

Mr. SERGEJA SLAPNIČAR, asistent
Dr. SLAVKA KAVČIČ, redoviti profesor
Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, Slovenija
Faculty of Economics, University of Ljubljana, Slovenia

UDK 657:65.012.4
Primljeno: 20.04.1998.
Pregledni rad

RAČUNOVODSTVENE METODE PROCJENE USPJEŠNOSTI TOP MANADŽMENTA

Rad se bavi teorijskim postavkama procjene adekvatnosti računovodstvenih metoda za vrednovanje rada top menadžmenta. Vrlo često ekonomisti tvrde da je računovodstveno mjerenje profitabilnosti neadekvatno za vrednovanje rada top menadžmenta. Stoga je naš cilj analizirati u kojoj su mjeri one zaista adekvatne. Ključna karakteristika ocjene idealnog načina mjerenja profitabilnosti je njena usklađenost s temeljnim ciljem poduzeća a mjeri se porastom bogatstva vlasnika. Takva metoda predstavlja cilj menadžmenta, a istovremeno osigurava procjenu njegova rada. Dok je cijena dionica realno mjerilo uspjeha istovremeno se ne može prihvatiti kao učinkovito sredstvo za poticajne ciljeve.

U radu se komparira struktura menadžmenta korporacija u Njemačkoj s istima u Velikoj Britaniji i SAD-u, u cilju kreiranja modela razvoja slovenskog korporacijskog menadžmenta vodeći računa o ekonomskim i pravnim uvjetima u kojima ono djeluje. Nakon toga se razmatraju neka empirijska istraživanja koja proučavaju kongruenciju računovodstvenog profita i cijene dionica. Analiziraju se najčešći pokazatelji profitabilnosti kao i drugi pokazatelji koji se koriste za vrednovanje rada top menadžmenta. Kako se korporacije iz turističkog sektora susreću sa sličnim problemima u svezi kontrole menadžmenta, zaključak se rada može također primijeniti na brojna poduzeća tog sektora. Rad završava s diskusijom o implikacijama za daljnje računovodstveno istraživanje na tom području.

Ključne riječi: menadžment, mjerenje profitabilnosti, profit, zarada, računovodstveni pokazatelji.

1. DEFINICIJA PROBLEMA

Neoklasicistička teorija pretpostavlja da se individue ponašaju racionalno, a upravo je funkcija računovodstva da osigura sigurne informacije, koje će omogućiti racionalni proces donošenja odluka. Pod racionalnim ponašanjem u ovom modelu podrazumijeva se ono koje će omogućiti maksimiranje profita. U poduzeću u kojem ne postoji sukob interesa vlasnika i menadžera, ne naglašava se potreba motivacije onoga, koji donosi poslovne odluke. Tek teorija posrednika (1; 2; 3) postavlja pitanje ponašanja u uvjetima postojanja sukoba interesa između vlasnika i menadžmenta. Tada se postavlja potreba pripreme takvih informacija koje bi omogućile kontrolu poslovanja menadžmenta. Kontrola je uvijek potrebna, kada cilj onoga tko donosi odluke (menadžmenta) nije identičan ciljevima vlasnika. Vlasnici kontroliraju menadžment kroz stupanj ostvarenja poslovnih ciljeva pri čemu značajnu ulogu ima sustav nagrađivanja. Top menadžment delegira jedan dio svojih funkcija i

odgovornosti nižoj razini. Srednji menadžment tako postaje odgovoran za ispunjavanje onog dijela ciljeva za koje je top menadžment motiviran preko tako postavljenog sustava nagrađivanja. Informacijski sustav je fundamentalan element takvih odnosa jer omogućava onome koji nadzire da kroz sustav informacija realno ocijeni ispunjava li zadane ciljeve onaj koga treba nadzirati.

Računovodstvo je jedan od glavnih elemenata informacijskog sustava. Ono je toliko značajno, da ga državne vlade štite zakonskim obvezama prikazivanja određenih računovodstvenih informacija te standardima propisanim sadržajem i načinom vrednovanja ekonomskih kategorija. Međutim, financijsko izvješćivanje namijenjeno je u prvom redu eksternim korisnicima, a opet nije dostatno za interne korisnike.

Obzirom da top menadžment u odnosu na nižu razinu menadžmenta djeluje kao njegov nadređeni, od njega se zahtijeva da uspostavi interni informacijski sustav, koji dopušta praćenje procesa unutar poduzeća. Ovaj sustav poznat je kao menadžerski računovodstveni sustav i stvoren je da bi pomogao menadžmentu kod donošenja odluka o ciljevima koji se žele postići, ali i za kontrolu rezultata. Računovodstvo može osigurati vlasniku i nadređenima uvid u to da li niži menadžment postiže svoje ciljeve.

Pitanja kontrole u malim poduzećima u kojima vlasnici obično obavljaju i funkciju nadzornog menadžera, situacija je znatno drukčija, jer su vlasnici takvih poduzeća individualci ili obitelji. Stoga se ovaj rad ne bavi malim poduzećima, već upravo ustrojem formalnog kontrolnog sustava velikih i srednjih poduzeća, u kojima takav sustav mora biti implementiran, a za njegovo uspješno djelovanje potrebno je izraditi specijalni sustav računovodstvenih informacija.

Literatura koja se bavi računovodstvom u pravilu je ograničena na studije o ulozi računovodstva u kontroli, koji treba preuzeti menadžment unutar poduzeća, a započinje kontrolom top menadžmenta nad srednjim menadžmentom. U akademskim rasprava se dio te problematike ostavlja teoriji korporacijskih financija i upravljanju poduzećima (corporate governance), a ne i računovodstvu.

