

se samo osnovni (akcijski) kapital. Ako je otkupna cijena akcija viša od njihove nominalne vrijednosti, pri poništavanju otkupljenih akcija osnovni (akcijski) kapital smanjuje se u visini nominalne vrijednosti otkupljenih akcija, a u visini razlike između tržišne (otkupne) cijene i nominalne vrijednosti akcija smanjuje se rezervni kapital. Da bi rezervni kapital ostao netaknut ili barem smanjen u što manjem iznosu, kapitalni interes preduzeća u slučaju otkupa sopstvenih akcija je da otkupna (tržišna) cijena akcije bude što bliža njihovoj nominalnoj vrijednosti.

U vezi s tim, donošenje odluka o strukturi kapitala podrazumijeva izbor i usklađivanje omjera sredstava iz vlasničkih izvora i sredstava iz dugoročnih obaveza gdje je uticaj finansijskog leveridža ključni faktor pri izboru izvora finansiranja. Upravljačke odluke se u takvim uslovima svode na svjesni izbor između očekivanih ekonomskih učinaka, postojećeg rizika i budućih koristi. S druge strane, raspodjela neto dobitka i odluka o dividendama treba izbalansirati interese vlasnika (akcionara), povjerilaca i potreba preduzeća za rastom i razvojem i akumuliranja dijela neto dobitka preduzeća. Zbog svog značaja i reperkusija koje ove strateške odluke mogu izazvati njih donosi menadžment na najvišem nivou jer je riječ o veoma bitnim odlukama.

Pitanje br. 1

### 3.1.1. Uloga finansija u sprovođenju korporativne strategije

Preduzeća imaju opsežne interese u različitim poslovima, gdje se korporativna strategija javlja kao ključna strateška odrednica za grupisanje različitih poslova pod jedan korporativni krov.<sup>96</sup> Korporativna strategija koju je formulisao top-menadžment bavi se u osnovi pitanjem: „kako se baviti određenim poslovima i kako organizovati i postaviti efektivno vođstvo?“<sup>97</sup>

Pri tome, se moraju analizirati i sagledati strateške odluke koje menadžment treba donijeti, a koje uključuju:

- iz kojih izvora sredstva mogu biti pribavljena,
- da li planirane investicije treba realizovati,
- koliku dividendu isplatiti,
- kako upravljati finansijskom stabilnošću,
- da li treba usvojiti strategiju eliminisanja rizika (hedžing) da bi se izbjegli (neutralisao) valutni i/ili kamatni rizik.

Pravilno promišljanje o ovim pitanjima može unaprijediti i poboljšati strateško odlučivanje, i to putem izbora neke od alternativnih mogućnosti kao i praćenja efekata prethodnih odluka kako se ne bi propustila mogućnost budućeg stvaranja vrijednosti za akcionare. Nerijetko se menadžeri instinktivno zalažu za nešto što i nije dobro za preduzeće. Recimo, izbor između finansiranja putem zaduženja ili emisije akcija nije nimalo jednostavan, a često se može čuti u žargonu da je „zaduženje jeftinije od dokapitalizacije“ preduzeća čime se preferira zaduženje, a takva odluka u krajnjem može biti znatno skuplja. Pored toga, preduzeća ulažu kapital, u ne baš dobre projekte, ali opravdanje nalaze u tome što su „već prilično uložili u taj projekat“, iako ne doprinosi finansijskoj uspješnosti preduzeća, niti povećanju vrijednosti za akcionare.

*Donošenje odluka o strukturi kapitala podrazumijeva izbor i usklađivanje omjera sredstava iz vlasničkih izvora i sredstava iz dugoročnih obaveza gdje je uticaj finansijskog leveridža ključni faktor pri izboru izvora finansiranja.*

*Izbor između finansiranja putem zaduženja ili emisije akcija nije nimalo jednostavan,*

