



UNIVERZITET U NIŠU  
EKONOMSKI FAKULTET  
Časopis „EKONOMSKE TEME”  
Godina izlaženja L, br. 1, 2012, str. 81-100  
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš  
Tel: +381 18 528 624 Fax: +381 18 4523 268

## IZBOR SISTEMA MERILA PERFORMANSI U PREDUZEĆU ORIJENTISANOM NA STVARANJE VREDNOSTI ZA AKCIONARE

**Predrag Stančić\***

**Milan Čupić\***

**Vladimir Stančić\*\***

**Rezime:** *Preduzeća opšti cilj poslovanja često definišu kao maksimiziranje vrednosti za akcionare. Ovako definisanom cilju su primerena merila koja uvažavaju iznos, dinamiku i rizik očekivanih novčanih tokova preduzeća. Cilj ovog rada je da, imajući u vidu ključne faktore stvaranja vrednosti, odredi mesto i ulogu merila performansi u nastojanjima menadžera da maksimiziraju vrednost za akcionare. Merila performansi su, pri tome, shvaćena ne samo kao kriterijumi za ocenu uspeha, već i kao instrumenti za usmeravanje i motivisanje menadžera i zaposlenih u preduzeću.*

**Ključne reči:** *vrednost za akcionare, prinos na uloženi kapital, stopa rasta, merila performansi, sistem merenja performansi.*

### Uvod

Preduzeća se u svom delovanju suočavaju sa različitim i često suprotstavljenim zahtevima velikog broja interesnih grupa. Ovaj problem posebno dolazi do izražaja prilikom definisanja primarnog cilja poslovne aktivnosti preduzeća. Iako se često u prvi plan ističu ciljevi poput maksimiziranja dobiti, rasta i razvoja preduzeća ili povećanja tržišnog učešća, nijedan od navedenih ciljeva nije dovoljno obuhvatan da obezbedi ispunjenje zahteva svih interesnih grupa. Neki autori (Lazonick, O'Sullivan 2000; Rappaport 2006; Stančić 2007; Todorović 2010) zato ističu da većina savremenih preduzeća kao misiju svoje poslovne aktivnosti navode povećanje vrednosti uloga vlasnika kapitala, shvaćene kao sadašnja vrednost budućeg slobodnog novčanog toka. Ovako definisan opšti cilj poslovanja, koji pored rezultata aktivnosti u razmatranje uzima i resurse uložene u

---

\* Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, e-mail: pstancic@kg.ac.rs, mcupic@kg.ac.rs

\*\* Student doktorskih studija Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Nišu, e-mail: vladastancic@hotmail.com

UDK 65.015.25, pregledni rad

Primljeno: 23.09.2011. Prihvaćeno: 29.12.2011.

stvaranje tih rezultata, smatra se dovoljno obuhvatnim da obezbedi zadovoljenje zahteva većine interesnih grupa (Jensen 2001; Bloxham 2003; Stančić 2006), a nalazi se u osnovi menadžmenta zasnovanog na kreiranju vrednosti preduzeća (Value-based management).

U osnovi svih modela stvaranja vrednosti se nalazi nekoliko faktora koji određuju iznos i sadašnju vrednost očekivanih novčanih tokova. To su prinos na uloženi kapital (ROIC), ponderisana prosečna cena kapitala (WACC), očekivana stopa rasta preduzeća i planski period (period tokom kojeg se očekuje da će preduzeće ostvarivati pozitivnu razliku između prinosa na uloženi kapital i ponderisane prosečne cene kapitala) (Arzac 1986; Arnold 2005). Vrednost je stvorena kada preduzeće uspe da ostvari pozitivan raspon performansi, tj. kada ROIC prevazilazi WACC. Negativan raspon performansi je pouzdan znak da se tekućom poslovnom aktivnošću umanjuje vrednost preduzeća. Iznos stvorene ili uništene vrednosti predstavlja umnožak uloženog kapitala i raspona performansi.

Sa zahtevom kreiranja vrednosti za akcionare povezana je neophodnost napuštanja tradicionalnih računovodstvenih (dobitak, stopa dobitka, stopa prinosa i sl.) i preorijentacija na savremena novčana i vrednosna merila performansi (ekonomska dodata vrednost, tržišna dodata vrednost, dodata novčana vrednost i sl.). Poslovna praksa i dalje uglavnom koristi merila bazirana na računovodstveno iskazanom dobitku (Ayadi, Dufrene, Obi 1996; Krstić 2003; Fitzgerald 2007). Iako je ovakav pristup jednostavniji, on rezultira samo delimično tačnim pokazateljima, budući da računovodstvena merila slabo korespondiraju sa faktorima koji određuju vrednost za akcionare (Stern 1974; Stewart, 2003; Rappaport 2005, 2006; Čupić 2011). Ovo potvrđuju brojne empirijske studije, koje ukazuju na to da su vrednosna merila, značajnije nego računovodstvena merila, povezana sa akcionarskim prinosima (Finegan 1991; Lehn, Makhija 1996; O'Byrne 1996; Wortington, West 2004; Wet, Toit 2007). Stančić (2005), s tim u vezi, ističe da za razliku od računovodstvenih, bolje teorijski fundirana, savremena vrednosna merila uvažavaju novčane tokove, kao i ključne finansijske i nefinansijske faktore koji određuju iznos stvorene vrednosti.

Menadžment treba da se postara za uspostavljanje sistema merenja performansi, usaglašenog sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare. Izabrana merila treba da omoguću ocenu istorijskih i predviđanje budućih performansi, da uvažavaju očekivanja ključnih stejkholdera preduzeća i pruže jasne smernice menadžerima i zaposlenima u vezi sa aktivnostima koje treba preduzimati u cilju maksimiziranja vrednosti. Raznovrsnost odluka koje treba doneti i raznovrsnost situacija u kojima se one donose ne daju za pravo menadžerima da se oslone samo na jedno merilo, niti samo na novčana i vrednosna merila, već na integrirani sistem merenja performansi.

### **Značaj merila performansi za maksimiziranje vrednosti**

Iako je još 1890. godine Maršal (Marshall 1947) promovisao ideju da rast akcijskog kapitala treba da bude osnovni zahtev koji se postavlja pred preduzeće, te da cenu akcijskog kapitala, kao oportunitetni trošak treba uključiti u ukupne troškove kapitala, preduzeća svoje delovanje prema cilju maksimiziranja vrednosti za akcionare odlučnije usmeravaju tek poslednjih tridesetak godina (Lazonick, O'Sullivan 2000; Jensen 2001; Todorović 2010). Trebalo je čekati gotovo čitav vek kako bi ova ideja bila prihvaćena u teoriji i praksi korporativnog upravljanja. Promenu ciljne usmerenosti preduzeća pratio je razvoj savremenih merila performansi, koje bitno određuju stvarni novčani tokovi i cena kapitala. Todorović (2010) ističe da su savremena merila performansi posebno korisna budući da menadžerima ukazuju na to kako mogu kreirati vrednost, dok Kaličanin (2005) ističe da ova merila treba da obezbede motivaciju menadžera u izboru i primeni onih opcija koje maksimiraju vrednost.

S obzirom na značaj merila performansi za ostvarenje cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare, brojni autori su se bavili izučavanjem razvoja merila performansi. Vernimen i saradnici (Vernimmen et al. 2009) ističu da su različite varijante računovodstvenog dobitka (neto dobitak, dobitak po akciji - EPS, poslovni dobitak - EBIT, dobitak pre kamate, poreza i amortizacije - EBITDA) dominantno korišćene do sredine 1980-ih, kada ih zamenjuju pokazatelji stope prinosa (stopa prinosa na akcijski kapital – ROE, stopa prinosa na uloženi kapital – ROIC, gotovinski prinos na uloženi kapital – CFROI). Od sredine 1990-ih, kada je upravljanje zasnovano na vrednosti (Value based management – VBM) počelo da dobija sve više pristalica, na značaju dobijaju vrednosna merila performansi (ekonomska dodata vrednost – EVA, ukupni prinos akcionara – TSR).