Od ključnog je značenja tko u poduzeću kontrolira izvršavanje postavljenih ciljeva menadžmenta. To može biti grupa dioničara koja ima kontrolni paket, banka kao kreditor¹ ili sam menadžment u slučaju disperznog vlasništva. Ribnikar (4) navodi i druge grupacije, koje odlučuju unutar poduzeća, a ne proizlaze iz vlasništva. U Sloveniji primjerice, u poduzećima sa velikim brojem zaposlenih vlast je u njihovim rukama².

U anglo-saksonskim zemljama s vrlo disperznim sastavom vlasništva upravljanje poduzećima (corporate governance) ovisi o kretanju na tržištu dionica (6)

¹ Takvi slučajevi poznati su u njemačkoj praksi, gdje banka može biti predstavnik dioničara.

² Zakon o suradnji radnika pri upravljanju (UL Republike Slovenije, br. 42/93) opredeljuje, "da se broj predstavnika radnika u nadzornom odboru odlučuje statutom poduzeća, ali ne može biti manji od trećine članova nadzornog odbora, u slučajevima kada je broj zaposlenih do 1.000 radnika, i ne manji od polovine članova nadzornog odbora, u slučaju kada je broj zaposlenih veći od 1.000 radnika." (79. član). Pravo do polovine odnosno trećine članova nadzornog odbora još ne omogućava preglašavanja zaposlenih nad vanjskim vlasnicima, a u slučaju, da su zaposleni istovremeno dioničari, onda su u većini.

jer je disperzirana vlasnička struktura uzrok, da je interes pojedinih vlasnika za nadzor nad ponašanjem njihovog posrednika nedovoljan. Stoga se pored unutarnjih kontrolnih mehanizama oblikuje i dodatni vanjski mehanizmi kontrole. To je u biti mehanizam preuzimanja poduzeća u kojem originalni vlasnici prodaju svoje dionice trećim licima za koje se procjeni da će upravljanje imovinom efikasnije ispunjavati očekivanja dioničara, no što to uspijeva postojeći top menadžment (7). Tako se posrednik javlja u ulozi opunomoćenika vlasnika koje zamjenjuje prethodni menadžment, a s glavnom zadaćom osiguranja kontrole vlasnika.

Da bi takav sustav kontrole bio uspješan potrebno je (6:2):

- veliki broj poduzeća, koja kotiraju na burzi,
- likvidno tržište kapitala, koje omogućava da se stvarno vlasništvo i pravo kontrole nad poduzećem mogu brzo i jednostavno zamijeniti, te
- malo kapitalnih povezivanja među poduzećima.

Uz to je potrebno da se donese takav sustav propisa koji će omogućiti da posrednici preuzimaju poduzeća jednostavno i s malim troškovima. Navedeno nije tipično za ekonomije u tranziciji, jer je takva vrsta kontrole top menadžmenta ograničena, pa čak i nemoguća, što nalaže potrebu da se razviju dodatne kontrole top menadžmenta.

Njemački sustav kontrole top menadžmenta potpuno je drugačiji od anglosaksonskog. Sa stanovišta drukčije vlasničke strukture gdje prevladavaju institucionalni dioničari, kontrola se provodi direktno kroz nadzorne odbore. Veliki institucionalni dioničari motivirani su da zaštite svoje interese preko utjecanja na politiku poduzeća, posebice iz razloga što brza prodaja velikog udjela dionica na tržištu kapitala nije moguća (8). U takvom modelu, u kojemu je ograničena kontrola menadžmenta na tržištu dionica, funkcija nadzornog odbora vrlo je značajna.

Situacija u slovenskim poduzećima slična je njemačkom modelu i time je potreba za uvođenjem kontrole top menadžmenta još i veća. Veliki broj autora u Sloveniji istaklo je značaj vlasničke strukture u Sloveniji, gdje je većina dioničara ujedno i zaposlena u poduzeću. S gledišta financiranja poduzeća svježim kapitalom takva vlasnička struktura ulijeva mnogo manje povjerenja novim potencijalnim vlasnicima, a sa gledišta kontrole nad menadžmentom može dovesti do smanjenja efikasnosti nadzornog odbora i daje slobodne ruke menadžmentu. U slučaju da su članovi nadzornog odbora istovremeno i zaposleni u poduzeću, onda je uloga nadzornog odbora, koji bi trebao štiti imovinu svih dioničara, poprilično smanjena (6).

Analize Agencije za privatizaciju Republike Slovenije (9) pokazuju da 63% slovenskih poduzeća ima više od 50% malih dioničara, koji su ujedno i zaposlenici koji posjeduju 12% agregatnog kapitala, što je u biti karakteristika malih poduzeća. Udio od 25% vlasništva malih dioničara nije zanemariva veličina.

Čini se da situacija u slovenskim poduzećima nije tako problematična, kao što to ističu neki slovenski autori, iz razloga što interno vlasništvo prevladava u malim poduzećima, gdje su najveći vlasnici najčešće istovremeno u ulozi menadžmenta

poduzeća. Problem unutarnjeg vlasništva ne postoji samo u tim poduzećima, nego i u svim onima, u kojima se nadzorni odbori sastoje od članova koji su najčešće iz redova zaposlenih.

Iako eksterni i interni vlasnici imaju za cilj maksimizirati svoju imovinu, kanali za postizanje toga mogu biti različiti, a njihovi interesi mogu dolaziti u konflikt. Interni dioničari, koji imaju u kontroli značajnu ulogu, mogu se okoristiti rezultatima poduzeća i prije nego što ga podjele sa drugim dioničarima: ili povećanjem plaća ili kroz opredjeljenja za veće sudjelovanje u raspodjeli profita jer u trenutku odlučivanja o raspodjeli čistog profita na skupštini, interni su vlasnici u prioritetnom položaju pred eksternim.

