

UDK 331.2+336.76

Izvorni znanstveni članak

**Dr. Branko Novak\***

## **SUSTAV NAGRAĐIVANJA U FUNKCIJI STVARANJA VRIJEDNOSTI ZA DIONIČARE**

*Rad obrađuje sustav nagrađivanja uprava, nižih razina menadžmenta i zaposlenih u funkciji poboljšanja uspješnosti poslovanja trgovačkih društava. Kao kriterij nagrađivanja obrađuje se dobit dobivena računovodstvenim obračunom i iz nje izvedeni pokazatelji uspješnosti, te se ukazuje na nekonzistentnost ovih kriterija mjerenja uspješnosti i kriterija izbora pri investicijskim odlukama. Zato se ukazuje na potrebu mjerenja i iskazivanja dodane tržišne vrijednosti i ekonomske dobiti, te nagrađivanja za stvarnu ekonomsku vrijednost. Izbor sustava nagrađivanja treba izbjeći nedostatke tradicionalnih sustava nagrađivanja te nagrađivati većinu sudionika u poslovanju za vrijednost koja se u poslovanju stvara za dioničare.*

**Ključne riječi:** *sustav nagrađivanja, kriteriji nagrađivanja, principi nagrađivanja, činitelji vrijednosti*

### **1. UVODNO RAZMATRANJE**

Nagrađivanje zaposlenih u vrijeme samoupravnog socijalizma bila je tema brojnih stručnih i znanstvenih rasprava jer se polazilo od pretpostavke da je sustav nagrađivanja zaposlenih bitan motivacijski činitelj koji može značajno doprinijeti poboljšanju učinkovitosti poduzeća. Danas su ovakve rasprave rijetke pa se čini da postoji opće mišljenje kako sustav nagrađivanja nakon provedene vlasničke transformacije u Republici Hrvatskoj nije bitan činitelj uspješnosti poslovanja, odnosno da se ovo pitanje razrješava jedino posredovanjem tržišta rada. To znači da se u većini trgovačkih društava nagrađivanje zaposlenih doživljava čistim troškom poslovanja. U praksi trgovačkih društava donekle se ipak vodi računa o nagrađivanju uprava i viših razina menadžmenta. Ovaj obrazac razmišljanja polazi od pretpostavke da sama privatizacija i isključivo nagrađivanje uprava za ostvarene rezultate u poslovanju može značajno poboljšati uspješnost poslovanja tvrtki. Pritom se zanemaruje da su ljudi izvor svih vrijednosti u trgovačkom društvu, pa se zaposlenicima zato treba upravljati kao najvrjednijim resursom. Zasigurno je ovo jedan od značajnih uzroka zaostajanja hrvatskoga gospodarstva za konkurentima u okolnostima globalizacije svjetskih gospodarskih tijekova.

Pri izboru sustava nagrađivanja uprava poticaji se najčešće vežu za ostvarenu dobit, pa nisu ni neobična iznenađenja kao primjerice u slučaju Riječke banke gdje je uprava nagrađena za iskazanu dobit, ali se pokazalo da je u poslovanju u stvarnosti došlo do oštećenja dioničara, bez obzira na način kako se to dogodilo. Očigledno da sustav nagrađivanja uprava, ali i nižih razina menadžmenta mora biti vezan uz ciljeve poslovanja tvrtke. No u promijenjenom načinu poslovanja, a posebno u djelatnostima koje se temelje na novim tehnologijama, definiranje ciljeva poslovanja te vezivanje sustava nagrađivanja uprava, menadžmenta nižih razina, ali i većine zaposlenika za ostvarenje ovih ciljeva postaje nužan uvjet za opstanak i razvoj tvrtki.

\* Ekonomski fakultet u Osijeku

## 2. DOBIT KAO CILJ POSLOVANJA

Kao cilj poslovanja trgovačkog društva uobičajeno se postulira ostvarivanje i kontinuirano povećanje dobiti društva. Ovo je dugo bilo tradicionalno shvaćanje u poslovanju trgovačkih društava. Uprava koja vodi poslovanje, ali i svi zaposlenici svojim bi odlukama i postupcima trebali, prema tome, doprinositi ostvarenju tog cilja. No dobit u poslovanju je pokazatelj uspješnosti koji se dobije temeljem računovodstvenih principa bilježenja i obračuna poslovanja, te je i uz uvažavanje tih principa podložan utjecajima menadžmenta. No ovo nije jedini problem. U razvijenim tržišnim gospodarstvima gdje je i tržište kapitala najrazvijenije, pokazuje se da tržišne cijene dionica nisu visoko korelirane s ostvarenom dobiti. Struktura suvremenoga gospodarstva se mijenja, pa dionička društva u novim djelatnostima često i zbog primjene računovodstvenih principa obračuna ostvaruju gubitke, a istovremeno cijene njihovih dionica rastu!<sup>1</sup> Ovo bi se moglo protumačiti i "glupošću" tržišta dionica. Empirijska istraživanja to ne potvrđuju. Naprotiv! Istraživanja pokazuju da tržište dionica ne reagira na računovodstvena podešavanja u obračunu koja imaju utjecaj na iskazanu dobit<sup>2</sup>. Sve ovo upućuje na zaključak da računovodstvena dobit kao iskaz uspješnosti poslovanja trgovačkih društava, odnosno iskaz rezultata skupa poslovnih odluka donesenih u nekom obračunskom razdoblju, ima ograničenu vrijednost. Ako se kao iskaz uspješnosti poslovanja koristi dobit u odnosu na vlasničku glavnica, ili dobit u odnosu na ukupnu imovinu, njihove su slabosti vezane za nedostatke računovodstvenih iskaza.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Ovo je posebno izraženo kod internet kompanija koje imaju visoke stope rasta, nekada i iznad 100% godišnje. Ova je činjenica jedan od razloga zašto rastu njihove cijene unatoč ostvarenom gubitku. Gubitak nastaje zato što ove tvrtke imaju i visoke stope rasta investicija koje omogućavaju ovako visok rast, a te investicije imaju karakter troškova, pa utječu na račun dobiti i gubitka. Internet kompanije obično nemaju velike investicije u dugotrajnu imovinu koje se kapitaliziraju tijekom vremena. Najveći je dio njihovih investicija u osvajanju kupaca, a takvi se izdaci u računovodstvenom tretmanu smatraju troškovima koji terete račun dobiti i gubitka u godini kada su izvršeni. Zato je uz veći rast i gubitak sve veći. No tržište ih ne vrednuje na temelju iskazane dobiti, već na temelju očekivanja njihova budućeg poslovanja!