Sličan stav iznosi i Helfert i ukazuje da su do 1990-ih godina performanse preduzeća i menadžera najčešće bile ocenjivane na osnovu podataka i pokazatelja iz bilansa uspeha. Preovlađivalo je uverenje da će efikasnost i rentabilnost upravljanja imovinom biti maksimizirane ukoliko budu maksimizirani stopa dobitka i/ili apsolutni iznos dobitka (Helfert 2001). Kako je vremenom postalo jasno koliko ovakvo uverenje može biti pogubno po opstanak i razvoj preduzeća, menadžeri su počeli da se više oslanjaju na pokazatelje stope prinosa u cilju istovremenog praćenja profitabilnosti preduzeća i efikasnosti korišćenja imovine (Helfert 2001; Bloxham 2003). Ovo je bio značajan korak ka razvoju potpunijih pristupa merenju performansi i preispitivanju finansijsko-računovostvenih informacija.

Kreiranje i maksimiziranje vrednosti za akcionare, kao cilj finansijskog upravljanja, podrazumeva korišćenje merila performansi koja objektivno mogu da kvantificiraju promene vrednosti preduzeća. Merila performansi treba da pomognu u iznalaženju veze između prošlih ostvarenja i dugoročnog zdravlja preduzeća, s

jedne, i njene suštinske vrednosti, s druge strane. Odnosno, kako Dobbs et al. (2005) ističu, merila performansi treba da daju odgovor na sledeća tri pitanja:

1. Koliko je vrednosti kreirano u proteklom vremenskom periodu (onako kako je to iskazano u finansijskim izveštajima)?
2. U kojoj meri preduzeće poseduje kapacitete da kreira novu vrednost u budućnosti i koji rizici mogu onemogućiti kreiranje vrednosti?
3. Da li je procena aktuelne tržišne vrednosti preduzeća usaglašena sa vrednošću koja je kreirana i onom koja treba da bude kreirana?

Iako procena prošlih ostvarenja preduzeća deluje kao zadatak koji može uspešno biti ispunjen primenom osnovnih računovodstvenih pokazatelja (poslovni i neto dobitka), zbog mogućih manipulacija sa računovodstvenim podacima, to često nije slučaj (Rappaport 2005; Stančić 2005; Čupić 2011). Osim toga, brojna empirijska istraživanja nisu potvrdila pouzdanost ovih merila uspeha preduzeća na planu kreiranja vrednosti (Finegan 1991; Wet, Toit 2007). Verovatnije je da će merila, poput stope prinosa na uloženi kapital, ekonomskog dobitka ili ekonomske dodate vrednosti, koja su bliže povezana sa procesom stvaranja vrednosti, pružiti bolju sliku prošlih ostvarenja (Dobbs, Koller 2005; Čupić 2010). Bez obzira na to, imajući u vidu složenost vrednosnih merila, jednostavnija računovodstvena merila se smatraju solidnom procenom prošlih ostvarenja i nalaze široku primenu u praksi (Krstić 2003; Fitzgerald 2007).

Procena zdravlja preduzeća, odnosno njene sposobnosti da na dugoročnoj osnovi kreira vrednost, se ne može osloniti na računovodstvene pokazatelje (Ivanišević 2008), niti samo na ROIC i stopu rasta. Za tu svrhu je neophodno analizirati ključne faktore vrednosti koji kratkoročno, srednjoročno i dugoročno određuju proces stvaranja vrednosti. To je moguće učiniti primenom specifičnih merila, koja treba da omoguće ocenu doprinosa koje proizvodi, osoblje i procesi daju nastojanjima preduzeća da stvori vrednost za akcionare. Dobs i Koler (Dobbs, Koller 2005) su ova merila svrstali u četiri grupe, na sledeći način:

1. Kratkoročna merila obuhvataju merila efikasnosti prodaje (tržišno učešće, lojalnost kupaca, tempo razvoja distributivne mreže itd.), merila produktivnosti poslovnih rashoda (troškovi proizvodnje, troškovi isporuke itd.) i merila efikasnosti korišćenja imovine (racija aktivnosti, upravljanje imovinom itd.).
2. Srednjoročna merila obuhvataju merila održivosti prodaje (snaga imena marke, zadovoljstvo klijenata itd.), merila upravljanja troškovima (mogućnosti za snižavanje troškova i konkurisanje putem troškova) i merila upravljanja imovinom (održavanje imovine, modernizacija itd.).
3. Dugoročna merila ukazuju na sposobnost preduzeća da održi svoju poziciju u tekućim poslovnim aktivnostima i da uoči i iskoristi nova poslovna područja. Preduzeće mora neprestano da ocenjuje izazove, poput novih tehnologija ili promena u navikama potrošača, koji bi mogli da ugroze

### **Izbor sistema merila performansi u preduzeću orijentisanom na stvaranje vrednosti za akcionare**

---

njenu trenutnu poziciju u okruženju. Ove izazove je teško preciznije definisati, tako da se preduzeća moraju osloniti na kvalitativna merila. One moraju sagledati mogućnosti za saradnju sa drugim preduzećima, ulazak na nova tržišta itd.

4. Merila organizacionog zdravlja treba da pomognu u oceni kapaciteta (osoblja, njihovih veština, organizacione kulture i sl.) preduzeća da u budućnosti kreira vrednost za akcionare.

Sve četiri grupe merila omogućavaju analizu i sagledavanje uticaja specifičnih faktora vrednosti na ROIC i stopu rasta, a indirektno na diskontovanu vrednost očekivanih novčanih tokova i tržišnu vrednost preduzeća. U idealnim uslovima, na efikasnom tržištu, cena običnih akcija i drugi tržišni pokazatelji bi bili dovoljni za procenu ostvarenja i zdravlja preduzeća (Stančić 2006). Budući da to nije tako, menadžeri i investitori, u cilju merenja tržišne vrednosti preduzeća, kao rezultat odgovarajuće kombinacije faktora vrednosti, treba da se oslone na više tržišnih merila performansi, kao što su tržišna dodata vrednost i ukupni prinos akcionara (Stančić 2007). Sva merila performansi treba da budu povezana sa faktorima vrednosti i tržišnim očekivanjima, tako da omoguće sagledavanje sposobnosti preduzeća da na dugoročnoj osnovi kreira vrednost.

Za velika, složena preduzeća, osim ove vremenske dimenzije, bitna je i prostorna, unutarorganizacijska dimenzija merenja performansi. Diversifikovana preduzeća, sa mnoštvom poslovnih jedinica, moraju se osloniti na brojna merila prilagođena potrebama različitih organizacionih nivoa. Merila primerena potrebama na vrhu preduzeća i u poslovnim jedinicama teško se mogu upotrebiti na nižim organizacionim nivoima, i obrnuto. Zato Mejer (Meyer 2002) ističe da u ovakvim preduzećima posebnu pažnju treba posvetiti prilagođavanju i kombinovanju merila na sledeći način:

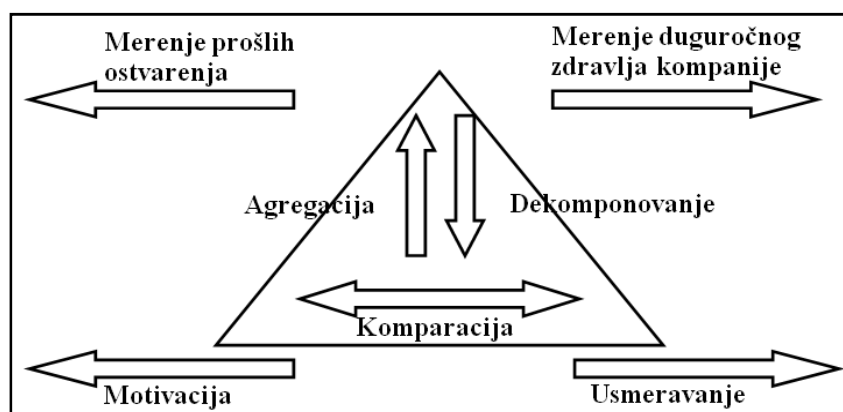
- dekomponovanje agregatnih merila korisnih na nivou preduzeća i u poslovnim jedinicama, poput EVA i TSR, kako bi mogla da prenesu očekivanja i smernice menadžerima i zaposlenima na operativnom i nivou radnih grupa i
- agregiranje specifičnih merila performansi korisnih na operativnom i nivou radnih grupa (npr. zadovoljstvo potrošača, gotovinski ciklus), kako bi mogla da ukažu na posledice njihovih akcija za poslovne jedinice kojima pripada i preduzeće. (Meyer 2002, 28-31)

Merila performansi, pored kontrolne funkcije, koja podrazumeva kvantifikovanje prošlih i procenu budućih ostvarenja, imaju još dve važne funkcije: 1) razvojna i usmeravajuća funkcija, jer predstavljaju važno pomoćno sredstvo za definisanje strategija preduzeća i poslovnih jedinica i alokaciju resursa na alternativne upotrebe i 2) motivaciona funkcija, jer omogućavaju merenje učinaka menadžera i ostalog osoblja u okviru sistema podsticaja i kompenzacija. Ukoliko

sposobnost preduzeća da stvara vrednost primarno zavisi od efikasnosti upravljanja obrtnom imovinom, menadžment treba da se usmeri na unapređenja koja će rezultirati povećanjem brzine obrta pojedinih stavki obrtne imovine. Za te svrhe menadžment na raspolaganju treba da ima merila direktno povezana sa obrtnom imovinom (koeficijenti obrta, pokazatelji naplate i sl.). Ovako konkretizovana merila, direktno povezana sa faktorima vrednosti mogu poslužiti kao solidna osnova za merenje doprinosa zaposlenih i menadžera, na različitim organizacionim nivoima, realizaciji opšteg cilja preduzeća.

Mejer (2002) je ukazao na sedam zahteva koje menadžeri i investitori postavljaju pred merila performansi (slika 1). Zahtevi koji se postavljaju pred merila u malim i jednostavnim preduzećima, prikazani su izvan organizacione piramide, dok su dodatni zahtevi od značaja za velika i složena preduzeća predstavljeni unutar te piramide. Zahtevi koji se odnose na merenje prošlih ostvarenja i dugoročnog zdravlja preduzeća predstavljeni su pri vrhu piramide, jer su merila koja ispunjavaju ove zahteve od koristi na vrhu preduzeća. Zahtevi u pogledu motivisanja i usmeravanja su prikazani pri dnu piramide, jer su merila koja ispunjavaju ove zahteve korisna za poslovne jedinice, menadžere i zaposlene.

**Slika 1: Sedam svrha merila performansi**



*Izvor: Meyer (2002)*

### **Razlozi za uspostavljanje sistema merenja performansi**

Preduzeća koja kao opšti cilj poslovne aktivnosti vide maksimiziranje vrednosti za akcionare, posebnu pažnju treba da usmere na razvoj finansijskog informacionog sistema, koji će omogućiti merenje stvorene vrednosti i motivisati menadžere i zaposlene na stvaranje vrednosti (Stančić 2007a). Budući da ove zadatke ne može u svakoj situaciji da ispuni samo jedno merilo, ma kako ono sveobuhvatno bilo, u finansijskoj teoriji se već dugo raspravlja o uslovima koje merilo treba da ispuni kako bi bilo označeno idealnim (Myers 1996).

**Izbor sistema merila performansi u preduzeću  
orijentisanom na stvaranje vrednosti za akcionare**

Morin i Džarel (Morin, Jarrell 2001) su istakli da je, za izbor odgovarajućih merila performansi, neophodno razviti kriterijume za poređenje različitih merila. Oni predlažu sledećih šest kriterijuma: 1) **preciznost merenja** - stepen u kojem merilo uvažava iznos, dinamiku i rizik očekivanih novčanih tokova; 2) **podobnost za stratejsko odlučivanje** - podobnost merila da oceni isplativost nameravanih strategija i da posluži kao osnova za stratejsko odlučivanje; 3) **merenje performansi i kompenzacije** - podobnost merila da pruži preciznu procenu učinka zaposlenih, da posluži kao osnova za procenu primerenih kompenzacija i da motiviše zaposlene da preduzimaju samo one aktivnosti koje vode maksimiziranju vrednosti; 4) **stepen složenosti** - složenost obračuna i komuniciranja merila eksternim korisnicima, operativnim menadžerima i zaposlenima; 5) **primenjivost na različitim organizacionim nivoima** - primenljivost merila na različitim organizacionim nivoima, kao i mogućnosti za dekompoziciju merila na faktore vrednosti primerene nižim organizacionim nivoima; 6) **stabilnost merenja** – svojstvo merila da u različitim fazama razvoja preduzeća (osnivanje, rast, zrelost, opadanje), različitim fazama privrednog ciklusa (ekspanzija ili recesija) i/ili različitim uslovima na finansijskom tržištu (rastuće ili opadajuće tržište) pouzdano oceni performanse preduzeća.

**Tabela 1: Uporedna analiza merila performansi**

Merila performansi	1	2	3	4	5	6
ROA	-	-	-	+	+	+
NPV	+	+	-	-	+	+
APV	+	+	-	-	+	+
EVA	-	-	-	?	+	?
SVA	+	+	+	-	+	+
MVA	?	+	?	+	-	-
IRR	?	-	-	+	+	+
CFROI	-	-	-	-	+	+
TSR	+	+	?	+	-	-
TBR	+	+	-	+	+	+

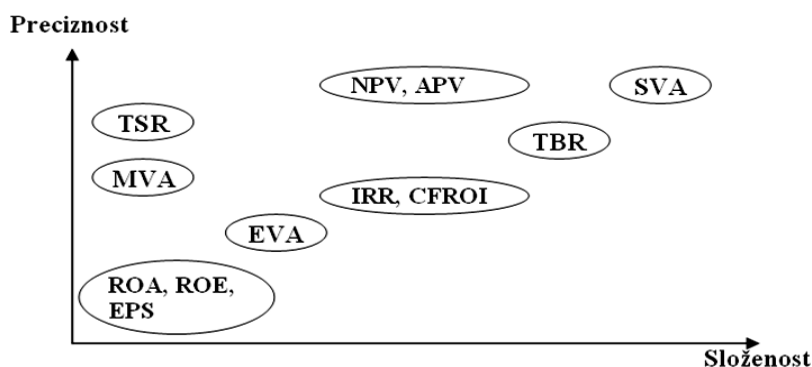
Polazeći od kriterijuma koje su razvili Morin i Džarel, uz uvažavanje nalaza do kojih su došli neki drugi autori (Damodaran 1999; Helfert 2001; Bouwens, Spekle 2007; Wet, Toit 2007; Cwynar 2008; Todorović 2010), u tabeli 1 su analizirana merila performansi koja se u teoriji i praksi najčešće pominju i koriste. Kriterijumi su dati u zaglavlju tabele i numerisani kao u prethodnom pasusu. Znak + ukazuje na to da pojedinačno merilo zadovoljava kriterijum, znak – ukazuje na to da pojedinačno merilo ne zadovoljava kriterijum, dok znak ? ukazuje na to da merilo delimično i samo u specifičnim situacijama zadovoljava kriterijum

za ocenu. Iz tabele 1 se može zaključiti da najviše kriterijuma ispunjavaju ukupni poslovni prinos (TBR) i dodata vrednost za akcionare (SVA), dok najmanje kriterijuma ispunjavaju EVA i CFROI.