"Svrha organizacijske kontrole je uvijek promjena (ili sprječavanje promjene) u individualnom ili grupnom ponašanju. Poznato je, da je moguće upotrijebiti različita sredstva za postizanje te svrhe ... (10: 416)." Mogućnost i način kontrole je cilj onoga tko ima moć kontrole. No, informacije same nisu dovoljne da bi se moglo utjecati na ponašanje zaposlenih, već će one biti učinkovite samo onda ako na njima bude zasnovan sustav nagrađivanja. Usmjeravanje se postiže postavljanjem osnovnih ciljeva te uspostavljanjem sustava nagrađivanja, koji će povezati ciljeve i ostvareni rezultat kao i način motiviranja i nagrađivanja menadžmenta i zaposlenika. To znači da pitanje kontrole nije samo opće pitanje vlasništva nad poduzećem već i pitanje uspostavljanja i provedbe konkretnih metoda usmjeravanja ponašanja zaposlenika, sukladno cilju poslovanja.

2. PROFIT KAO KRITERIJ PROCJENE USPJEŠNOSTI POSLOVANJA TOP MENADŽMENTA

Financijski izvještaji su jedan od najvažnijih izvora informacija dioničara o menadžmentu od značaja za odluku o njihovu investiranju u poduzeće. *"Financijski izvještaji prikazuju rezultate aktivnosti menadžmenta odnosno njegove odgovornosti za imovinu koja im je bila povjerena. Korisnici, koji ocjenjuju uspješnost i odgovornost menadžmenta čine to, da bi mogli donositi poslovne odluke. Te odluke mogu biti na primjer da li zadržati ili prodati svoje udjele u poduzeću ili o tome da li promijeniti menadžment (11:44)".*

Menadžment kontroliraju oni koji su ih postavili na tu poziciju, pa ih mogu i razriješiti. U razmjerima kada su najutjecajnija interesna grupa dioničari, menadžment mora ispunjavati prvenstveno njihove ciljeve. Dioničare interesira prije svega profitabilnost njihove investicije te rizik uz koji ju je moguće postići. Top menadžment je dužan upravljati imovinom na način, da uz danu imovinu maksimizira gotovinski tijek, odnosno da osigura tekuću likvidnost.

Vrijednost poduzeća temelji se na sposobnosti da ostvari gotovinski tijek, te očekivanjima o njegovoj sigurnosti. Ako se dionicama trguje na tržištu kapitala, tada je profitabilnost ulaganja vlasnika ovisna ne samo od kretanja dividendi već i od fluktuacije cijene dionica na tržištu kojom se ostvaruje dobit ili gubitak od uloženog kapitala. Navedeni ciljevi dioničara znače, da je dužnost menadžmenta maksimizirati

vrijednost i položaj dionica na tržištu (cijenu dionice), pretpostavljajući da je tržište kapitala sposobno procijeniti postizanje gotovinskog tijeka i njegovu sigurnost, te da se to odražava na cijenu dionice. Iako bi to bilo moguće, ovo nije primarni cilj menadžmenta u procesu donošenja poslovnih odluka. U biti bi svaku dobru poslovnu odluku trebalo promatrati da li pozitivno utječe na cijenu dionice. Naime, tržišna cijena imovine nije adekvatna mjera uspješnosti menadžmenta čak ni u razvijenim zemljama, gdje je tržište kapitala bliže potpuno efikasnom: više od 50% fluktuacije cijena dionica uvjetovano je promjenama situacije općih gospodarskih uvjeta, a oko 13% fluktuacije ovisi o stvarnim činiocima (12:391). Povećana globalizacija financijskog tržišta uzrokuje da promjene kod opskrbe i potražnja na jednom tržištu utječu također na druga tržišta kapitala po cijelom svijetu. To ujedno znači da je utjecaj menadžmenta na profitabilnost dioničara sve manji.

Osnovno pitanje efikasne kontrole je, što koristiti kao mjeru efikasnosti poslovanja menadžmenta. Poteškoće, koje se tiču selekcije i oblikovanja mjera uspješnosti poslovanja su sljedeće (13:429):

- postupci menadžera ne mogu se pratiti neposredno, tako da menadžer ne može biti neposredno nagrađen za svoj rad u poduzeću;
- utjecaj i posljedice postupaka menadžera mogu se sagledati tek nakon dužeg razdoblja rada menadžera;
- nekontrolirani događaji utječu na posljedice menadžerskih postupaka.

Karakteristike dobre mjere uspješnosti poslovanja su:

1. *Usklađenost mjere s ciljevima vlasnika*: optimum izbora izabrane mjere kontrole mora voditi ka maksimiziranju imovine vlasnika;
2. *Neosjetljivost mjere na nekontrolirane događaje*: izabrana mjera mora biti ostvariva, što znači, da povećan trud posrednika dovodi do povećanja vrijednosti same mjere.

Ako na mjere uspješnosti utječu nekontrolirani elementi, to posredniku predstavlja rizik kojeg mu je potrebno kompenzirati čime se smanjuje očekivani prinos vlasnika jer se likvidna sredstva umanjuju zbog povećane nagrade posredniku koja je izazvana stupnjem rizika, pa takva mjera nije više optimalna ni za vlasnika. Procjena uspjeha menadžmenta i nagrađivanje može se temeljiti na vrijednosti dionica na tržištu, ali kao nezavisna mjera najčešće nije efikasna. Iz tog razloga je optimalnije koristiti kombinaciju mjera, između ostalog računovodstvene mjere, iako su one već uključene u cijenu dionica.