<sup>2</sup> Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack: *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*, third edition. New York, John Wiley & Sons, Inc., 2000., str. 79-81.

<sup>3</sup> Peterson Pamela "Value-Based Measures of Performance" u: Fabozzi J. Frank and Grant L. James: *Value-Based Metrics: Foundations and Practice*. Frank J. Fabozzi Associates, 2000. str. 70-71.

Nasuprot vrednovanja učinka skupa poslovnih odluka, pri vrednovanju i izboru kod pojedinačnim investicijskim odlukama koriste se kriteriji koji se razlikuju od računovodstvene dobiti. Investicije se vrednuju prema metodi neto sadašnje vrijednosti investicija, ili interne stope prinosa. No u objema se metodama u izračunu ne vrši diskontiranje dobiti nego novčanog tijeka. A novčani tijek i dobit približno su jednaki samo u investicijama koje sadrže niska ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu. Metoda neto sadašnje vrijednosti izabire onaj projekt kojemu je neto sadašnja vrijednost pozitivna, odnosno koja daje prinos veći od troškova kapitala. Ako se takav projekt uspješno realizira, time bi se trebalo povećati bogatstvo dioničara (vlasnika). Porast dobiti nužno ne povećava vrijednost za dioničare budući da dobit može rasti, ali ako prinos na uloženi kapital ne prelazi trošak kapitala, vrijednost (bogatstvo) za dioničare neće se povećati. Prinos o kojemu je ovdje riječ jest prinos ostvaren na novčani tijek, a u investicijskom računu je poznat kao interna stopa prinosa. Prema tome to nije prinos na glavnica, ili prinos na ukupnu imovinu koji se računaju temeljem računovodstvenih principa. No dobit nikako nije i bez vrijednosti pogotovo kod tvrtki gdje je dobit dobra aproksimacija novčanog tijeka.

Možemo zaključiti da ukoliko menadžment koristi računovodstvenu dobit kao kriterij u vrednovanju uspješnosti tekućeg poslovanja, odnosno u vrednovanju skupa svih odluka koje su u poslovanju tvrtke donesene tijekom jednog obračunskog razdoblja, a pri donošenju investicijskih odluka metodu neto sadašnje vrijednosti investicija, ili internu stopu prinosa, to znači da se ne koristi usklađen niz kriterija za vrednovanje kod dva skupa poslovnih odluka. Ovakvo postupanje teško se može opravdati, pogotovo kada se još uzme u obzir da je računovodstvena dobit okrenuta unazad, a neto sadašnja vrijednost prema naprijed. Ova potonja se prema tome temelji na očekivanjima. No potrebno je još dodati i da je neto sadašnja vrijednost pokazatelj povećanja bogatstva vlasnika ako se realizira neki projekt nakon što su pokriveni svi troškovi uključujući i troškove cjelokupnog angažiranog kapitala, vlastitog i tuđeg. Računovodstvena dobit, nasuprot tome, ne uzima u obzir trošak vlastitog kapitala, odnosno u njezinu izračunu je odbitna stavka samo trošak tuđih izvora financiranja.

### 3. DODANA TRŽIŠNA VRIJEDNOST I DODANA EKONOMSKA VRIJEDNOST

Krajem osamdesetih i početkom devedesetih godina prošlog stoljeća gledanje na uspješnost u poslovanju najprije se promijenilo u SAD tako da se interesi dioničara – vlasnika smatraju dominantnim. Tome je pridonijela pojava tzv. tržišta korporacijske kontrole na kojem su se alternativne grupe menadžera borile za preuzimanje kontrole nad velikim kompanijama. Ovo je bilo omogućeno i pojavom obveznica visokog prinosa koje su mnoge kompanije stavile u položaj da postanu cilj preuzimanja. Zato se kao cilj poslovanja kompanija sve više postavlja povećanje vrijednosti - bogatstva za vlasnike (dioničare), a menadžment i zaposlenici u svojim odlukama i postupcima moraju slijediti ovaj cilj. O značenju vrijednosti za dioničare u odnosu na druge mjere uspješnosti kakve su primjerice zapošljavanje, društvena odgovornost, ili zaštita okoliša neprekidno se vode brojne rasprave. Dok u SAD i Velikoj Britaniji prevladava stav i praksa stavljanja interesa dioničara na prvo mjesto, u kontinentalnoj Evropi se u definiranju ciljeva kompanije određuju širi okviri.