Po analogiji sa pristupom koji Stančić i Stančić (2010) koriste za ocenu merila likvidnosti, alternativno je moguće izdvojiti sledećih 6 kriterijuma koje idealno merilo performansi treba da ispuni: 1) primenljivost za različite svrhe i vremenske horizonte analize; 2) sposobnost da obuhvati sve ključne faktore vrednosti; 3) selektivnost u smislu eliminisanja iz analize svih faktora koji ne utiču na proces stvaranja vrednosti; 4) mogućnost direktnog merenja performansi; 5) jednostavnost procene performansi na bazi podataka koji su dostupni kako analitičarima unutar, tako i izvan preduzeća; 6) uporedivost izmerenih performansi u prostoru i vremenu.

Iako je malo verovatno da će bilo koje merilo performansi ispuniti zahteve svih postavljenih kriterijuma, oni predstavljaju koristan okvir za analizu prednosti i nedostataka različitih merila. Na osnovu okvira za izbor menadžeri mogu doneti odluku da koriste više merila performansi, na primer jedno za stratejsko odlučivanje, a drugo za procenu efekata ranije donetih odluka. Morin i Džarel (2001) ističu da se sa povećanjem složenosti, povećava preciznost merila performansi (slika 2). Tako merila relativno složena za izračunavanje i komuniciranje, poput SVA, neto sadašnje vrednosti (NPV) i prilagođene sadašnje vrednosti (APV), pružaju relativno preciznu procenu vrednosti stvorene za akcionare. Međutim, budući da podrazumevaju primenu metoda diskontovanja očekivanih novčanih tokova, podložna su manipulacijama od strane menadžera, čije se performanse ocenjuju na osnovu ovih merila i gotovo su neupotrebljiva za procenu performansi operativnih menadžera i ostalih zaposlenih (Damodaran 1999). S druge strane, merila laka za izračunavanje i komuniciranje, poput ROA ili ROE, mogu biti jako nepouzdana, jer su zasnovana isključivo na računovodstvenim podacima koji mogu imati malo ili nimalo veze sa stvarnim novčanim tokovima (Stančić 2007).

Slika 2: Preciznost i složenost nekoliko merila stvorene vrednosti



Izvor: Prilagođeno prema Morin, Jarrell (2001)



### **Izbor sistema merila performansi u preduzeću orijentisanom na stvaranje vrednosti za akcionare**

---

U pogledu organizacionog nivoa na kojem se mogu koristiti sa uverenjem da će dati pouzdane smernice i korisnosti za različite stekholdere, Helfert (Helfert 2001) je najpoznatija merila klasifikovao, imajući u vidu sledeće tri grupe stekholdera: menadžeri, akcionari i kreditori. Menadžeri su tako zainteresovani za poslovnu i investicionu efikasnost, efikasnost zaposlenih, adekvatnu upotrebu resursa, sve u kontekstu cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare i uspešne implementacije korporativnih i operativnih strategija. Akcionari su zainteresovani za prinose koje preduzeće zarađuje korišćenjem njihovog kapitala i očekuju rastuće dobitke, novčane tokove i dividende, koji zajedno treba da doprinesu povećanju njihovog bogatstva. Kreditore zanimaju likvidnost i novčani tokovi preduzeća, stepen zaduženosti i vrednost imovine, kako bi mogli da procene sposobnost preduzeća da odgovori na svoje obaveze.

Feltam i Ksi (Feltham, Xie 1994) su ukazali na nekoliko faktora, koji otežavaju merenje stvorene vrednosti i uslovljavaju korišćenje seta merila. Oni su te faktore opisali na sledeći način: a) efekte aktivnosti menadžera i zaposlenih nije moguće izmeriti direktno, b) teško je proceniti pune efekte preduzetih aktivnosti, jer ih nije moguće precizno prostorno i vremenski ograničiti, c) zbog uticaja nekontrolabilnih faktora, teško je proceniti stvarne efekte preduzetih aktivnosti, d) menadžeri i zaposleni ne postupaju uvek u skladu sa interesom preduzeća i akcionara. Bouvens i Spekle (Bouwens, Spekle 2007) su, slično, ukazali na tri potencijalna nedostatka pojedinačnih merila performansi. To su: a) neosetljivost, b) smetnje i c) nekongruentnost.

Merila performansi treba da pomognu menadžerima da donesu odluke o budućim aktivnostima, kao i da izmere efekte tih aktivnosti. Kako bi ispunila ovu svrhu, ona treba da budu osetljiva na aktivnosti koje iniciraju i sprovode menadžeri. Ukoliko su **neosetljiva**, ona neće biti u stanju da pruže pouzdane i objektivne informacije neophodne za donošenje i procenu isplativosti odluka. Tada će se izmerena vrednost razlikovati od stvorene vrednosti. Na primer, ako menadžeri procenjuju uspeh prodavnice na osnovu ostvarenih prihoda od prodaje, moguće je da neće primetiti uspeh prodavaca mereno satisfakcijom potrošača. U perspektivi povećanje satisfakcije potrošača može uticati na povećanje prihoda i stvorene vrednosti za akcionare.

Razlika između stvorene i izmerene vrednosti može nastati i kao rezultat uticaja nekontrolabilnih faktora (**smetnje**), na koje menadžeri i zaposleni nisu uticali. Menadžer može dati doprinos stvaranju vrednosti eliminisanjem nekih nepotrebnih utrošaka. Međutim, ako se doprinos menadžera stvaranju vrednosti procenjuje na osnovu visine neto dobitka, moguće je da njegov doprinos neće biti uočen zbog uticaja nekontrolabilnih faktora, poput povećanja cena sirovina.

Merilo performansi je **nekongruentno** ako dozvoljava menadžerima da preduzmu aktivnosti koje nisu u skladu sa ciljem stvaranja vrednosti i ukoliko takve aktivnosti pozitivno ocenjuje (pogledati Cwynar 2008). Na primer, ako je

mera uspeha menadžera visina dividendnih isplata, tada oni mogu biti podstaknuti da tekuće ostvarene prinose raspodeljuju u potpunosti, iako to ne mora biti u skladu sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare. Dakle, dok neosetljivost i smetnje utiču na pojavu razlike između stvorene i izmerene vrednosti, te tako utiču i na visinu nagrada i bonusa za menadžere i zaposlene (Baker 2002), dotle nekongruentnost utiče na pojavu razlike između željenih i ostvarenih rezultata.

Malo je verovatno da jedno merilo može istovremeno biti lišeno sva tri nedostatka. Kongruentno merilo je vrlo često nedovoljno osetljivo i pod uticajem nekontrolabilnih faktora. Na primer, cena akcija je merilo usklađeno sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare, ali je pod uticajem nekontrolabilnih faktora i nedovoljno osetljivo na aktivnosti operativnih menadžera. S druge strane, ROA je uglavnom osetljiva na aktivnosti operativnih menadžera i nedovoljno usklađena sa opštim ciljem poslovanja (Merchant 2006). Takođe, savršeno kongruentno merilo može pomoći menadžerima da donesu najbolju odluku, ali oni neće uložiti maksimalni napor u realizaciju te odluke ukoliko je merilo pod uticajem nekontrolabilnih faktora. Zato menadžeri mogu biti skloni da koriste osetljiva i merila bez smetnji, čak i ukoliko su nekongruentna, samo da ne bi ugrozili svoje bonuse (Baker 2002). S tim u vezi se preporučuje korišćenje seta merila, pri čemu primarno merilo performansi treba da bude kongruentno, dok dodatna merila treba da budu osetljiva i bez smetnji (Feltham, Xie 1994; Baker 2002; Bouwens, Spekle 2007). Na taj način će menadžeri donositi prave odluke, dok će efekti aktivnosti i nagrade biti precizno izmereni.