Uz cijenu dionica dioničarima je dostupno i godišnje financijsko izvješće, kao jedno od osnovnih izvora financijskih informacija. Stoga je profit jedan od najčešćih parametara za procjenu uspješnosti menadžmenta. Može se tvrditi, da je profit bolji indikator poslovanja menadžmenta nego što je to cijena dionica, obzirom na kriterij utjecajnih činitelja, koje nije moguće kontrolirati. Usprkos tome, javlja se pitanje, koliko profit kao mjera uspješnosti menadžmenta zadovoljava ciljeve dioničara.

Cilj dioničara je što veća profitabilnost investicije uz određeni rizik, međutim većina mjera uspješnosti počiva na profitu. Općenito prihvaćena Hicksova definicija prinosa imovine (prvi put objavljena 1946.) smatra prinosom iznos, kojeg se može

potrošiti u određenom razdoblju, a da se pri tom ne smanjuje imovina poduzeća, ne uključujući transakcije na kapitalu (14: 314).

$$EI_{t0-t1} = NW_{t1} - NW_{t0} + CT_{t0-t1}$$

EI_{t0-t1}	prinos tijekom određenog razdoblja
NW_{t1}	kapital na kraju razdoblja
NW_{t0}	kapital na početku razdoblja
CT_{t0-t1}	kapitalne transakcije tijekom razdoblja

Problem je ovakvog pristupa u dilemi, kako izmjeriti kapital. Obično se mjeri kao trenutna vrijednost budućeg gotovinskog tijeka, diskontiranog za adekvatni stupanj rizika. Prinos je razlika između sadašnjih vrijednosti budućeg gotovinskog tijeka i početne investicije (čista sadašnja vrijednost ili net present value). Tako izražen prinos bio bi idealna mjera za uspješnost menadžmenta jer njegovo povećanje znači istovremeno povećanje bogatstva vlasnika, iako se mogu pojaviti sljedeće poteškoće:

1. Iz razloga što se mjera bazira na anticipaciji budućeg gotovinskog tijeka, zamjera joj se subjektivnost. Pored toga na nerazvijenom tržištu kapitala teško je realno ocijeniti trošak kapitala, koji predstavlja stupanj diskontiranja;
2. Uobičajena je pretpostavka da je vrijednost dionica na financijskom tržištu najbolja ocjena ekonomske vrijednosti imovine. Na nju utječu očekivanja investitora o budućem gotovinskom tijeku, kojega može donijeti imovina. U slučaju radikalnih promjena očekivanja, kao na primjer kod burzovnog sloma, vrijednost imovine ne odražava poslovni uspjeh na kojeg utječe menadžment.

Visina profita zavisna je od kriterija po kojima se mjeri. U računovodstvu je korištenjem konta vremenskih razgraničenja moguće troškove, koji su već prouzrokovali gotovinski odliv prikazati u kasnijim razdobljima, dok se prihodi priznaju prije nastanka gotovinskih priliva. To omogućava izračunavanje ravnomjernijeg poslovnog rezultata, nego što bi to bilo temeljem gotovinskog tijeka, iako je takva realokacija troškova i prihoda često arbitrarna. Na nju može menadžment utjecati u okviru računovodstvenih politika. Zbog toga je ocjena dioničara o postizanju ciljeva po metodi profita otežana. Utjecaj na profit neutralizira se promatranjem dužih razdoblja, u kojima profit ne može biti precijenjen odnosno podcijenjen. Profit dužeg razdoblja je mnogo bolji indikator prinosa kapitala dioničara nego profit jedne poslovne godine.

Mnogo autora proučavalo je matematičku povezanost između profita i prinosa uloženog kapitala dioničara (15; 16; 17). Adekvatnost korištenja profita može se istražiti kao korelacija između profita i cijene dionice umjesto prinosa dioničara. Ako je varijabilnost cijene dionice izazvana varijabilnošću profita, može se tvrditi, da maksimizacija profita pozitivno utječe na rast cijena dionica. U tom je slučaju profit dobra mjera uspješnosti. Profit se može upotrijebiti u poduzećima koja kotiraju na burzi, ali i u onima kod kojih imovina vlasnika nije tržišno valorizirana.

Ball i Brown (19) su promatrali reakcije tržišta na neočekivanu promjenu u visini profita i došli su do spoznaje da su se realizirani profiti razlikovali od očekivanih, pa su se i cijene na tržištu kretale u istom smjeru. Također je utvrđeno, da se cijene dionica počinju mijenjati 12 mjeseci prije objave o promjenama u ostvarenom profitu. Autori vjeruju, da je 85 - 90% profita uključeno u cijenu dionica prije aktualne objave profita, odnosno da prinos dionica ubrzava objavu ostvarenog profita poduzeća. To znači, da investitori prate neračunovodstvene informacije pri oblikovanju svojih potraživanja. Dobro informirano tržište prepoznaje efekte ekonomskih događaja u trenutku njihovog nastanka, dok prepoznavanje tih događaja u računovodstvu zavisi od računovodstvenih načela. Iz toga proizlazi vremenski nesklad momenta objave profita koji se javlja nakon utvrđivanja prinosa dionica.

Warfield i Wild (20) potvrđuju, da što je kraće razdoblje izvješćivanja o profitu, to je veći efekt vremenskog zaostajanja profita za tržišnim prinosom i manja je moć objašnjenja profita³ kod prinosa dionice. U kraćem razdoblju izvješćivanja niži je broj ukupnih događaja, koji se odražavaju na cijenu dionice, a također i na profit. Izvještajna moć informacija o profitu za kvartal iznosi jednu četvrtinu te moći za pola godine, a manje od desetine izvještajne moći godišnjeg profita i manje od tridesetine izvještajne moći o profitu za dvije godine. Prilagođeni determinacijski koeficijent " R^2 " iznosi manje od 1% uz upotrebu kvartalnog profita i više od 39% uz upotrebu profita četverogodišnjeg razdoblja. To je konzistentno s prethodnom tvrdnjom, da je profit dobra aproksimacija prinosa na dugi rok u kojem realokacija troškova i prihoda gubi efekat.