Copeland, Koller i Murrin<sup>4</sup> dokazuju da povećanje vrijednosti za dioničare nije u suprotnosti s dugoročnim interesima drugih sudionika. Tvrtke koje su u tome uspješne stvaraju relativno velike vrijednosti za sve sudionike: kupce, dobavljače, zaposlenike, državu (kroz poreze), te zajmodavce koji daju dio kapitala potrebnog za poslovanje. Konceptijski su razlozi za prihvaćanje sistema koji naglašava bogatstvo dioničara sljedeći:

1. Vrijednost je najbolja mjera učinaka koju znamo.
2. Dioničari su jedini sudionici u poslovanju koji istovremeno maksimiziraju prava svih sudionika kada nastoje maksimizirati svoja prava budući da sva druga prava dolaze prije njihovih.
3. Tvrtke koje se ne ponašaju na ovaj način uzrokovat će da kapital ide prema njihovoj konkurenciji.

Vrijednost izražena diskontiranim tijekom gotovine može se smatrati najboljom mjerom jer je to jedina mjera koja zahtijeva potpunu informaciju o poslovanju. Da bi netko razumio način stvaranja vrijednosti, treba prije svega koristiti dugoročni pristup, upravljati svim novčanim tijekovima na računu dobiti i gubitka i bilanci, te razumjeti kako se uspoređuju novčani tijekovi iz raznih vremenskih razdoblja uz uvažavanje odgovarajuće razine rizika. Bez potpune informacije gotovo je nemoguće donijeti dobre odluke, a nijedna druga mjera poslovanja ne koristi potpune informacije.

Nadalje, vrijednost ne može biti kratkoročna mjera, ali druge mjere mogu biti, kao primjerice dobit po dionici ili prinos na glavicu. Dobit usmjerava samo na upravljanje s dobiti, a malo pažnje poklanja stvarnoj veličini i vremenskom rasporedu novčanog tijeka. Razlika između prinosa na investirani kapital i troškova kapitala može također biti loša mjera ako se koristi samo na kratak rok jer potiče na smanjeno investiranje, budući da se tako smanjuje kapital, a povećava kratkoročna mjera uspješnosti. Odlučivanje koje se temelji na vrijednosti ne može biti orijentirano na kratak rok. Tvrtka koja primjerice na tržištu ostvaruje visoke cijene na kratak rok može uništiti vrijednost za dioničare na dugi rok, ako visoke cijene ubrzaju ulazak nove jake konkurencije na to tržište. Tvrtka koja isplaćuje niže plaće od tržišnih na kratak rok gubit će produktivne radnike, što će na dugi rok dati lošije rezultate.

Uz pretpostavku da se kao cilj poslovanja definira povećanje vrijednosti odnosno bogatstva za dioničare, umjesto ostvarivanja dobiti, i sustav nagrađivanja uprava i većine zaposlenika mora biti utemeljen na ostvarivanju ovog cilja. No cilj povećanja vrijednosti će se ostvariti ako se cijene dionica trgovačkog društva povećavaju, odnosno ako se povećava njegova ukupna tržišna kapitalizacija. Upravo zbog činjenice da dobit i cijena dionica nisu visoko korelirane, moguće je da se dobit poveća, a cijena dionica padne ili se ne promjeni u skladu s tim.

Ovo pomicanje u naglasku na stvaranje vrijednosti za dioničare dovelo je i do mjerenja te iskazivanja dodane tržišne vrijednosti i uz nju usko vezane ekonomske dobiti koje zagovaraju prvenstveno

<sup>4</sup> Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, second edition. New York, John Wiley & Sons, Inc., 1994., str. 25-27.

velike konzultantske kuće<sup>5</sup>. Iz točke gledanja analitičara investicija, tržišna vrijednost neke tvrtke (ukupna tržišna kapitalizacija) sastoji se od dvije komponente:

- kapitala koji su dioničari (vlasnici) uložili u tvrtku, i
- dodane vrijednosti koju je menadžment stvorio iznad iznosa uloženog kapitala.

Ova druga komponenta, koja se naziva dodatnom tržišnom vrijednošću, mjeri stvarni iznos bogatstva koje je stvoreno za dioničare. Prema tome, dodana tržišna vrijednost je:

**Dodana tržišna vrijednost = (Tržišna vrijednost tvrtke) – Kapital**

Ona se može dobiti za društva kojima se učestalo trguje na nekom organiziranom tržištu kapitala. Tijekom vremena je dodana tržišna vrijednost visokokorelirana s ekonomskom dobiti koja predstavlja stvarnu dobit dioničara u jednom obračunskom razdoblju, a dobije se iz izraza:

**Ekonomska dobit = (Prinos na kapital u % – Trošak kapitala u %) x Kapital**

Model ekonomske dobiti kaže da je vrijednost tvrtke jednaka iznosu investiranog kapitala uvećanog za premiju koja je jednaka sadašnjoj vrijednosti njezine buduće ekonomske dobiti:

**Vrijednost tvrtke = Investirani kapital + Sadašnja vrijednost buduće ekonomske dobiti**

Logika je ovoga modela jednostavna. Ako tvrtka u svakom razdoblju zaradi točno koliki je prosječni trošak kapitala, onda će diskontirana vrijednost njezina predviđenog slobodnoga novčanog tijeka biti jednaka upravo njezinu investiranom kapitalu. To znači da tvrtka vrijedi upravo toliko koliko je na početku investirano. Tvrtka vrijedi manje ili više od investiranog kapitala samo ovisno o tome ako zaradi manje ili više od prosječnog troška kapitala. Zato premija koja se veže za kapital mora biti jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih eko-

nomskih dobiti tvrtke. Ekonomska dobit (dodana ekonomska vrijednost) temelji se na prilagođenoj operativnoj dobiti nakon oporezivanja, investiranom kapitalu i ponderiranom prosjeku troškova kapitala tvrtke. Dodana tržišna vrijednost temelji se na usporedbi investiranoga kapitala i tržišne vrijednosti kapitala. Obje su mjere namijenjene vrednovanju uspješnosti poslovanja tvrtke s pozicije vlasnika.