### **Uspostavljanje sistema merenja performansi**

Sistem merenja performansi se može definisati kao set merila, koji omogućava menadžerima da se suoče sa velikim brojem poslovnih aktivnosti i njihovom kompleksnošću, te da se pravovremeno i na pravi način fokusiraju na ključne faktore vrednosti. Ovaj sistem treba da zadovolji različite informacione zahteve, ukaže na efikasnost upotrebe materijalnih i nematerijalnih resursa i izmeri doprinos zaposlenih, menadžera i delova preduzeća realizaciji opšteg cilja preduzeća. Dizajn sistema merenja performansi podrazumeva izbor i definisanje odgovarajućeg seta merila performansi, njihovo međusobno povezivanje, kao i povezivanje sa internim i eksternim okruženjem. Svaka dimenzija sistema merenja performansi treba da bude dizajnirana na način koji će obezbediti konzistentnost čitavog sistema, kao i ostvarenje cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare.

Ključna osobenost uspešno dizajniranog sistema merenja je sklad između merila performansi, s jedne, i ciljeva i strategija preduzeća, s druge strane. Međutim, upravo je jedna od osnovnih grešaka koju preduzeća čine neuspeh da se poveže sistem merenja sa strategijama preduzeća (Ittner, Larcker 2003; Marr 2004). U globalnoj studiji o upravljanju performansama, Nili i saradnici (Neely et al. 2007) su otkrili da preduzeća sistem merenja uglavnom koriste taktički, a ne

### **Izbor sistema merila performansi u preduzeću orijentisanom na stvaranje vrednosti za akcionare**

---

strategijski. Preduzeća smatraju da su procena performansi, usmeravanje zaposlenih i unapređenje poslovne efikasnosti najvažniji zadaci sistema merenja, dok eksterno izveštavanje, ocenu strategija i strategijsko planiranje smatraju manje važnim zadacima. Itner i Larker (Ittner, Larcker 2003) ističu da preduzeća koja ne povežu sistem merenja sa strategijama i faktorima vrednosti omogućavaju menadžerima da koriste merila i da njima manipulišu u cilju samopromocije i ostvarivanja visokih bonusa. Takođe, ukazuju na to da preduzeća treba da razviju kauzalni model zasnovan na pretpostavkama u strategijskom planu.

Prilikom uspostavljanja sistema merenja performansi u obzir treba uzeti sledeće zahteve:

- **Istovremena realizacija dugoročnih i kratkoročnih ciljeva.** Iako menadžeri treba da budu usmereni na kreiranje vrednosti u dugom roku, ne treba zaboraviti da je neophodan uslov za realizaciju ovog cilja opstanak preduzeća u kratkom roku. Sistem merenja performansi zato treba da omogući merenje efekata dugoročnih, strategijskih odluka i kratkoročnih, operativnih odluka.
- **Usklađivanje interesa akcionara i menadžera.** Vlasnici pokušavaju da pronađu mehanizme koji će navesti menadžere da donose samo one odluke koje će maksimizirati vrednost stvorenu za vlasnike. Najčešće je to podsticajni sistem menadžerskih naknada u čijoj osnovi treba da se nađu merila performansi koja će poslužiti za procenu visine naknade primerene postignućima.
- **Usklađivanje aktivnosti na različitim nivoima u preduzeću.** Pošto menadžeri na nižim organizacionim nivoima ponekad donose odluke koje nisu u skladu sa ciljevima definisanim na vrhu preduzeća, može se javiti problem postizanja unutarorganizacijske ciljne usklađenosti. Sistem merenja performansi tada treba da sinhronizuje i koordinira aktivnosti svih delova preduzeća i da pruži smernice za delovanje.

U procesu kreiranja sistema merenja performansi u vidu treba imati i karakteristike organizacione kulture, zahteve svih interesnih grupa i neophodnost vertikalnog i horizontalnog, povezivanja različitih merila.

Rapaport (Rappaport 2005) ističe da je usmerenost na zaradu u kratkom roku najveća prepreka za uspešno korporativno upravljanje i kreiranje vrednosti u dugom roku. On smatra da su unapređenja forme i sadržine finansijskih izveštaja preduzeća, kao i podsticaji osmišljeni tako da odlože deo menadžerskih bonusa dok makar deo neizvesnosti u vezi sa performansama menadžera ne bude otklonjen pouzdan način za prevazilaženje ove usmerenosti, što u krajnjem treba da menadžere približi akcionarima i poveća alokativnu efikasnost tržišta. Takođe, preduzeća često kreiraju sistem merenja koji ne uzima u obzir nematerijalnu imovinu, koja je važan faktor stvaranja vrednosti u većini preduzeća (Marr 2004).

Preduzeća mogu izbeći ovaj previd identifikovanjem direktnih kauzalnih veza između faktora stvaranja vrednosti i merila performansi.

Iako nije neophodno, ni moguće, da sva merila performansi ispune sve posebne zahteve i kriterijume, neophodno je da u sistem merenja performansi budu uključena kongruentna, osetljiva i merila bez smetnji (Feltham, Xie 1994; Bouwens, Spekle 2007), kao i finansijska i nefinansijska merila (Itner, Larcker 2003). Tada menadžment preduzeća može menadžerima na nižim organizacionim nivoima i ostalim zaposlenima da prenese očekivanja akcionara u pogledu stvaranja vrednosti, da ih motiviše na puni doprinos uspehu preduzeća i da ih nagradi u skladu sa datim doprinosom.

Brojni su pristupi razvoju sistema merenja performansi (Ghalayini, Noble 1996; Neely et al. 1996, 2000; Artley, Stroh 2001; Dobbs et al. 2005). Najpoznatiji među njima su balansirana lista merila (Kaplan, Norton 1992), integrisano merenje performansi (Nanni et al. 1992), merenje performansi u uslužnoj delatnosti (Brignall, Ballantine 1996), i prizma performansi (Neely et al. 2001). Uprkos nekim razlikama, svi oni podrazumevaju razvoj sistema merenja kroz nekoliko faza. Kigan i saradnici (Keegan et al. 1989) su te faze sistematizovali na sledeći način: a) definisanje strategijskih ciljeva preduzeća i njihovo dekomponovanje u cilju definisanja ciljeva poslovnih jedinica i usmeravanja menadžerskih aktivnosti, b) izbor merila performansi relevantnih za čitavo preduzeće i niže organizacione nivoe i c) komuniciranje očekivanja u pogledu stvaranja vrednosti i poželjnih merila performansi menadžerima i zaposlenima i periodična provera sistema merenja performansi.

**Slika 3: Ciljevi, podsticaji i nagrade**

Menadžment preduzeća	Eksterna merila vrednosti: TSR, WAI, MVA, MBR
Menadžeri poslovnih jedinica	Diskontovani novčani tok, SVA, EP, EVA
Poslovne funkcije	Faktori vrednosti: npr. cena koštanja, zadovoljstvo potrošača