Lev (21) je analizirao rezultate svih istraživanja korelacije prinosa dionica i profita od godine 1980 do 1988, koje su bile objavljene u publikacijama The Accounting Review, The Journal of Accounting Research i The Journal of Accounting and Economics. Otkrio je, da su autori tih istraživanja izvijestili o vrlo niskom " R^2 " na skali od 2 do 5%. Postavlja se pitanje za koje je razdoblje potrebno analizirati utjecaj neočekivanog profita na cijenu dionice. U slučaju, da je vremensko razdoblje vrlo kratko, ono bi moglo smanjiti efekt promjene cijene, dok u dužem razdoblju cijene odražavaju i posljedice utjecaja drugih činitelja. Produženje razdoblja promatranja povećava informativnu moć profita sa 2-5% (za razdoblje od 2 do 5 dana) na 4 - 7% (za kvartal ili godinu, pa sve do dvije godine), a u nekim uzorcima to iznosi čak i do 10%. Dodatno, Lev (21) je proveo sličnu analizu studiji Warfielda i Wilda (20). Pokušao je objasniti petogodišnji prinos dionica profitom istog razdoblja za 150 poduzeća i utvrdio je da je " R^2 " (35%) za oko 7 puta veći nego " R^2 " za kraće razdoblje.

Rezultati empirijskih studija autora su razočaravajući pošto je " R^2 " vrlo nizak, no usprkos tome što se nije ocjenjivala korisnost profita kao mjere uspješnosti menadžmenta, procjenjivana je informativna vrijednost profita. Kako cijene dionica odražavaju očekivanja dioničara o budućem gotovinskim tijeku, one već prije objave profita sadrže očekivani profit. Iz tog razloga može se tvrditi, da samo neočekivan profit direktno utječe na cijenu dionice ali istovremeno ima malu informativnu vrijednost. Svakako, promatraju li se zajedno očekivan i neočekivan profit značajni su

³ Izvještajna moć informacija o profitu je determinacijski koeficijent R^2 u regresiji profita od cijene dionice.

za investitore pa zbog toga utjecaj profita na prinos dioničara ne smije biti podcijenjen.

Utjecaj profita na cijenu dionice treba sagledati i u trenutku kada poduzeće iskazuje gubitak jer u tom slučaju uobičajeno dolazi do substancijskog pada cijene dionice.

Iako je vrijednost informacije o prinosu profita mala, to ne znači da treba odbaciti profit kao mjeru uspješnosti. Da bi se povećala moć informacije o promjeni profita, uvedene su neke nadopune u njegovo proučavanje, primjerice učinak dodatne vrijednosti i produženje razdoblja promatranja. Što je razdoblje promatranja dulje, profit bolje objašnjava prinos dionica. To dovodi do zaključka, da informacija o godišnjem profitu ima ograničenu korist za dioničare, jer samo višegodišnji profiti u kojima je eliminiran utjecaj metoda računovodstvenog vrednovanja, mogu bolje objasniti prinos dionica.

Rezultati takvih istraživanja dobiveni su analizom velikih tržišta kapitala na bazi velikih serija podataka o cijenama dionica i profita. Stoga se predviđaju za zemlje u tranziciji s manje efikasnim tržištem kapitala, puno lošiji rezultati. Usprkos tome, predviđa se, da bi zemlje u tranziciji s manje efikasnim tržištem kapitala imale čak i puno lošije rezultate. Da bi izračunali korelaciju utjecaja profita na cijene dionica, potrebne su duge serije podataka, pa je takva analiza na primjeru Slovenije, za sada vrlo ograničena (22: 91-92).

Kušar (22) navodi činjenicu da je na slovenskom tržištu kapitala oko 70% trgovine u rukama institucionalnih dioničara, čiji je temeljni cilj ostvarenje dobiti od uloženog kapitala. Stoga se javlja veća fluktuacija u usporedbi s tržištima većih dimenzija. Ponuda i potražnja na slovenskom tržištu ne odražavaju procjenu investitora o budućim prinosima, koje može realizirati realni sektor. Fluktuacija cijena u uvjetima privatizacije je pod utjecajem trenda prema konsolidaciji vlasništva. To znači, da je informativna vrijednost profita za cijenu dionice čak i manja nego na razvijenim tržištima kapitala. Iz tog je razloga primjena cijene dionice kao mjere za procjenu uspjeha znatno manja u Sloveniji nego u državama s velikim tržištem kapitala.

3. RAČUNOVODSTVENI POKAZATELJI KAO MJERILO ZA PROCJENU USPJEŠNOSTI MENADŽMENTA

Profit nije jako osjetljiv na one čimbenike koje menadžment ne može kontrolirati. Stoga je profit najčešća mjera uspješnosti. Određeni postupci menadžmenta se ne reflektiraju na profit u kratkom roku, ali su ključna karakteristika dugoročne uspješnosti poduzeća (npr. ulaganja u ljudski potencijal, istraživanje i razvoj itd.) pa je za osiguranje kvalitetne informacijske osnovice uobičajena kombinacija izvora koji uključuju i neračunovodstvene izvore (kao npr. tržišna pozicija, konkurencija...).

