širi spektar usluga, uključujući kratkoročne zajmove, dugoročno finansiranje, pa čak i vlasništvo nad akcijama. Usled toga, kompanije izvan SAD po pravilu imaju prisnije odnose sa pojedinačnim bankarskim organizacijama koje, takođe, mogu da zauzmu i vlasničke pozicije u kompanijama. To znači da banke u zemljama poput Nemačke mogu da zadovolje finansijske potrebe porodičnih kompanija, čak i kada su one vrlo velike. Stoga, takve kompanije nemaju potrebu za „otvaranjem“ i da se time odreknu kontrole da bi finansirale dodatni rast. Suprotno važi za SAD, gde velike kompanije nemaju uporedive izvore finansiranja „na jednoj adresi“. Stoga, njihov rast uglavnom mora da se finansira ulaskom spoljnih vlasnika, što za posledicu ima više raspršenu vlasničku strukturu.

U nekim delovima sveta, kompanije pripadaju **industrijskim grupama**, koje predstavljaju organizacije sastavljene od kompanija u različitim granama koje imaju zajedničke vla-

**Glasanje preko punomoćnika** Glasačko pravo dodeljeno drugoj strani, kao što su drugi akcionar ili institucija.

### Industrijske grupe

Organizacije kompanija u različitim granama sa zajedničkim vlasničkim interesima, što obuhvata kompanije neophodne da bi se proizvodi proizvodili i prodavali: mreže proizvođača, dobavljači, marketinške organizacije, distributeri, maloprodavci i kreditori.

<sup>7</sup>Videti, na primer, Reshma Kapadia, „Stocks Reward Firms' Good Behavior“, *The Wall Street Journal Online*, 18. mart 2006; i David Reilly, „Checks on Internal Controls Pay Off“, *The Wall Street Journal*, 8. maj 2006, C3.

## Multinacionalne kompanije

Kompanije koja posluju u dve ili više zemalja.

grupe „uvezane“ su preko glavnog kreditora, obično banke, koja uobičajeno ima i značajan vlasnički udeo, sa drugim kompanijama u grupi. Cilj industrijske grupe je stvaranje organizacije koja uvezuje sve funkcije proizvodnje i prodaje, od početka do kraja, uključivanjem kompanija koje obezbeđuju materijale i usluge neophodne za proizvodnju i prodaju proizvoda grupe. Stoga, industrijska grupa obuhvata kompanije koja se bave proizvodnjom, finansiranjem, marketingom i distribucijom proizvoda: dobavljači sirovina, proizvodne organizacije, maloprodajni objekti i kreditori. Akcijama kompanija koje su članovi industrijske grupe može javno da se trguje, ali vodeća kompanija, koja je obično glavni kreditor, kontroliše menadžment čitave grupe. Industrijske grupe su najzastupljenije u azijskim zemljama. U Japanu, industrijska grupa se naziva *keiretsu*, dok se u Koreji javlja pod imenom *chaebol*. Poznate grupe su Mitsubishi, Toshiba i Toyota, dok je Hyundai možda najpoznatija grupa u Koreji. Uspeh industrijskih grupa u Japanu i Koreji bio je inspirativan za formiranje sličnih organizacija u zemljama u razvoju u Latinskoj Americi, Africi i u drugim delovima Azije.

Razlike u koncentraciji vlasništva u kompanijama izvan SAD mogu da uzrokuju razlike u ponašanju menadžera, a time i razlike u ciljevima koje oni slede. Na primer, često se navodi da veća koncentracija vlasništva u tim kompanijama omogućava menadžerima da se više usredsrede na dugoročne ciljeve, naročito na maksimizaciju bogatstva, umesto na kratkoročne profite, zato što takve kompanije imaju lakši pristup kreditima onda kada zapadnu u finansijske poteškoće. Drugim rečima, kreditori koji su istovremeno i vlasnici najčešće imaju veći interes da podrže kratkoročni opstanak. S druge strane, takođe se

smatra da vlasnička struktura u kompanijama izvan SAD stvara okruženje u kome je teško promeniti menadžere, naročito ukoliko poseduju značajan udeo u akcijama. Ako je menadžment neefikasan, takvo uređenje može da bude štetno za kompanije. Diskutabilno je da li je vlasnička struktura kompanija izvan SAD predstavlja prednost ili nedostatak. Znamo da veća koncentracija vlasništva u tim kompanijama omogućava bolji monitoring i kontrolu od pojedinaca ili grupa nego što je to slučaj sa razuđenim vlasničkim strukturama u kompanijama u SAD.