*Izvor: Arnold (2005)*

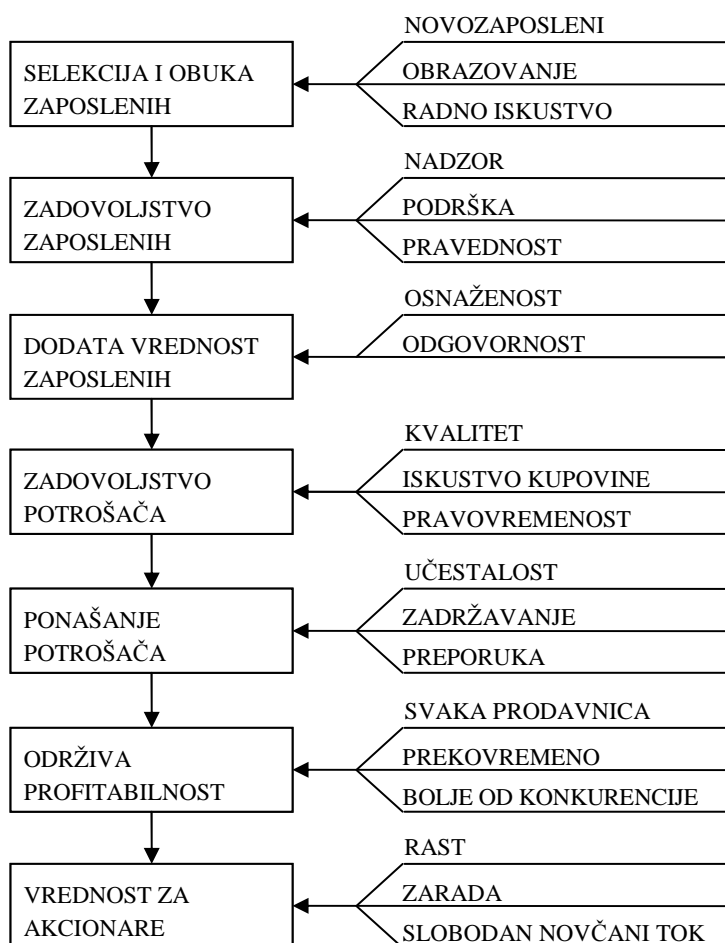
Arnold (Arnold 2005) je predložio rešenje za uspostavljanje sistema merenja performansi predstavljeno slikom 3. Ovo rešenje ima za cilj da naglasi neophodnost izbora ciljeva i merila primerenih potrebama organizacionog nivoa na kojem će se koristiti. Menadžment preduzeća je zainteresovan za eksterna merila

**Izbor sistema merila performansi u preduzeću  
orijentisanom na stvaranje vrednosti za akcionare**

---

performansi, koja uvažavaju i prenose očekivanja akcionara. Ova merila su, po pravilu, veoma kongruentna, te predstavljaju okvir u kojem treba da se kreću ostala merila. Kako su eksterna merila nedovoljno osetljiva i pod uticajem nekontrolabilnih faktora, na nivou poslovnih jedinica su korisnija interna merila performansi, koja su u bližoj vezi sa faktorima vrednosti. Na nivou poslovnih funkcija, gde menadžeri nemaju velika ovlašćenja u pogledu definisanja ciljeva i strategijskih rešenja, kao mera doprinosa stvaranju vrednosti, korisna su jednostavnija merila performansi i određeni faktori vrednosti (satisfakcija potrošača, cena koštanja i sl.).

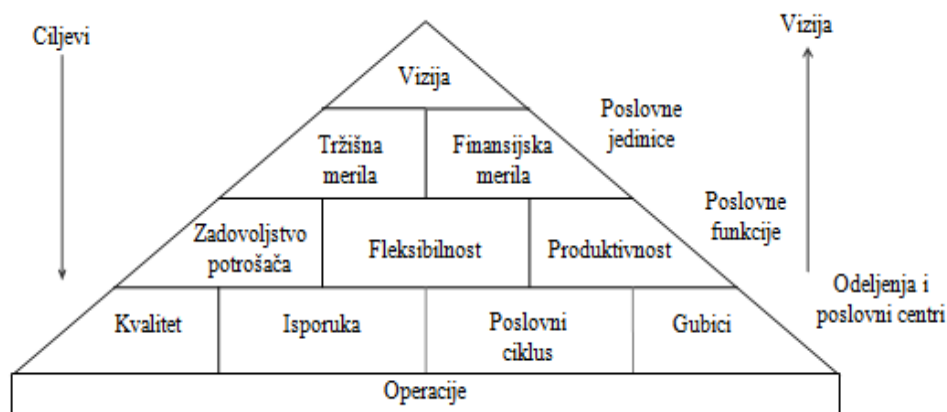
**Slika 4: Izbor merila performansi**



*Izvor: Ittner, Larcker (2003)*

Pristup predstavljen na slici 3 je sličan lancu vrednosti za planiranje performansi (Performance Planning Value Chain (PPVC)), razvijenom u Centru za poslovne performance Kranfildske škole menadžmenta (Marr 2004; Neely, Jarrar 2004). U skladu sa ovim pristupom organizacije treba da izgrade poslovni model kauzalnog odnosa između izabranih faktora strategijskog uspeha i njihovih ishoda. Preduzeća mogu koristiti ove kauzalne mape (mape faktora vrednosti) kako bi slikovito predstavile vezu između različitih aspekata svojih performansi, ali i kao sredstvo za prenošenje strategijskih namera i sredstvo za upravljanje procesom prikupljanja i analize podataka preduzeća (o prodaji, ponašanju potrošača, ekonomskim trendovima itd.). Osim toga, kauzalne mape mogu pomoći preduzećima da izaberu merila vrednosti povezana direktno sa ciljevima i strategijama. Na slici 4 je predstavljen primer jedne takve mape uzroka i posledica razvijene u okviru jednog veoma uspešnog lanca brze hrane (Ittner, Larcker 2003). Dijagram prikazuje kako bolja selekcija i obuka zaposlenih vode većem zadovoljstvu zaposlenih i njihovim boljim performansama. Bolje performanse zaposlenih treba da povećaju zadovoljstvo potrošača, što u krajnjem treba da dovede do povećanja prodaje i maksimiziranja vrednosti za akcionare.

Slika 5: Piramida performansi



Izvor: Ghalayini, Noble 1996

Vang laboratorija (Wang Laboratories) je razvila SMART tehniku (The strategic measurement analysis, reporting technique), sa ciljem uspostavljanja sistema menadžerske kontrole korišćenjem merila performansi dizajniranim da definiše i održi uspeh (Ghalayini, Noble 1996). U osnovi ovog sistema se nalazi želja za uspostavljanjem jasne i čvrste veze između ciljeva preduzeća i merila ostvarenja. SMART sistem može biti predstavljen kao četvorospratna piramida performansi (vidi sliku 2). Na vrhu piramide performansi se nalazi vizija preduzeća, odnosno opšti cilj poslovanja preduzeća i ključne strategije za njegovo

### **Izbor sistema merila performansi u preduzeću orijentisanom na stvaranje vrednosti za akcionare**

---

ostvarenje. Na ovom nivou menadžment svim poslovnim jedinicama dodeljuje ulogu u ostvarenju vizije, kao i neophodne resurse. Na sledećem nivou, vizija je detaljnije raščlanjena korišćenjem tržišnih i finansijskih merila. Na trećem nivou definisani su konkretniji poslovni ciljevi i prioriteta za manje poslovne jedinice i poslovne funkcije, poput satisfakcije, fleksibilnosti i produktivnosti. Na nivou odeljenja i timova, ciljevi i merila su detaljnije raščlanjeni na uže poslovne kriterijume, poput kvaliteta, isporuke, obrade i troškova. Ovi konkretniji kriterijumi, u osnovi piramide, omogućavaju uspešno ostvarenje vizije i definisanih strategija.