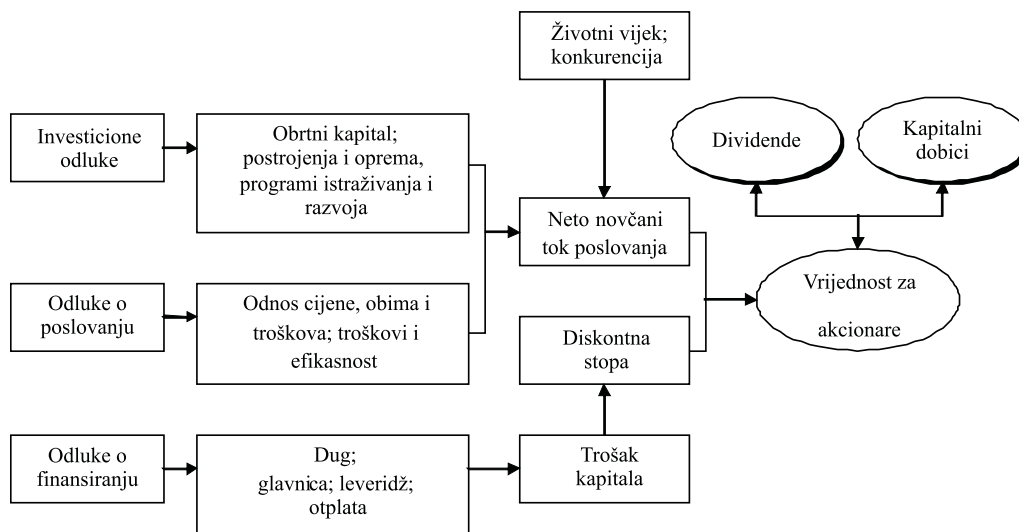
<sup>96</sup> S aspekta složenosti poslovnog sistema treba razlikovati tri nivoa strategije: korporativnu, poslovnu i operativnu.

<sup>97</sup> Radmilo Todosijević: Strategijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009. str. 38.

Povećanje, odnosno stvaranje vrijednosti za akcionare ostvaruje se putem:

- isplate dividende akcionarima,
- povećanja tržišne vrijednosti akcija, čime se na razlici tržišne i knjigovodstvene vrijednosti ostvaruje kapitalni dobitak, što pokazuje i naredni dijagram.

Slika 1.13. Stvaranje vrijednosti za akcionare



Na dijagramu uočavamo da smo se još jednom vratili sistemskom pogledu na preduzeće, vođeni istim onim osnovnim odlukama menadžmenta, ali naglašavajući raspored novčanih tokova koji su finansijska podrška poslovanju i stvaranju vrijednosti. Osnovna poruka upravljanja vrijednošću za akcionare nije ništa do obaveza menadžmenta da svoje odluke o investicijama, poslovanju i finansiranju temelji na novčanim tokovima te da upravlja resursima koji su mu povjereni tako da ostvaruje što bolji finansijski rezultat. Dosljedna primjena tog pristupa vremenom će rezultirati rastom vrijednosti za akcionare i porastom cijene akcija.<sup>98</sup> Dijagram pokazuje s lijeve strane tri osnovne vrste odluka koje preduzeće donosi te ukazuje na njihove ključne faktore. Kombinacija investicionih i odluka o poslovanju rezultira novčanim tokom nakon oporezivanja, dok odluke o finansiranju utiču na strukturu kapitala i na nivo ponderisanog troška kapitala preduzeća.

Posljednji dio dijagrama predočava da je, posmatra li se s aspekta akcionara, vrijednost za akcionare takođe rezultat kombinacije dividendi i ostvarenog kapitalnog dobitka. Taj alternativni način gledanja ne može se, naravno, odvojiti od osnovne motorne snage preduzeća – od modela novčanih tokova, jer upravo pozitivni slobodni novčani tok omogućuje preduzeću da najprije isplati dividende, a potom i da poveća tržišnu vrijednost akcija, omogućavajući pri tome investitorima ostvarivanje većih kapitalnih dobitaka.

U teoriji postoje različiti stavovi o tome u kojoj mjeri će se preduzeća fokusirati na povećanje vrijednosti za akcionare, tim prije što je to samo jedna od mnogobrojnih interesnih grupa u preduzeću. Čini se da je prihvatljiv okvir za razumijevanje ovog problema da se vrijednost