Uspješnost menadžmenta procjenjuje se s gledišta postizanja planiranog profita, ali često ne u apsolutnom nego u relativnom iznosu u odnosu na neke druge

ekonomske kategorije (kapital, prihod, imovina). Obzirom da je moguće maksimizirati iznose prema pokazateljima profitabilnosti i drugim aspektima poslovnih operacija, korisno je analizirati i pratiti pomake temeljem onih pokazatelja, koji utječu na profitabilnost. Od izuzetne je važnosti da je kontrolni sustav transparentan, razumljiv i konzistentan. Empirijske studije pokazuju, da veliki broj procjena financijske uspješnosti poslovanja ne može biti predmetom ugovora o nagrađivanju menadžmenta, a potrebna je i selekcija pokazatelja, a izbor pada na one koji su najinformativniji.

S uzorkom od 317 poduzeća Ittner (24) je analizirao faktore, koji su utjecali na težinu financijskih i nefinancijskih mjera uspješnosti u ugovorima o nagrađivanju glavnih menadžera. Znakovitost nefinancijskog mjerenja uspješnosti, koja utječe na plaću glavnog direktora, povećava se sa stopom inovacija, a u okvirima strategijske orijentacije na "Total Quality Management" u poduzeću ili iz razloga prepoznavanja nedostatka, ukorporiranih u financijske mjere.

Tablica 1. Mjere uspješnosti, koje se koristi u ugovorima o nagrađivanju glavnih direktora

<i>A.) % poduzeća, koja daju pozitivnu težinu financijskim mjerama u ugovorima o nagrađivanju (n = 312)</i>			
Brutto profit ili netto profit prije odbijanja poreza			25,3
Gotovinski tijek			12,8
Čisti profit			27,2
Profit po dionici			28,5
Prihodi od prodaje			13,7
Dodana vrijednost			0,9
Profitabilnost kapitala			19,5
Profitabilnost imovine			15,0
Profitna marža			3,8
Prinos dionice			4,4
Smanjenje troškova			7,6
Druge financijske mjere			15,3
Br. upotrebljenih financijskih mjera u ugovoru o nagrađivanju	Prosjek 1,7	Median 1,0	Q3 2,0
<i>B) % poduzeća, koja daju pozitivnu težinu nefinancijskim mjerama u ugovorima o nagrađivanju (n = 114)</i>			
Zadovoljstvo kupca			36,8
Zadovoljstvo zaposlenih			8,7
Kvaliteta usluga ili proizvoda			21,0
Produktivnost			14,9
Sigurnost zaposlenih			16,6
Tržišna pozicija			11,4
Nefinancijski strateški ciljevi			28,0
Poboljšanje procesa ili reinženjering			8,7
Razvoj novih proizvoda			6,1
Inovacije			2,6
Obrazovanje kadrova			7,0
Drugo			65,5
Br. upotrebljenih nefinancijskih mjera u ugovoru o nagrađivanju	Prosjek 2,3	Median 2	Q3 3,0

Izvor: 24: 240.

Ittner (24) navodi najčešće mjere koje se koriste za procjenu uspješnosti menadžmenta, koje se koriste u poduzećima. Tablica 1 pokazuje da se veći dio mjera temelji na računovodstvenim informacijama, izuzev gotovinskog tijeka i prinosa dionica. Interesantno je navesti, da poduzeća u ugovore o nagrađivanju uključuju prosječno samo jednu do dvije financijske mjere za procjenu uspješnosti menadžmenta. Manji broj poduzeća u ugovore o nagrađivanju uključuje i nefinancijske mjere za procjenu uspješnosti, i to obično više od dvije.

Profitabilnost kapitala (return on equity) je sa stajališta vlasnika najznačajniji i najčešće upotrebljeni pokazatelj, a objašnjava koliko uspješno menadžment upravlja imovinom vlasnika. No, pokazatelj ima i određene nedostatke, koji se trebaju sagledati ovisno o mogućnosti njihove upotrebe u svrhu kontrole (25: 57-61):

1. Ne uključuje efekte dugoročnih odluka menadžmenta, jer značajne strateške odluke koje bi trebale pridonijeti pozitivnom gotovinskom tijeku u dugom roku mogu u kraćim razdobljima rezultirati nedostatnim gotovinskim tijekom;
2. U velikoj mjeri ovisi o strukturi financijskog sustava, koji je značajan element rizika za poduzeće. Njegova veća vrijednost može ukazivati na veći rizik.
3. Pokazuje prinos knjigovodstvene vrijednosti kapitala, uz naznaku da bi vlasnici taj doprinos na vrijednost dionica mogli zaraditi samo u slučaju, kada bi dionice poduzeća kupili po knjigovodstvenoj vrijednosti, što u praksi nije slučaj.

Nadalje, potrebno je upozoriti na četvrti nedostatak:

4. Menadžment poduzeća može utjecati na računovodstveno iskazivanje profita i kapitala pa vlasnici trebaju biti svjesni i mogućnosti da menadžment izmanipulira ovu mjeru.

Profitabilnost imovine (return on assets) razlikuje se od profitabilnosti kapitala u tome, što ne uključuje utjecaj financiranja poduzeća i prema mišljenju određenih autora bolje pokazuje stvarnu uspješnost menadžmenta.

Dodana vrijednost je alternativna mjera profitabilnosti imovine. Pozadina koncepta je činjenica, da poduzeće zapravo generira vrijednost samo tada, kad je profit uložene imovine viši od oportunitetnih troškova te imovine. Iako je koncept bolji od prethodnog, izložen je istim problemima oko računovodstvene procjene sredstava i profita. Njegova druga komponenta je trošak kapitala. Obzirom da tržište zemalja u tranziciji nije regulirano zakonitostima kretanja kapitala, vrlo je teško utvrditi objektivne troškove kapitala. Da bi se osigurala kontrola menadžmenta, umjesto tih troškova bilo bi moguće koristiti traženi prinos kapitala za procjenu uspjeha menadžmenta.