Iako većina konsultantskih preduzeća u oblasti finansijskog inženjeringa tvrdi da poseduje idealno merilo performansi, odnosno da poseduje merilo koje idealno korespondira sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare, sve one, u krajnjem, predlažu korišćenje seta merila performansi (Ameels et al. 2002). Na primer, u konsultantskoj kompaniji Stern Stjuart (Stern Stewart & Co.) insistiraju na povezanosti između tržišne i ekonomske dodate vrednosti (Stewart 2003), u Bostonskoj konsultantskoj grupi (Boston Consulting Group) na povezanosti između TSR, TBR, novčane dodate vrednosti (CVA) i ključnih indikatora performansi (KPI) (Stelter 2000), dok L.E.K Consulting i Rapaport ukazuju na vezu između dodate vrednosti za akcionare (SVA) i faktora vrednosti specifičnih za različita preduzeća (Kunz, Lucatelli 2000). Džim Mektagert (Jim McTaggart) iz kompanije Marakon (Marakon, Charles River Associates) predlaže svim preduzećima da se oslone na tri osnovna merila performansi, i to:

- Ekonomski dobitak ili ekonomska dodata vrednost. Ovakva merila omogućavaju procenu uspeha preduzeća u sadašnjosti. Međutim, preduzeća ne treba da se oslone samo na ova merila prilikom procene isplativosti pojedinačnih poslova.
- Tržišna dodata vrednost. Za razliku od prethodnih, ovo merilo omogućava procenu sposobnosti preduzeća da i u budućnosti stvara vrednost za akcionare.
- Ukupni prinos akcionara. Ovo merilo omogućava poređenje uspeha preduzeća u odnosu na celokupno tržište (Leahy, 2000).

Mektagert je istakao da su navedena merila čvrsto povezana, te da mogu pomoći preduzećima da eliminišu neuspešne poslove u cilju maksimiziranja vrednosti za akcionare.

Uprkos nekim primerima uspešnog korišćenja vrednosnih merila (Lloyds TSB, Coca Cola, Cadbury), empirijska istraživanja o merenju performansi i pristupima razvoju sistema merenja performansi ukazuju na to da se preduzeća i dalje značajno oslanjaju na računovodstvena merila (za pregled empirijskih istraživanja pogledati Ittner, Larcker 2001; Lueg, Schaffer 2010). Studija koju je sprovela kompanija KPMG otkriva da je 90% preduzeća opredeljenih da stvaraju

vrednost tokom 1999. godine koristilo računovodstvena merila, dok je 35% koristilo merila poput SVA i EVA (Kaličanin 2006). Mar (Marr 2004) otkriva da se većina od 359 američkih preduzeća koja koriste formalnu metodologiju merenja performansi oslanjalo na balansiranu listu merila kao na osnovnu metodologiju, dok se mali broj ovih preduzeća oslanjao na EVA metodologiju. Bouvens i Van Lent (Bouwens, Van Lent 2007) su na uzorku od 81 menadžera poslovnih jedinica iz Holandije otkrili da su njihove performanse ocenjivane korišćenjem ROI (68%), EVA (18%), CFROI (11%), or SVA (3%).

### **Zaključak**

Iako se o njemu u teoriji i praksi intenzivno raspravlja tek poslednjih tridesetak godina, koncept vrednosti nije tako nova ideja. Manje ili više eksplicitno, preduzeća svoje poslovanje već dugo usmeravaju imajući u vidu cilj maksimiziranja vrednosti (bogatstva) za akcionare ili sve stejkholdere. Alfred Maršal je još u 19. veku ukazivao na potrebu punog uvažavanja interesa akcionara, a mnoge američke kompanije su tokom 1950-ih jasno definisale maksimiziranje dodate vrednosti kao cilj koji potpunije od dobitka uzima u obzir zahteve različitih stejkholdera. Danas se može tvrditi i da je u osnovi zahteva za maksimiziranjem neto dobitka, kao cilja koji je dugo bio zagovaran kao jedini i najbolji, bio zahtev za maksimiziranjem novostvorene vrednosti. Istina, neto dobitak kao cilj i merilo nije dovoljno obuhvatan da u sebe inkorporira i interese akcionara i ostalih ključnih stejkholdera, koji polažu legitimno pravo na efekte aktivnosti.

Koncept vrednosti je u prvi plan istakao potrebu za integralnim pristupom upravljanju preduzećem, koji podrazumeva definisanje, realizaciju i ocenu strategijskih i operativnih rešenja uz uvažavanje cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare. Merila performansi, razvijena imajući u vidu cilj maksimiziranja vrednosti, teorijski su zasnovana na analizi realnih novčanih tokova i relevantnih faktora vrednosti, uz puno uvažavanje cene kapitala, vremenske vrednosti novca i ukupnog rizika. Ova merila predstavljaju ključnu kariku u procesima implementacije koncepta vrednosti i unapređenja poslovanja.

Brojni nedostaci osnovnih računovodstvenih merila i racio pokazatelja podstakli su napore za osmišljavanje i razvoj merila koja će u većoj meri biti usklađena sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare. Međutim, ne postoji nijedno merilo koje ispunjava sve zahteve, koje idealno merilo treba da ispuni. Preduzeća se zato moraju osloniti na sistem merila performansi koji će zadovoljiti različite informacione zahteve, omogućiti procenu efikasnosti upotrebe materijalnih i nematerijalnih resursa i procenu doprinosa zaposlenih, menadžera i delova preduzeća realizaciji opšteg cilja preduzeća.



**Literatura**

1. Ameels, A., Bruggeman, W., Scheipers, G. (2002) Value-Based Management Control Processes to Create Value Through Integration: A Literature Review. *Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series No. D/2002/6482/18*. Gent: Vlerick Leuven Gent Management School.
2. Arnold, G. (2005) *Corporate Financial Management*. Pearson Education Limited.
3. Arzac, E. (1986) Do Your Business Units Create Shareholder Value? *Harvard Business Review*, 64(1): 121-126.
4. Artley, W., Stroh, S. (2001) *The Performance-Based Management Handbook: Establishing an Integrated Performance Measurement System*. U.S. Department of Energy and Oak Ridge Associated Universities.
5. Ayadi, F., Dufrene, U., Obi, P. (1996) Firm performance measure: temporal roadblocks to innovation? *Managerial finance*, 22(8): 18-32.
6. Baker, G. (2002) Distortion and risk in optimal incentive contracts. *Journal of Human Resources*, 37(4): 728-751.
7. Bloxham, E. (2003) *Economic value Management (Applications and Techniques)*. John Wiley & Sons, Inc.
8. Bouwens, J., Spekle, R. (2007) Does EVA add value? In: Hopper, T., Horthcott, D. and Scapens, R. (ed.) *Issues in Management Accounting*: 245-269. Pearson Education Ltd.
9. Bouwens, J., Van Lent, L. (2007) Assessing the Performance of Business Unit Managers. *Journal of Accounting Research*, 45(4): 667-697.
10. Brignall, S., Ballantine, J. (1996) Performance Measurement in Service Business Revisited. *International Journal of Service Industry Management*, 7(1): 6-31.
11. Cwynar, A. (2008) Goal-Congruence of Various Versions of Residual Income. *Ekonomski horizonti*, 10(1-2), pp. 23-32.
12. Čupić, M. (2010) Ocena značaja četiri varijante rezidualnog dobitka za ostvarenje cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare. *Ekonomski horizonti*, 12(2): 113-132.
13. Čupić, M. (2011) Usaglašenost računovodstvenih merila sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare. *Ekonomske teme*, 49(1): 123-136.
14. Damodaran, A. (1999) Value Creation and Enhancement: Back to the Future. *NYU Working Paper No. FIN-99-018*.
15. Dobbs, R., Koller, T. (2005) Measuring long-term performance. *The McKinsey Quarterly* 2005 Special edition: Value and performance: 16-27.
16. Dobbs, R., Leslie, K., Mendonca, L. (2005) Building the healthy corporation. *The McKinsey Quarterly*, Issue 3: 63-71.
17. Feltham, G., Xie, J. (1994) Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations. *The Accounting Review*, (69)3: 429-453.
18. Finegan, P.T. (1991) Maximizing shareholder value at the private company. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(1): 30-45.
19. Fitzgerald, L. (2007) Performance measurement. In: Hopper, T., Horthcott, D. and Scapens, R. (ed.), *Issues in Management Accounting*: 223-241. Edinburgh Gate: Pearson Education Ltd.
20. Ghalayini, A., Noble, J. (1996) The changing basis of performance measurement. *International Journal of Operations & Production Management*, 16(8): 63-80.