## Multinacionalne korporacije

Velike kompanije, kako u SAD, tako i u drugim zemljama, uglavnom ne posluju samo u jednoj zemlji: verovatnije je da će one poslovati širom sveta. Zato što su velike **multinacionalne kompanije** uključene u sve faze proizvodnog procesa, od dobijanja sirovina, preko procesa proizvodnje do distribucije potrošačima širom sveta, menadžeri takvih kompanija suočavaju se sa mnogim pitanjima koja se ne postavljaju kada kompanija posluje samo u jednoj zemlji.

Kompanije u SAD i izvan SAD „izlaze na svetsku pozornicu“ iz mnogih važnih razloga:

### 1. Traže nova tržišta –

Nakon što je kompanija pokrila domaće tržište, mogućnosti za rast su često bolje na stranim tržištima. Zbog toga su se domaće

kompanije poput Coca-Cole i McDonaldsa agresivno proširile na inostrana tržišta, dok su strane kompanije kao što su Sony i Toshiba postale glavni konkurenti na tržištu potrošačke elektronike u SAD.

**2. Traže sirovine –** Mnoge američke naftne kompanije, na primer ExxonMobil, imaju ogranke u čitavom svetu da bi obezbedile kontinuiran pristup osnovnim resursima potrebnim za održavanje primarnih linija biznisa.

**3. Traže nove tehnologije –** Nijedna zemlja nema potpunu prednost u svim tehnologijama, tako da kompanije po čitavom svetu tragaju za vodećim naučnim i dizajnerskim idejama. Na primer, Xerox je plasirao više



od 80 različitih fotokopir aparata u SAD koje je osmislio i napravio Fuji Xerox, njihovo zajedničko ulaganje sa Japancima.

**4. Traže proizvodnu efikasnost** – Kompanije u zemljama u kojima su troškovi proizvodnje visoki obično premeštaju proizvodnju u zemlje sa niskim troškovima. Mogućnost premeštanja proizvodnje iz zemlje u zemlju ima značajne posledice na troškove radne snage u svim zemljama. Na primer, kada je Xerox zapretio da će posao popravki kopir aparata prebaciti u Meksiko, sindikat zaposlenih u Ročesteru (Njujork) složilo se sa strožim pravilima rada i povećanjem produktivnosti kako bi se zadržalo poslovanje u SAD.

**5. Izbegavaju političke i regulatorne prepreke** – Mnogo godina ranije, japanske automobilske kompanije su premostile proizvodnju u SAD da bi zaobišle američke uvozne kvote. Sada Honda, Nissan i Toyota sklapaju automobile i kamione u SAD. Slično tome, jedan od faktora koji je podstakao američku farmaceutsku kompaniju SmithKline i britansku farmaceutsku kompaniju Beecham da se spoje 1989. godine bila je želja da se izbegnu kašnjenja koja uzrokuje dobijanje dozvola i ispunjavanje administrativnih propisa na njihovim najvećim tržištima. Sada GlaxoSmithKline, naziv pod kojim je kompanija danas poznata, može da se predstavlja kao domaći igrač i u Evropi, i u SAD.

Značajan rast koji se desio u multinacionalnom poslovanju tokom proteklih nekoliko decenija povećao je stepen uzajamnog uticaja i međuzavisnosti između kompanija i zemalja, na šta ni SAD nisu imune. Politička i društvena kretanja koja utiču na svetsku ekonomiju utiču i na poslovanje i na finansijska tržišta u SAD.

## Poslovne finansije u multinacionalnim kompanijama u odnosu na poslovne finansije u domaćim kompanijama

U teoriji, koncepti i procedure o kojima će biti reči u narednim poglavljima ove knjige važe i za domaće, i za multinacionalne operacije. Međutim, nekoliko problema vezanih za međunarodno okruženje povećavaju složenost menadžerskih zadataka u multinacionalnim korporacijama, i često primoravaju menadžere da izmene način na koji ocenjuju i upoređuju poslovne alternative. Šest glavnih faktora čini razliku između poslovnih finansija koje praktikuju kompanije koja posluju isključivo u jednoj zemlji od menadžmenta u kompanijama koja posluju u nekoliko različitih zemalja:

### 1. Različite valutne denominacije

– Novčani tokovi u različitim delovima sistema multinacionalne korporacije često su denominovani u različitim valutama. Stoga, analiza **deviznih kurseva** i efekti fluktuirajućih valutnih vrednosti moraju da se nalaze u svakoj finansijskoj analizi.