Ako pretpostavimo da će tvrtka u budućnosti neprekidno stvarati ekonomske dobiti koje su ekvivalentne tekućoj ekonomskoj dobiti, veza između dodane tržišne vrijednosti i ekonomske dobiti je:

**Ekonomska dobit**  
**Dodana tržišna vrijednost =**  $\frac{\text{Ekonomska dobit}}{\text{Trošak kapitala u \%}}$

Međutim, pretpostavka neprekidnosti nije valjana za većinu tvrtki zbog toga što se ekonomske dobiti stvaraju samo kada tvrtka ima neke komparativne ili konkurentne prednosti. Većina tvrtki ne može održati ove prednosti za duže razdoblje jer promjene propisa, tehnologije te demografske promjene, primjerice, mogu utjecati na eroziju prednosti koje ima neka tvrtka. Drugi razlog zašto ovaj odnos ne mora biti valjan u primjeni je što su metode određivanja ekonomske dobiti i dodane tržišne vrijednosti posve različite. Ekonomska dobit je mjera koja se odnosi na jedno razdoblje, a procjenjuje se korištenjem računovodstvenih podataka i procjene troškova kapitala. Dodana tržišna vrijednost koristi tržišne vrijednosti, koje su više orijentirane prema naprijed. Treći razlog je taj što je procjena ekonomske dobiti samo procjena. Bez obzira kako pažljiv bio analitičar u tim procjenama procijenjena ekonomska dobit ne može potpuno točno odražavati stvarnu ekonomsku dobit, ali joj se može približiti.

Ekonomska dobit pokazuje uspješnost poslovanja u tijeku jedne godine, a razlikuje se od računovodstvene dobiti po tome što u račun uzima ukupne troškove kapitala bez obzira na njegove izvore (tuđi i vlastiti kapital). O ekonomskoj dobiti Peter Drucker kaže: "Ono što nazivamo dobit, novac koji ostaje na korist glavnici, obično uopće nije dobit. Ukoliko tvrtka ne ostvari dobit koja je veća od troškova kapitala, ona radi s gubitkom. Nije pritom bitno što plaća poreze kao da ostvaruje stvarnu dobit. Poduzeće vraća gospodarstvu manje nego što uzima u obliku resursa. Ono dakle ne stvara, nego uništava vrijednost<sup>6</sup>".

<sup>5</sup> - Diskontirani novčani tijek koji zagovara LEK/Alcar Consulting Group

- Gotovinski prinos na investiciju (CFROI) koji zagovara BCG-HOLT

- Prinos na investirani kapital (ROIC) koji zagovara McKinsey & Co.

- Dodana ekonomska vrijednost (EVAÖ) koji zagovara Stern Stewart & Co.

<sup>6</sup> Drucker, Peter "The information Executives Truly Need" Harvard Business Review, January-February 1995.

Ekonomska dobit pokazuje uspješnost tvrtke da u tijeku jednoga poslovnog razdoblja ostvari prinos na kapital koji je veći od troškova kapitala. Pri tom je važno da se u poslovanju ostvari što veći prinos, a da se pritom koristi što manje kapitala. Da bi se ovaj cilj ostvario, potrebno je uprave - ali u suvremenome gospodarstvu, gdje je značenje svakog zaposlenika, a posebno njegovih kreativnih mogućnosti sve veće - i što veći broj zaposlenika nagrađivati za vrijednost koju stvaraju za dioničare. Ovakav sustav nagrađivanja motivira i ovlašćuje menadžment da istraže i nadgledaju one strategije poslovanja koje stvaraju najveću vrijednost na dugi rok. Zbog toga su menadžeri zainteresirani da njihovo osoblje koristi koncept stvaranja vrijednosti za donošenje boljih odluka. To znači da upravljanje vrijednošću mora utjecati na način mišljenja u cijeloj organizaciji.

#### 4. SUSTAV NAGRAĐIVANJA KOJI JE VEZAN ZA STVARANJE VRIJEDNOSTI ZA DIONIČARE

Postoje brojni tradicionalni sustavi i varijante nagrađivanja menadžmenta i zaposlenih. Oni, međutim, imaju i određene nedostatke:

- Oslanjaju se na ciljeve koje su rezultat pregovora
- Ovisе o mjerama učinaka koje izravno nisu u vezi s realnim porastom vrijednosti za dioničare
- Određuju odnose rizika i nagrada za zaposlenike koji nisu u skladu s odnosima rizika i nagrada za dioničare.