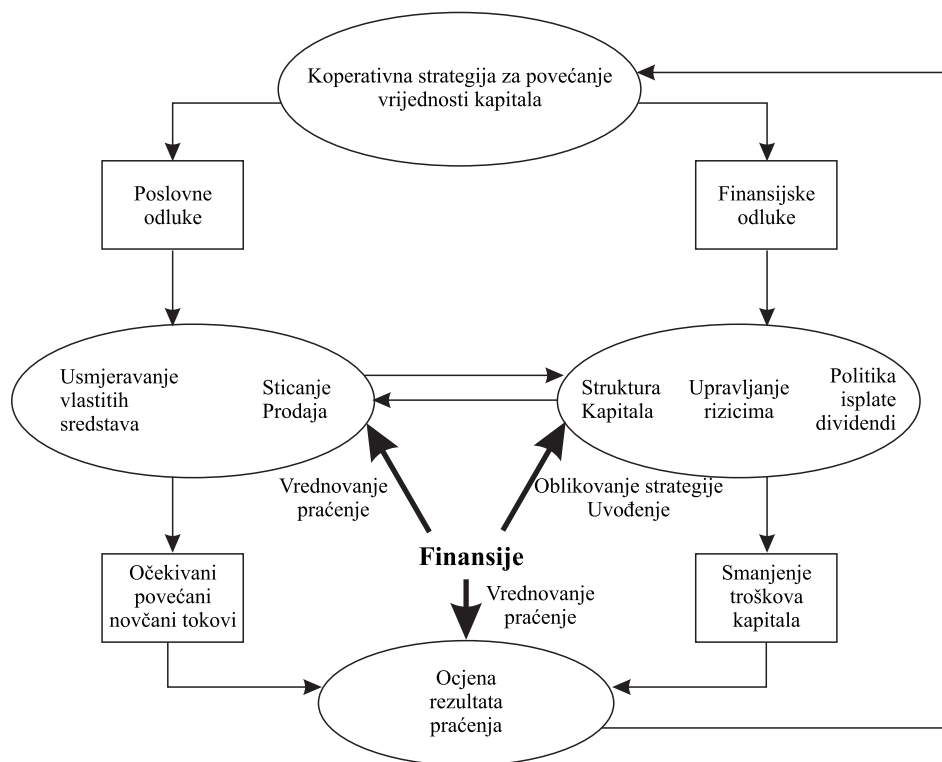
<sup>98</sup> Uspješnost menadžmenta preduzeća zavise od obodostignutih performansi preduzeća, odnosno da li je povećana tržišna vrijednost akcija i da li se stvara odnosno kreira vrijednost za akcionare.

*Kombinacija investicionih i odluka o poslovanju rezultira novčanim tokom nakon oporezivanja, dok odluke o finansiranju utiču na strukturu kapitala i na nivo ponderisanog troška kapitala preduzeća.*

za akcionare može povećati jedino optimiziranjem vrijednosti ostalih interesnih grupa.<sup>99</sup> U tom smislu zanimljivim se čini naredni dijagram, koji ukazuje na ulogu finansija u korporativnoj strategiji.<sup>100</sup>

*Vrijednost za akcionare može povećati jedino optimiziranjem vrijednosti ostalih interesnih grupa.*

Slika 1.14. *Uloga finansija u korporativnoj strategiji*



Dijagram u osnovi pokazuje izbor strategije stvaranja vrijednosti iz niza mogućih opcija. Te strategije uključuju donošenje poslovnih odluka (gdje usmjeriti sredstva, koju djelatnost ćemo napustiti i sl.) i finansijske odluke (kakva treba da bude struktura kapitala, na koje rizike obratiti pažnju i kako njima upravljati). Uloga finansija u poslovnom odlučivanju je u suštini vrednovanje i praćenje kako bi se procijenile poslovne mogućnosti, alternative koje su im na raspolaganju kao i praćenje izvršenja i rezultata odluka koje su već u primjeni. Rezultat donesenih i praćenih poslovnih odluka su veći novčani tokovi preduzeća u budućnosti što je veoma važno za eventualnu potrebu prilagođavanja i razvoja korporativne strategije na osnovu prethodno donesenih strateških odluka. Međutim, pored uticaja na buduće novčane tokove, poslovne odluke mogu umnogome da utiču i na *finansijske odluke*.<sup>101</sup>

*Uloga finansija u poslovnom odlučivanju je u suštini vrednovanje i praćenje kako bi se procijenile poslovne mogućnosti, alternative koje su im na raspolaganju kao i praćenje izvršenja i rezultata odluka koje su već u primjeni.*

Prilikom finansijskog odlučivanja uloga finansija je znatno veća i njihov doprinos u oblikovanju finansijske strategije je presudan. Pri tome cilj finansijske strategije je *povećanje kapitala uz što niže troškove* što u krajnjoj konsekvenci povećava vrijednost za akcionare.