**2. Ekonomske i pravne razlike** – Svaka zemlja u kojoj kompanija posluje ima sopstvene političke i ekonomske institucije, a institucionalne razlike između zemalja mogu da prouzrokuju značajne probleme kada kompanija nastoji da koordinira i kontroliše poslovanje ogranaka širom sveta. Na primer, razlike u poreskim zakonima između zemalja mogu da izazovu poreske efekte koji se međusobno značajno razlikuju u zavisnosti od toga gde se transakcija odigrava. Osim toga, razlike u pravnim sistemima zemalja domaćina mogu zakomplikovati dosta stvari, počev od jednostavnog računovodstvenog obuhvata poslovnih transakcija do uloge pravosuđa u razrešavanju konflikata. Takve razlike mogu da ograniče fleksibilnost multinacionalnih korporacija u upošljavanju resursa na način na koji oni to žele, i mogu čak učiniti da procedure koje su u jednom delu kompanije neophodne, u drugom delu kompanije budu nezakonite. Te razlike takođe otežavaju izvršiocima koji su obučeni u jednoj zemlji da efektivno obavljaju posao u drugoj.

**3. Jezičke barijere** – Sposobnost komunikacije je ključna za sve poslovne transakcije. Osobe rođene i obrazovane u SAD često nailaze na prepreke zato što često govore samo engleski jezik, dok poslovni ljudi u Evropi i Aziji obično tečno govore nekoliko jezika, uključujući i engleski. Zbog toga je međunarodnim kompanijama često lakše da uđu na tržište SAD nego kompanijama iz SAD da se probiju na međunarodno tržište.

**4. Razlike u kulturama** – Čak i u geografskim područjima koja su dugo smatrana prilično homogenima, različite zemlje imaju karakteristično kulturno nasleđe koje oblikuje vrednosti i utiče na ulogu poslovnog sektora u društvu. Multinacionalne korporacije nailaze na situaciju da se pitanja poput definisanja podesnih ciljeva za kompaniju, stavova prema preuzimanju rizika, ophođenja prema zaposlenima i mogućnosti ukidanja neprofitabilnih delova biznisa često značajno variraju od zemlje do zemlje.

**5. Uloga vlada** – Pretpostavka mnogih tradicionalnih modela u finansijama jeste postojanje konkurentnog tržišta na kome uslove trgovanja određuju tržišni učesnici. Vlada, na osnovu svoje moći da uspostavlja osnovna pravila igre, uključena je u ceo proces ali je njeno učešće minimalno.

**Devizni kursevi** Cene po kojima se valuta jedne zemlje može konvertovati u valutu drugih zemalja.

Stoga, tržište služi kao indikator uspeha i kao indikator postupaka koji moraju da se preduzimaju da bi se održala konkurentnost. Takvo posmatranje procesa je u razumnoj meri ispravno u SAD i nekoliko drugih glavnih industrijskih zemalja, ali ono ne opisuje tačno situaciju u većem delu sveta. Često se uslovi pod kojima se kompanije takmiče, koraci koje moraju da preduzimaju ili izbegavaju i uslovi trgovanja u raznim transakcijama određuju, umesto na tržištu, kroz direktne pregovore između vlade zemlje domaćina i multinacionalne korporacije. To je, suštinski, politički proces i on mora da se tretira kao takav.

**6. Politički rizik** – Osnovna razlika između države i multinacionalne korporacije je u tome što država ostvaruje suverenitet nad ljudima i imovinom u okviru njene teritorije. Stoga država može da ograniči prenos sredstava korporacije, pa čak i da izvrši eksproprijaciju – odnosno da oduzme imo-

vinu kompanije – bez kompenzacije. To je politički rizik i to je po pravilu zadata varijabla, pre nego varijabla koja može da se menja kroz pregovore. Politički rizik se razlikuje od zemlje do zemlje i on mora eksplicitno da se uvaži u okviru bilo kakve finansijske analize. Drugi aspekt političkog rizika je terorizam protiv kompanija iz SAD i njihovih izvršilaca u inostranstvu. Na primer, u prošlosti, izvršiocima su doživljavali zatvaranja i kidnapovanja u zamenu za otkup u nekoliko zemalja Južne Amerike i na Bliskom istoku.