Analiza obrtaja imovine (asset turnover) dodatno prikazuje uspješnost menadžmenta. U istim uvjetima brži obrtaj imovine pozitivno utječe na profitabilnost te imovine, a preko toga na profitabilnost kapitala. Općenito je profitna marža u negativnoj korelaciji s obrtajem imovine: viša profitna marža - niži obrt sredstava. Iz tog razloga ova dva pokazatelja treba proučavati zajedno.

Gotovinski tijek iz poslovanja kao mjera uspješnosti poslovanja menadžmenta

Pozitivni gotovinski tijek je u neposrednom interesu dioničara i manje je osjetljiv na nekontrolirane događaje, nego što su cijene dionica.

Profit je ravnomjerniji od gotovinskog tijeka zbog realokacije troškova i prihoda kroz različita razdoblja. Razlozi za tu realokaciju leže u vjerovanju, da ravnomjerniji profit daje bolju bazu za prognozu budućeg gotovinskog tijeka od neravnomjernog gotovinskog tijeka samog. Menadžment bi trebao generirati gotovinski tijek iz poslovanja, koji znači stvaran dodatan priljev kapitala. Iako gotovinski priljevi iz financijske i investicijske oblasti dodatno objašnjavaju poslovanje menadžmenta, oni ne mogu biti mjera uspješnosti. Gotovinski tijek iz poslovanja smanjuje težinu subjektivnosti računovodstvenih mjera, obzirom da menadžment ne može utjecati na priljeve i odljeve gotovine što je rezultat transakcija poduzeća s trećim licima.

4. ZAKLJUČCI I IMPLIKACIJE NA DALJNJA ISTRAŽIVANJA

Kako će informacije o uspješnosti utjecati na ponašanje ljudi ovisi o njihovoj primjeni. Obzirom da vlasnik želi utjecati na promjenu ponašanja menadžmenta, značajnije mjere za procjenu uspješnosti poslovanja trebaju biti umetnute u njihove ugovore o nagrađivanju i imati određenom težinu. Faktori, kojih menadžment ne može kontrolirati suviše utječu na cijenu dionice da bi ona mogla biti dobra mjera uspješnosti. Dugoročno promatrano utjecaj informacija o profitu na prinos kapitala dioničara je poprilično dobar, zbog čega se može profit primijeniti u svrhu kontrole. Profit ima utoliko veću moć objašnjavanja prinosa kapitala dioničara, ukoliko je duže razdoblje u kome se njihova relacija sagledava. Godišnji profit je nedovoljno informativan za kontrolne svrhe. Tek profit dužeg razdoblja, u kojem je utjecaj menadžmenta na njega znatno smanjen, bolja je informacija o uspješnosti menadžmenta na prinos uloženog kapitala dioničara. Naravno, vlasnici bi trebali učiniti sve, kako bi se manipulacija informacijama o profitu smanjila. Kako su računovodstvene mjere kratkoročne, njihov se nedostatak može smanjiti uključivanjem neračunovodstvenih mjera za procjenu uspješnosti poslovanja menadžmenta. Svako bi gospodarstvo trebalo težiti ka kreiranju takvih računovodstvenih standarda, koji bi omogućili oblikovanje informacija, relevantnih za kontrolu poslovanja ali i za procjenjivanje bogatstva vlasnika.

Suviše velik broj mjera za procjenu uspješnosti poslovanja reducira transparentnost i jednostavnost kontrolnog sustava, kojeg moraju shvatiti obje strane: vlasnik i njegov opunomoćenik odnosno posrednik. Mjere uspješnosti trebale bi biti usmjerene na proces odlučivanja menadžmenta. Obzirom da se poduzeća u turističkom sektoru također suočavaju sa sličnim problemima u kontroli menadžmenta, takvi zaključci su primjenljivi i na velika poduzeća tog sektora. Međutim, veliki dio turističkog sektora predstavljaju mala poduzeća, u kojima sustavi kontrole menadžmenta nisu tako formalni.

Velika dilema je, kome dati prioritet u kontroli: finansijskim ili nefinansijskim rezultatima. Kaplan i Norton (26; 27; 28), koji su početkom devedesetih razvili poznati model uravnoteženog mjerenja uspješnosti poslovanja (balanced scorecard), smatraju da nije potrebno jedan aspekt uspješnosti preferirati u odnosu na drugi. Uravnoteženo mjerenje uspješnosti sagledava uspješnost istovremeno s polazišta kupca, vlasnika, unutarnjih aktivnosti, inovacija i razvoja, s time da se o svakom polazištu izvještava sa tri do pet mjera.

Utjecaj mjera uspješnosti na kvalitet kontrolnog sustava izazov je za daljnja istraživanja. Na mnoga otvorena pitanja koja bi mogla pojasniti odnos između uspješnosti poduzeća i provođenog kontrolnog sustava, potrebno je tek tražiti. Obzirom na specifične pravne i ekonomske uvjete u kojima poduzeća posluju, bilo bi interesantno pronaći, koje računovodstvene i neračunovodstvene mjere najbolje sumiraju uspješnost menadžmenta, što utječe na nagrađivanja menadžmenta, do kojeg je stupnja povezano motiviranje zaposlenika, ocjenjena uspješnost i nagrađivanje itd. Najbolji način za proučavanje ovih odnosa je obrada slučajeva iz prakse i izrada studije koje će pojedinačno ponuditi odgovore na tražena pitanja.