*Prilikom finansijskog odlučivanja uloga finansija je znatno veća i njihov doprinos u oblikovanju finansijske strategije je presudan.*

<sup>99</sup> M.P. Narayanan Vikram K. Nanda: *Finansije za strateško odlučivanje*, Mate, Zagreb, 2007, str. 5.

<sup>100</sup> Ibidem, str. 7.

<sup>101</sup> Ako se, recimo, preduzeće koje proizvodi energiju više fokusira na prodaju a manje na proizvodnju, ono će svoju imovinu u budućnosti umanjiti što će smanjiti i njegov kapacitet zaduživanja, te će takvo preduzeće više ulagati u modalitete upravljanja rizicima i time u krajnjem isplaćivati manje dividende.

*Kao što poslovne odluke utiču na finansijsku politiku preduzeća, tako i finansijske odluke mogu uticati na poslovnu strategiju.*

Kao što poslovne odluke utiču na finansijsku politiku preduzeća, tako i finansijske odluke mogu uticati na poslovnu strategiju. Negativan primjer za to su, recimo, donesene poslovne odluke koje rezultiraju kod preduzeća visok finansijski leveridž, koji kasnije preduzeće učini finansijski neelastičnim što ugrožava njegov dalji rast i razvoj. Suprotno, preduzeće čije finansijske politike sadrže dobro upravljanje rizicima može stvoriti konkurentsku prednost u odnosu na druge nudeći proizvode i usluge koji ograničavaju i rizik kupaca. Stoga, menadžment koji razumije i prilagođava finansijsku politiku datim uslovima na tržištu može to iskoristiti za povećanje vrijednosti za akcionare.

### 3.1.2. Međusobna povezanost menadžmenta u sprovođenju strategija

Finansijska funkcija u preduzeću ima funkciju da menadžerima pomogne u upravljanju. Da bi se shvatilo kako im u ovom smislu pomoći, prvo mora biti jasno šta menadžeri rade. Jedan od načina da se opiše uloga menadžera je da se njihove aktivnosti klasifikuju prema sljedećim kategorijama:

- *Strateški menadžment.* Predstavlja ulogu menadžera u razvoju cjelokupnih ciljeva poslovanja, a zatim formulisanja dugoročnih planova koji se uklapaju u ove ciljeve. Kod formulisanja dugoročnih planova mogući pravci akcije (strateški) moraju biti utvrđeni i ocijenjeni. Poseban pravac akcije biće zatim izabran iz opcija koje su raspoložive u određenom vremenskom periodu i u skladu s kojim će imati najveći potencijal za postizanje specifikovanih ciljeva.
- *Operativni menadžment.* Odnosi se na svakodnevno upravljanje poslovanjem. Menadžeri moraju osigurati da događaji (aktivnosti) budu usklađeni s planovima koji su sačinjeni i moraju preduzeti odgovarajuće akcije kojima će se ovo omogućiti.
- *Rizik menadžment.* U prošlosti je borba sa rizikom izgledala sasvim drugačije nego danas. Jednostavno, taj rizik se *izbjegavao* prevencijom odnosno preduzimanjem odgovarajućih mjera zaštite poslovanja od gubitaka i šteta. Ovakav pristup nije vodio računa o stepenu izloženosti riziku te je zamijenjen novim, tj. upravljanjem rizicima i njihovo svodenje na prihvatljiv nivo.<sup>102</sup> Upravljanjem rizicima preduzeće zapravo otkriva, prepoznaje, procjenjuje i nadzire potencijalne rizike i gubitke kojima je izloženo. Riječ je o načinu rješavanja rizika s kojima se suočavaju u poslovanju, gdje rizici mogu proizići iz prirode poslovnih operacija i/ili načina na koji se finansira biznis.

Kao što se može vidjeti na narednoj slici, ove tri uloge menadžera ne predstavljaju odvojene i različite oblasti, već su međusobno povezane i prožimaju se u svakoj oblasti.

Slika 1.15: Uloga menadžera



<sup>102</sup> Prof. dr Branko Krsmanović: Korporativno upravljanje IT rizikom, Treći simpozijum SRRRS, Banja Vrućica, 2008, str. 180.