Ako se sustav nagrađivanja temelji na pregovorima, što je čest slučaj, tada se obično jednom godišnje kod definiranja plana poslovanja određuju i ciljevi pojedinim organizacijskim jedinicama. To u pravilu podrazumijeva pregovore o postotnoj promjeni postojećih ostvarenja, a nagrade se temelje na uspješnosti u postizanja tako definiranih ciljeva. Zato ovaj postupak više nagrađuje sposobnost pregovaranja, a manje stvaranje vrijednosti. Treba pretpostaviti da ukoliko su menadžeri organizacijskih jedinica dovoljno pametni da vode te jedinice, tada su i dovoljno pametni da slijede vlastite interese! Ako imaju vještine da mogu biti uspješniji od konkurencije, tada mogu biti uspješniji i od ovakvog sustava nagrađivanja! U protivnom nisu od velike koristi. Druga slabost tradicionalnih sustava je nagrađivanje za učinke koji nisu vezani za realan

porast vrijednosti za dioničare. To je slučaj sa sustavima nagrađivanja koji koriste računovodstvenu dobit, ili neke pokazatelje koji se na njoj temelje, kao osnovni pokazatelj uspjeha tvrtke. No neto dobit je pod utjecajem brojnih neoperativnih prihoda i troškova te računovodstvenih podešavanja, pa zato ne mora biti dobar pokazatelj uspješnosti poslovanja. Ako se u sustavu nagrađivanja uvedu odnosi rizika i nagrada koji nisu proporcionalni, to je značajan nedostatak. Naime sustavi nagrađivanja često ograničavaju niže razine menadžera i zaposlenike u pogledu visine nagrade. To znači da su nagrade proporcionalne za uspješnost unutar nekog raspona, ali izvan tih granica nema nagrade. Na ovaj se način ograničavaju rizici koje zaposlenici preuzimaju nadolje, ali i nagore. U stvarnosti, ovakvi sustavi nagrađivanja kažu da neke ostvarene dobiti imaju veću vrijednost od drugih. Vlasnici nemaju takvih ograničenja nagore ili nadolje.

Sustav nagrađivanja za stvaranje vrijednosti za dioničare mora prožimati cijelu organizaciju trgovačkog društva. To znači da se ciljevi koji se temelje na stvaranju ekonomske dobiti prilagođavaju svakoj organizacijskoj razini. Kako bi se postiglo da zaposlenici svih razina razmišljaju i postupaju kao menadžeri, potrebno je mjeriti uspješnost zaposlenika onako kako vlasnici mjere uspjeh, a zaposlenike treba nagrađivati onako kako su nagrađeni vlasnici. Ako zaposleni na svim razinama usklade svoje osobne interese i ciljeve s interesima vlasnika-investitora, tada će donositi bolje odluke i činiti energičnije napore u svom radu. Ovakav sklad je nužan budući da rastuća konkurencija zahtijeva da zaposlenici na svim razinama imaju ovlasti za nezavisno i brzo djelovanje, a učinkovita decentralizacija zahtijeva da zaposlenici koji izravno rade s komitentima donose odluke koje se na njih i odnose.

Studija Stern Stewart & Co. i Hackett Benchmarking & Research<sup>7</sup> provedeno na 60 "Global 2000" kompanija istraživala je utjecaj najbolje prakse menadžmenta, organizacije i stimulativnog nagrađivanja na stvaranje vrijednosti za dioničare. Istraživanje je pokazalo da su najuspješnije tvrtke koje su "usmjerene na stvaranje vrijednosti" proizvodile u zadnjih pet godina više nego dvostruko veću vrijednost za dioničare od tvrtki koje nisu usmjerene na ovaj cilj. Ova je studija pokazala da

<sup>7</sup> "Shareholders & Investors", Corporate Board, Jan/Feb 2002, Vol. 23 Issue 132, p.28.

su kompanije koje su "usmjerene na vrijednost" – one koje konzistentno stvaraju vrijednost za dioničare – imale sljedeće zajedničke značajke:

- Poslovne odluke se temelje na dugoročnoj ekonomskoj vrijednosti, a ne na kratkoročnom utjecaju na dobit.
- Članovi nadzornog odbora i uprave imaju značajne vlasničke udjele koji ovise o poslovanju kompanije.
- Mjerenje uspješnosti poslovanja je usmjereno na nekoliko ciljeva, a mjere vrijednosti uključuju troškove kapitala.
- Postavljeni su planovi stimulativnog nagrađivanja kako bi se usadila vlasnička kultura time što se nudi neograničena mogućnost zarade kako bi se održalo stvaranje vrijednosti.
- Projekti se rangiraju i financiraju striktno temeljem njihove ekonomske vrijednosti.
- Menadžeri srednje razine imaju visok stupanj poslovne i financijske pismenosti.
- Financijski se pokazatelji mjere i slobodno razmjenjuju unutar cijele organizacije.

Analiza usporednih podataka otkrila je sljedećih pet čimbenika koji doprinose boljem vrednovanju ovih kompanija: vodstvo, stimulativno nagrađivanje, kultura i organizacija, odlučivanje i menadžersko izvještavanje. Prema tome, u okviru cjelokupnoga koncepta usmjerenosti na stvaranje vrijednosti za dioničare, bitan element je i sustav nagrađivanja za stvorenu vrijednost.

Nagrađivanje koje se temelji na vrijednosti mora sadržavati dva bitna obilježja:

- Nagrada mora imati izravnu vezu s realnim rastom ekonomske dobiti, bez ograničenja nagore ili nadolje.
- Poticaji moraju biti sačinjeni na način koji osigurava da je kumulativno plaćanje usklađeno s kumulativnim učincima.