Navedenih šest faktora usložava poslovne finansije u multinacionalnim kompanijama i povećava rizike sa kojima se kompanije suočavaju. Međutim, zbog mogućnosti ostvarivanja visokog profita kompanije često smatraju da je prihvatljivo da preuzmu te rizike i da probaju da nauče kako da ih svedu na najmanju moguću meru ili da bar žive sa njima.

Da bismo zaokružili ovo poglavlje, navodimo neke ključne koncepte o kojima smo govorili.

- ▶ Finansijske odluke se tiču novčanih tokova – priliva i odliva novca.
- ▶ Primarni cilj finansijskog menadžera trebalo bi da bude maksimizacija vrednosti kompanije.
- ▶ Menadžeri kompanije su agenti vlasnika (odnosno akcionara u korporaciji) ovlašćeni za donošenje odluka. Kada menadžeri ne donose odluke koje su u najboljem interesu vlasnika, nastaje agencijski problem. Agencijski problem može da se ublaži nagrađivanjem menadžera za donošenje odluka koje pomažu maksimizaciju vrednosti kompanije.
- ▶ Kompanije koje su etične i imaju dobre politike korporativnog upravljanja najčešće imaju bolje performanse od kompanija koje imaju slabiju etiku i politike korporativnog upravljanja.
- ▶ Kompanije se „internacionalizuju“ iz mnogih razloga, kao što su poslovanje na novim tržištima, traganje za sirovinama, postizanje efikasnosti u proizvodnji i izbegavanje domaće regulative.
- ▶ Strane kompanije su uglavnom zatvorenije – imaju manji broj vlasnika (akcionara) – od kompanija iz SAD.

## Pitanja

- 1-1** Šta znači maksimizacija vrednosti korporacije?
- 1-2** Kako se, uopšteno, meri vrednost? Koja tri faktora određuju vrednost? Kako svaki od faktora utiče na vrednost?
- 1-3** Da li maksimizaciju bogatstva akcionara treba posmatrati kao dugoročni ili kao kratkoročni cilj? Na primer, kada bi jedan postupak povećao cenu akcija kompanije sa trenutnog nivoa od 20 \$ na 25 \$ za šest meseci i zatim na 30 \$ za pet godina, dok bi drugi postupak uticao tako da se cena akcija nekoliko godina zadrži na 20 \$, a zatim se poveća na 40 \$ za pet godina, koji postupak bi bio bolji? Da li možete da se setite nekih konkretnih korporativnih postupaka koji bi mogli da imaju ovakve posledice?
- 1-4** U čemu je razlika između maksimizacije cene akcija i maksimizacije profita? Pod kojim uslovima maksimizacija profita ne bi dovela do maksimizacije cene akcija?
- 1-5** Kada biste vi bili predsednik velike korporacije čijim akcijama se trguje na berzi, da li biste donosili odluke u pravcu maksimizacije blagostanja akcionara ili vaših ličnih interesa? Koje korake akcionari mogu da preduzmu da obezbede poklapanje interesa menadžmenta i akcionara? Koji drugi faktori bi mogli da utiču na postupke menadžmenta?
- 1-6** Predsednik korporacije United Semiconductor dao je sledeću izjavu u godišnjem izveštaju kompanije: „Primarni cilj Uniteda je povećavanje vrednosti običnih akcija tokom vremena.“ Kasnije su u izveštaju dati sledeći podaci:
- a. Kompanija je u iznosu od 1,5 miliona \$ finansirala simfonijski orkestar u San Francisku, gde joj je sedište.
  - b. Kompanija povećava procentualno učešće dugova. Dok su ukupna sredstva ranije bila finansirana sa 35% dugova i 65% sopstvenog kapitala, od sada će finansijska struktura iznositi 50–50.
  - c. Kompanija je polovinu svog neto dobitka isplaćivala u vidu dividendi, dok je zadržavala drugu polovinu. Od sada će isplaćivati svega 30% kao dividende.
- Prodiskutujte o tome kako će akcionari, potrošači i zaposleni Uniteda reagovati na svaku od ovih odluka i zatim objasnite kako bi svaka od odluka mogla da utiče na cenu akcija te korporacije.
- 1-7** Zašto korporacije iz SAD grade fabrike u inostranstvu kada bi mogle da ih grade u zemlji?
- 1-8** Navedite neke od faktora koji čine donošenje finansijskih odluka složenijim u kompanijama koje posluju u stranim zemljama nego u čisto domaćim kompanijama?