LITERATURA

1. DEMSKI, Joel S., FELTHAM, Gerald A. (1978), Economic Incentives in Budgetary Control Systems. *The Accounting Review*, vol. 53 / 3, 336 - 359.
2. JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October 1976, 305 - 360.
3. ZIMMERMAN, Jerold L. (1979), The Cost and Benefits of Cost Allocations. *The Accounting Review*, vol. 54 / 3, 504 - 521.
4. RIBNIKAR, Ivan (1997), Corporate Governance of Non-financial Enterprises and Banks (in Slovene). *Bančni vestnik*, No. 10, 44 - 46.
5. Law on Workers' Co-management (Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju) (Official Gazette of Republic of Slovenia, No. 42/93)
6. GARROD, Neil (1996), Markets, Regulation, Ownership and Corporate Governance: The Case of Emerging Economies (Slovenija). Presented at the 50th Anniversary of Faculty of Economics Conference. Ljubljana: September, 18th - 19th 1996 (unpublished).
7. BEŠTER, Janez (1996), Takeovers and the Efficiency of the Capital Market (in Slovene). *Bančni vestnik*, vol. 45 / 10, 11 - 18.
8. MIHELČIČ, Miran (1995), Tudi upravljanje in ne (le) ravnateljstvo združb. *Gospodarski vestnik*, No. 32, September 1995, 63 - 66.
9. AGENCIJA ZA PRIVATIZACIJO, Puc Mira (1997), Comparison of Different Methods of Companies' Takeover - Legal Aspects (in Slovene). Seminar on Ownership Consolidation and Companies' Governance after Adoption of the Law on Takeovers. Central & Eastern European Privatisation Network and Agency for Security Market RS. Ljubljana: September 23th - 24th 1997 (unpublished).
10. CZARNIAWSKA-JOERGES, Barbara (1998), Dynamics of Organisational Control: The Case of Berol Kemi AB. *Accounting, Organisations and Society*, vol. 13 / 4, 415 - 430.

11. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: International Accounting Standards 1991/1992. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije. 1993.
12. MRAMOR, Dušan (1997), Some Aspects of Securities' Analysis (in Slovene). 29th Symposium on Contemporary Problems of Accounting and Corporate Governance. Bulletin. Portorož: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev, 389- 402.
13. FELTHAM, Gerald A., XIE, Jim (1994), Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations. *The Accounting Review*, vol. 69 / 3, 429 - 453.
14. REES, Bill (1990), Financial Analysis. London: Prentice Hall International.
15. KAY, J. A. (1976), Accountants, Too, Could Be Happy in a Golden Age: The Accountants Rate of Profit and The Internal Rate of Return. *Oxford Economic Papers*, vol. 28, 447 - 460.
16. PEASNELL, K. V. (1982), Some Formal Connections Between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 9 / 3, 361 - 381.
17. PEASNELL, K. V. (1982), Estimating The Internal Rate of Return from Accounting Profit Rates. *The Investment Analyst*, vol. 64, 26 - 31.
18. BRIEF, Richard P., LAWSON, Raef A.(1991), Approximate Error in Using Accounting Rates of Return to Estimate Economic Returns. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 18 / 1, 13 - 21.
19. BALL, R., BROWN, P. (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research (USA)*, Autumn 1968, 159 - 178.
20. WARFIELD, Terry D., WILD, John J. (1992), Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *The Accounting Review*, vol. 67 / 4, 821 - 824.
21. LEV, Baruch (1989), On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research (USA)*, vol. 27, Supplement 1989, 153 - 192.
22. DEŽELAN, Silva (1996), Capital Market Efficiency: Theory, Empirical Evidence and the Case of Slovenia (in Slovene). Master Dissertation. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. KUŠAR, Igor (1997), Problems of Capital Market Development in Slovenia. 29th Symposium on Contemporary Problems of Accounting and Corporate Governance. Bulletin. Portorož: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev, 381 - 388.
24. ITTNER, Christopher D., LARCKER, David F., RAJAN, Madhav V. (1997), The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts. *The Accounting Review*, vol. 72 / 2, 231 - 255.
25. HIGGINS, Robert C. (1995), Analysis for Financial Management. Chicago: Irwin.
26. KAPLAN, Robert S., NORTON, David P. (1992), The Balanced Scorecard - Measures That Drive Performance. *Harvard Business Review*, January - February 1992, 71 - 79.
27. KAPLAN, Robert S., NORTON, David P. (1993), Putting the Balanced Scorecard to Work. *Harvard Business Review*, September - October 1993, 134 - 147.
28. KAPLAN, Robert S., NORTON, David P. (1996), Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*, January - February 1996, 75 - 85.

Summary

ACCOUNTING MEASURES IN EVALUATING TOP MANAGEMENT PERFORMANCE

The paper provides a theoretical framework to assess the adequacy of accounting measures in the evaluation of top management performance. It has often been claimed by economists that accounting measures of profitability are inadequate measures of managerial performance. Our objective is to analyse whether accounting measures are appropriate performance measures. The key characteristics of an ideal performance measure are its congruence with the principal's goal (an increase in its value should reflect increase in wealth for owners of the firm) and its noisiness (it should be noiseless to uncontrollable events). Such a measure would act as both a target for management and an assessment of its performance in terms of achieving owners' goal. While a stock price is perfectly congruent measure, it is not likely to be an efficient measure for incentive purposes.

The article starts by contrasting the German corporate governance structure to the UK - USA one in order to find out the likely development of the Slovene corporate governance model by considering economic and legal circumstances in which the Slovene companies operate. Thereafter consideration is given to some of the empirical studies to examine the congruence of accounting profit and stock price. We then briefly overview the most widely used profitability ratios as well as additional accounting and non accounting information which help assess different aspects of top management performance. Since corporations in the touristic sector face similar problems regarding management control, the conclusions of the paper are as well applicable to the larger companies of the sector. The paper concludes with a discussion of the implications for further accounting research of this field.

Key words: corporate governance, performance measurement, profit, earnings, accounting ratios.