Vrijednost za dioničare stvara se kao rezultat brojnih odluka menadžera i zaposlenika koji daju rezultate u budućnosti. Očekivanja tržišta kapitala o budućem poslovanju tvrtke utječu na tekuće vrednovanje tvrtke. Ovo tržišno vrednovanje istovremeno određuje stvarno bogatstvo kojim dioničari raspolaze. Kao kontrolni organ koji predstavlja dioničare, nadzorni odbor bi trebao izabrati i nagrađivati upravu prema njezinoj sposobnosti da na dugi rok češće donosi dobre odluke nego loše. I loše

odluke su nažalost moguće i uobičajene u poslovanju. Vrijednost tvrtke će rasti ako uprava i menadžeri nižih razina identificiraju i izgrade neprekidne konkurentske prednosti. Da bi se to ostvarilo, potrebno je da se izgradi sustav mjerenja uspješnosti te sustav nagrađivanja koji od nadzornog odbora ne zahtijeva da provjerava svaku odluku, već da može precizno utvrditi konačni utjecaj velikog broja odluka. Isti princip vrijedi i za sve ostale organizacijske razine.

Efikasan sustav menadžmenta vodi računa o tome kako interna pravila upravljanja utječu na ponašanja svih u tvrtki. To znači da se upravljanje vrijednošću za dioničare ne smije usredotočiti samo na tehnička pitanja mjerenja uspješnosti, a zanemariti utjecaj upravljanja na ponašanja. Upravlja se onim za što se nagrađuje, a ne onim što se mjeri. Ali važno je da se mjeri prava stvar.

## 5. OSNOVNI PRINCIPI NAGRAĐIVANJA TEMELJENI NA VRIJEDNOSTI

Budući da upravljanje vrijednošću podrazumijeva pogled u budućnost kako bi se maksimizirala vrijednost tvrtke, sustav nagrađivanja mora odražavati ove karakteristike. Kod sustava nagrađivanja temeljenog na stvaranju vrijednosti mogu postojati dvojbe o tome kako se zaposlenike može motivirati da stvaraju vrijednosti kad oni ne razumiju svoju ulogu u njezinu stvaranju. No sama pomisao da tvrtka ima zaposlenike koji ne razumiju kako mogu doprinijeti stvaranju vrijednosti posve je neprihvatljiva za svako poslovanje. Ovo može biti čest slučaj u tvrtkama, ali je upravo i razlog zašto se govori o konceptu upravljanja vrijednošću. Samo ako zaposlenici razumiju svoju ulogu u organizaciji, te jasno uoče kako mogu doprinijeti vrijednosti, može doći do stvaranja vrijednosti. Tada se takvo ponašanje mora poticati nagradama koje se temelje na vrijednosti.

Sustav nagrađivanja za stvaranje vrijednosti temelji se na sljedećim principima:

1. On mora biti usklađen s učincima pojedinaca, timova, organizacijskih jedinica i cijele tvrtke. To znači da nagrađivanje ne smije biti striktno funkcija mjerila individualnog učinka, već mora uzeti u obzir kako uspješnost u nekom području poslovanja ima utjecaj na cjelokupno poslovanje.
2. Poticaji za pojedinačne zaposlenike moraju biti vezani za mjere uspješnosti koje oni kontroliraju i na koje imaju utjecaj. Zato se danas govori o

tzv. činiteljima vrijednosti<sup>8</sup> kao najrelevantnijim mjerama za svako područje poslovanja. Logično je da se postave ciljne veličine za pojedine činitelje vrijednosti.

3. Nagrade dobivene na temelju poticaja moraju se na određeni način "deponirati", a iz tako nastalih depozita postoji pravo godišnjeg povlačenja. Ovakvo deponiranje nagrada potiče dugoročnost u nastojanju da se stvara vrijednost, a zaposlenike se vezuje za tvrtku. Kada se ostvari određena nagrada, ona se deponira, a godišnja povlačenja se mogu ograničiti na manje od jedne trećine ukupnog stanja na tako stvorenom depozitu.
4. Postotak nagrade koja može doći u pitanje, pa predstavlja za zaposlenika rizik te dužina razdoblja povlačenja "depozita" mora biti ovisna o

rangu koji pojedinac zauzima u organizaciji. Onaj tko je na višoj organizacijskoj razini, imat će veći dio ukupnih primanja u obliku dodatnih nagrada. To je naravno moguće zato jer je tolerancija na rizik zaposlenika s većim zaradama veća s porastom zarade. Isto tako viša razina menadžmenta je odgovorna za dugoročne učinke, pa i razdoblje povlačenja depozita mora biti duže.

Deponiranje nagrade je potrebno zato da bi se u poslovanju menadžere i zaposlenike poticalo da vode računa o dugoročnim ciljevima. To se posebno odnosi na donošenje strateških investicijskih odluka, ili ulaganja u istraživanje i razvoj. Tablica 1. predstavlja primjer deponiranja i pravo povlačenja određenog iznosa akumuliranog depozita.

**Tablica 1. Deponiranje i povlačenje akumulirane nagrade**

	GODINA				
	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.
Stanje početkom godine	0	10.000	18.667	20.778	8.518
Zarađena nagrada u tijeku godine	15.000	18.000	12.500	-8.000	12.000
Stanje deponiranih nagrada prije plaćanja	15.000	28.000	31.167	12.778	20.518
Isplaćena nagrada (1/3 stanja depozita)	5.000	9.333	10.389	4.259	6.839

Iz tablice se uočava da isplaćene nagrade tijekom vremena imaju manju varijancu od zarađenih nagrada u tijeku godine, te da je također moguće da nagrada bude negativna. Ova negativna vrijednost ima utjecaj na dugi rok, ali korištenjem deponiranja nagrada i neke proporcije isplate nagrade vrši se uprosječenje, pa se time smanjuju godišnje fluktuacije isplaćene nagrade. Deponiranje nagrade utječe na vezivanje zaposlenika i menadžmenta za tvrtku. U djelatnostima čija uspješnost ovisi velikim dijelom o iskustvu i znanju većine zaposlenika ovo je od izuzetnog značenja za ostvarivanje vrijednosti za dioničare.