21. Helfert, E. (2001) *Financial analysis tools and techniques: a guide for managers*. McGraw – Hill Companies, Inc.
22. Ittner, C., Larcker, D. (2001) Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value-Based Management Perspective. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3): 349-410.
23. Ittner, C., Larcker, D. (2003) Coming Up Short on Nonfinancial Performance Measurement. *Harvard Business Review*, 81(11): 88-95.
24. Jensen, M. (2001) Value maximization, shareholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3): 8-21.
25. Kaličanin, Đ. (2005) Menadžment zasnovan na vrednosti: teorijska osnova, akcionarski zahtev i concept. *Economic Annals*, 165: 165-184.
26. Kaplan, R., Norton, D. (1992) The Balance Scorecard – Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*, 70(1): 71-79.
27. Keegan, D.P., Eiler, R.G., Jones, C.R. (1989) Are your performance measures obsolete? *Management Accounting*, 70(12): 45-50.
28. Kennerly, M., Neely, A. (2002) A Framework of the Factors Affecting the Evolution of Performance Measurement Systems. *International Journal of Operations and Production Management*, 22(11): 1222-1245.
29. Krstić, B. (2003) Neki aspekti sistema merenja performansi preduzeća. *Ekonomске teme*, 41(3): 155-162.
30. Kueng, P. (2002) Performance Measurement Systems in Service Sector: The Potential of IT is not Yet Utilised. *International Journal of Business Performance Management*, 4(1): 95-114.
31. Kunz, R., Lucatelli, A. (2000). The Real Worth of Shareholder Value. *Economic Briefing No. 17*. Zurich: Credit Suisse Economic Research.
32. Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000) Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1): 13-35.
33. Leahy, T. (2000) The Holly Grail of Shareholder Value Measurement. *Business Finance*, February 1: 67.
34. Lehn, K., Makhija, A. (1996) EVA and MVA as performance measures and signals for strategic change. *Strategy and Leadership*, 24(3): 34-38.
35. Lueg, R., Schaffer, U. (2010) Assessing Empirical Research on Value-Based Management: Guidelines for Improved Hypothesis Testing. *Journal of Betriebswirtschaft*, 60(1): 1-47.
36. Marr, B. (2004) *Business Performance Management: Current State of the Art*. Cranfield School of Management and Hyperion Solutions.
37. Marshall, A. (1947) *Principles of economics: an introductory volume*. London: Alfred Marshall Macmillan.
38. Merchant, K. (2006) Measuring General Managers' Performances: Market, Accounting and Combination-of-Measures Systems. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19(6): 893-917.
39. Meyer, M. (2002) *Rethinking Performance Measurement – Beyond the Balanced Scorecard*. Cambridge University Press.
40. Morin, R., Jarrell, S. (2001) *Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*. McGraw-Hill.
41. Myers, R. (1996) Metric Wars. *CFO: The Magazine for Senior Financial Executives*, 12(10): 41-50.

**Izbor sistema merila performansi u preduzeću  
orijentisanom na stvaranje vrednosti za akcionare**

---

42. Nanni, A., Dixon, R., Vollmann, T. (1992) Integrated Performance Measurement: Management Accounting to Support the New Realities. *Journal of Management Accounting Research*, 4(Fall): 1-19.
43. Neely, A., Jarrar, Y. (2004) Extracting Value from Data – the Performance Planning Value Chain. *Business Process Management Journal*, 10(5): 505-509.
44. Neely, A., Adams, C., Crowe, P. (2001) The Performance Prism in Practice. *Measuring Business Excellence*, 5(2): 6-12.
45. Neely, A., Mills, J., Platts, K., Gregory, M., Richards, H. (1996) Performance Measurement System Design: Should Process Based Approaches be Adopted? *International Journal of Production Economics*, 46-47(1): 423-431.
46. Neely, A., Mills, J., Platts, K., Richards, H., Gregory, M., Bourne, M., Kennerley, M. (2000) Performance Measurement System Design: Developing and Testing a Process-Based Approach. *International Journal of Operations and Production Management*, 20(10): 1119-1145.
47. Neely, A., Yaghi, B., Youell, N. (2007) *Enterprise Performance Management: The Global State of the Art*. Cranfield School of Management and Oracle.
48. O'Byrne, S. (1996) EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1): 116-125.
49. Rappaport, A. (2005) The economics of short-term performance obsession. *Financial Analysts Journal*, 61(3): 65-79.
50. Rappaport, A. (2006) Ten ways to create shareholder value. *Harvard Business Review*, 84(9): 66-77.
51. Romanek, B., Lee, D. (2006) E-Communication to Shareholders outside the Offering Process. *University of Toledo Law Review*, 37(2): 387-402.
52. Stančić, P. (2005) Kreiranje nove vrednosti preduzeća – imperativ savremenog finansijskog menadžmenta. U: Novičević, B. (ur.), *Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja – stanje i perspektive*, Zbornik radova sa 36. Simpozijuma SRR Srbije: 258-272. Beograd: SRR Srbije.
53. Stančić, P. (2006) *Savremeno upravljanje finansijama preduzeća*. Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu.
54. Stančić, P. (2007) Finansijski aspekti kreiranja i merenja vrednosti preduzeća. U: Mikerević, D. (ur.), *Mesto i uloga računovodstva i finansija u novom korporativnom okruženju*, Zbornik radova sa 11. Kongresa SRR Republike Srpske: 307-328. Teslić: SRR Republike Srpske.
55. Stančić, P. (2007a) Podobnost finansijskih izveštaja kao informacione osnove za upravljanje finansijama preduzeća. U: Čanak, J. (ur.), *Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja*, Zbornik radova sa 38. Simpozijuma SRR -Srbije: 7-25. Beograd: SRR Srbije.
56. Stančić, P., Stančić, V. (2010) Financial Liquidity Management. In: Paszek, Z. (ed.), *Poland – Serbia: The Challenges of the Scientific Cooperation*: 257-269. Krakow: Andrzej Frycz Modrzewski Krakow University.
57. Stelter, D. (2000). *New Perspectives on Value Creation: A Study of the World's Top Performers*. Retrieved from <http://www.bcg.pt/documents/file13590.pdf>.
58. Stern, J. (1974) Earnings per share don't count. *Financial Analysts Journal*, 30(4): 39-75.
59. Stewart, B. (2003) How to fix accounting – measure and report economic profit. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(3): 63-82.

60. Strenger, C. (2006). Best Practice for Dealing with Non-controlling Shareholders – An Institutional Investor’s Perspective. *OECD Policy dialogue 2006 – Corporate Governance in India*. Retrived from <http://www.capital-governance-advisory.com/060223StrengerOECDIndia.pdf>.
61. Todorović, M. (2010) *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
62. Vernimmen, P., Quiry, P, Dallochio, M., Fur, Y.L., Salvi, A. (2009) *Corporate Finance – Theory and Practice*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
63. Wet, J. and Toit, E. (2007) Return on equity: a popular, but flawed measure of corporate financial performance. *South African Journal of Busines Management*, 38(1): 59-69.
64. Worthington, A. and West, T. (2004) Australian evidence concerning the information content of economic value-added. *Australian Journal of Management*, 29(2): 201-224.

## **CHOICE OF PERFORMANCE MEASUREMENT SYSTEM IN THE SHAREHOLDER VALUE ORIENTED COMPANY**

**Abstract:** Companies often define the general business objective as the shareholder value maximization. For such an objective appropriate measures are those that take in account the amount, dynamics and risk of expected cash flows of the company. The aim of this paper is to determine the place and role of performance measures in the efforts of managers to maximize shareholder value. The performance measures are, in that regard, understood not only as criteria for performance evaluation, but also as instruments to guide and motivate managers and employees in the company.

**Key words:** shareholder value, return on invested capital, growth rate, performance measures, performance measurement system.