Kratkoročna orijentacija u poslovanju dovodi do smanjenja ulaganja u istraživanje i razvoj<sup>9</sup>, a pri donošenju strateških investicijskih odluka moguće je da uprava zanemarujući dugoročne ciljeve oklijeva s takvim odlukama koje imaju strateško značenje

za poslovanje tvrtke. Strateške investicije mogu primjerice u prvim godinama nakon realizacije davati učinke koji pogoršavaju kratkoročne rezultate poslovanja. Zato je dobro ako se ove investicije u prvim godinama nakon realizacije izuzmu iz obračuna uloženog kapitala, ali im se u tim godinama pripisuje pripadajući trošak kapitala, odnosno vrši se njihovo ukamaćivanje. Kada investicija počne davati pune učinke, uključuje se u obračun, ali sada s pripisanim troškovima kapitala. Na ovaj način imamo investiciju s "pamćenjem", a kroz ukupne učinke u kasnijim razdobljima menadžment je nagrađen za uspješnost ovakvih investicija. Primjer obračuna strateške investicije čiji je trošak 150 milijuna kuna, a koja će pune učinke davati dvije godine nakon završetka uz trošak kapitala od 14% dan je tablicom 2.

temelju dobiti koju je na kratak rok moguće povećati smanjivanjem izdataka za istraživanje i razvoj. No opadanje izdataka za istraživanje i razvoj znatno je manje ako glavni izvršni direktor ima značajan iznos opcija na dionice. U Gibbons, R. and Murphy K., "Does Executive Compensation Affect Investment," Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 5, No. 4 (Summer 1992).

<sup>8</sup> Rappaport, A.: "Creating Shareholder Value", The Free Press, New York, 1986.

<sup>9</sup> Istraživanja Gibbonsa i Murphya pokazala su da se stopa rasta izdataka za istraživanje i razvoj smanjivala u korporacijama u zadnjoj godini prije mirovine glavnih izvršnih direktora. Razlog nalaze u nagrađivanju menadžera na

**Tablica 2.** Obračun strateške investicije

Vrijednost investicije u kunama	Trošak kapitala u prvoj godini u kunama	Vrijednost investicije na kraju prve godine u kunama	Trošak kapitala u drugoj godini u kunama	Vrijednost investicije na kraju druge godine u kunama
150.000.000	21.000.000	171.000.000	23.940.000	194.940.000

U primjeru iz tablice 2. uprava se ne kažnjava smanjivanjem nagrada za niže učinke investicije u prve dvije godine, ali se nagrađuje ukoliko investicija dađe očekivane učinke nakon druge godine. U obračunu troškova kapitala u prve dvije godine ne obračunava se trošak na vrijednost investicije, ali se zato nakon druge godine obračunava trošak kapitala na vrijednost investicije na kraju druge godine koji je uvećan ukamaćivanjem. Na ovaj način uprava zna da je odgovorna za kapitalnu disciplinu odnosno da je odgovorna za investirani kapital.

## 6. ČINITELJI STVARANJA VRIJEDNOSTI

Važan dio upravljanja i nagrađivanja za stvaranje vrijednosti je razumijevanje onih varijabli poslovanja koje će stvarno povećavati vrijednost tvrtke, odnosno razumijevanje činitelja vrijednosti. Ovo je nužno jer niže razine menadžmenta i zaposlenici imaju nižu razinu razumijevanja financijskih ciljeva, pa uvođenje sustava planiranja, mjerenja rezultata i konačno nagrađivanja temeljem tako definiranih financijskih ciljeva predstavlja velik problem. To ne znači da ove poteškoće onemogućavaju nastojanja da se cilj povećanja vrijednosti za dioničare poveže s operativnim pokazateljima uspješnosti. To je bitno iz dva razloga:

1. Organizacija ne može izravno raditi na vrijednosti. Ona mora raditi na onome na što može utjecati, kao na primjer, zadovoljstvo kupaca, troškovi, kapitalni izdaci, itd.
2. -Pomoću tih činitelja vrijednosti više razine menadžmenta uče se razumijevanju ostalog dijela organizacije i uspostavljanju dijaloga o tome što treba učiniti.

Činitelj vrijednosti je jednostavno svaka varijabla koja utječe na vrijednost tvrtke. Da bi bili korisni, činitelji vrijednosti moraju biti tako organizirani da se mogu identificirati oni koji imaju najveći utjecaj na vrijednost, te treba odrediti odgo-

vornost za njihovo ostvarenje onim pojedincima koji mogu pomoći da organizacija ostvari svoje ciljeve. Činitelji vrijednosti moraju biti definirani do razine detalja koji ih stavljaju u red s varijablama odlučivanja pod izravnom kontrolom menadžmenta. Opći činitelji vrijednosti jednako se dobro primjenjuju na poslovnu jedinicu, ali im nedostaje određenost na nižim razinama. Zato se moraju identificirati činitelji vrijednosti i za niže razine.

Opći činitelji vrijednosti su<sup>10</sup>:

- stopa rasta prodaje,
- operativna marža,
- investiran radni kapital,
- investirani fiksni kapital
- troškovi kapitala,
- trajanje rasta vrijednosti,
- gotovinska porezna stopa,
- slobodni novčani tijek.

Opći činitelji vrijednosti mogu se sažeti i prikazati u obliku stabla činitelja vrijednosti, a kako ti činitelji djeluju na prinos na investirani kapital, ovo stablo se naziva i stablom prinosa na investirani kapital.

Činitelji vrijednosti specifični za pojedine organizacijske jedinice su:

- kupci i njihova lojalnost,
- produktivnost prodaje (troškovi/prihodi),
- upravljanje kapacitetima,
- operativni prinos,
- uključenost dobavljača i kupaca u stvaranje vrijednosti, itd.

Operativni činitelji vrijednosti su primjerice prihod po jedinici, trošak po obilasku, broj sati koji se može fakturirati u odnosu na ukupan broj plaće-

<sup>10</sup> Rappaport, ibidem.



nih sati, postotak korištenja kapaciteta, trošak po jednoj isporuci, uvjeti plaćanja, uvjeti naplate potraživanja, itd. Naravno, gornji činitelji vrijednosti su samo nepotpuni popis, koji se mora nadopunjivati ovisno o karakteristikama poslovanja.

## 7. ZAKLJUČNO RAZMATRANJE

Sustav nagrađivanja uprava, nižih razina menadžmenta i zaposlenih mora biti u funkciji poboljšanja uspješnosti poslovanja trgovačkih društava. Kao kriterij nagrađivanja može se koristiti i uobičajeno se često koristi dobit dobivena računovodstvenim obračunom, te iz nje izvedeni pokazatelji uspješnosti. Ovi kriteriji mjerenja uspješnosti i kriterija izbora pri investicijskim odlukama nisu nužno međusobno konzistentni. Zato je potrebno mjeriti i iskazivati dodane tržišne vrijednosti i ekonomske dobiti, te nagrađivati menadžment i zaposlene za stvorenu ekonomsku vrijednost. Izbor sustava nagrađivanja treba izbjeći nedostatke tradicio-

nalnih sustava nagrađivanja te nagrađivati većinu sudionika u poslovanju za vrijednost koja se u poslovanju stvara za dioničare. Ovakav sustav nagrađivanja za stvaranje vrijednosti za dioničare mora prožimati cijelu organizaciju trgovačkog društva. To znači da se ciljevi koji se temelje na stvaranju ekonomske dobiti prilagođavaju svakoj organizacijskoj razini. Kako bi se postiglo da zaposlenici svih razina razmišljaju i postupaju kao menadžeri, potrebno je mjeriti uspješnost zaposlenika onako kako vlasnici mjere uspjeh, a zaposlenike treba nagrađivati na način kako su nagrađeni vlasnici, bez asimetričnosti prema gore, što je čest slučaj u klasičnim sustavima nagrađivanja zaposlenika. Ako zaposleni na svim razinama usklade svoje osobne interese i ciljeve s interesima vlasnika-investitora, tada će donositi bolje odluke i činiti energičnije napore u svom radu. Pritom sustav nagrađivanja mora davati poticaje za ostvarivanje dugoročnih ciljeva, a izbjeći sve zamke nagrađivanja za uspješnost na kratak rok.

### LITERATURA:

1. Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, second edition. New York, John Wiley & Sons, Inc., 1994.
2. Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, third edition. New York, John Wiley & Sons, Inc., 2000.
3. Blair M. Margaret, "Who's in charge here?" Brookings Review, Fall 1991, Vol.9 Issue 4, str. 8-14.
4. Drucker, Peter "The information Executives Truly Need" Harvard Business Review, January-February 1995.
5. Donovan J., Tully R. and Wortman B.: The Value Enterprise - Strategies for Building a Value-Based Organization. McGraw-Hill Ryerson, Toronto, 1998.
6. Ehrbar Al "Using EVA Registered Trademark to Measure Performance and Assess Strategy", Strategy & Leadership, May/June 1999, Vol. 27 Issue 3, str. 20 - 25.
7. Fabozzi J. Frank and Grant L. James: Value-Based Metrics: Foundations and Practice. Frank J. Fabozzi Associates, 2000. str. 51- 65.
8. Gibbons, R. and Murphy K., "Does Executive Compensation Affect Investment," Journal of Applied Corporate Finance, vol. 5, No. 4 (Summer 1992).
9. Marshall Alfred, Principles of Economics, Vol.1., New York, MacMillan & Co., 1890.
10. McIntyre Edward V.: "Accounting Choices and EVA". Business Horizons, Jan/Feb 1999, Vol. 42 Issue 1, p66, 7p.
11. Peterson Pamela "Value-Based Measures of Performance" u: Fabozzi J. Frank and Grant L. James: Value-Based Metrics: Foundations and Practice. Frank J. Fabozzi Associates, 2000. str. 67-97.
12. Rappaport, A. "Creating Shareholder Value", The Free Press, New York, 1986.
13. Rappaport, A. "New Thinking on How to Link Executive Pay With Performance", Harvard Business review, Mar/Apr 1999, Vol. 77 Issue 2, p 91- 101.
14. Shiely John, "Is value management the answer? Chief Executive, Dec. 1996 Issue 119, pp. 54-58.

**Branko Novak, Ph. D.**

## **COMPENSATION SYSTEM FOR SHAREHOLDERS VALUE CREATION**

### *Summary*

The paper deals with the compensation system of top management, lower level managements and the employed for the improvement of company business operations. The compensation criterion is the profit obtained through the statements of accounts and the resulting indicators of efficiency. The paper points to inconsistency of these business efficiency measurements criteria and the investment decisions choice ones. It is, therefore, pointed to the measurement need and making statement of market value added, economic profit and the compensation for the created economic value. The compensation system choice should avoid the disadvantage of traditional remuneration systems and compensate the majority of business operations participants in the creation of shareholders value.

**Key words:** compensation system, compensation criteria, compensation principles, value drivers