



METODE PROCENE VREDNOSTI AKCIJA I KREIRANJE VREDNOSTI ZA AKCIONARE

METHODS FOR SHARE VALUES ASSESSMENT AND SHAREHOLDER VALUE CREATION

Stefan Zimonjić | Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd | zimonjics@gmail.com

Milan Gavrilović | Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd | sagatagm@gmail.com

Miloš Roganović | Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd | mroganovic.12@gmail.com

Sažetak

U radu se analiziraju metode utvrđivanja vrednosti akcija, koje spadaju u najkorišćenije finansijske instrumente.

Akcije društva su prenosive na tržištu kapitala, prema regulativi konkretne države, gde se cena formira prema principima ponude i tražnje. Interesovanje investitora zavisice od niza parametara-od dužine nameravanog poseda akcije, njegovih afiniteta ka akcijama renomiranih firmi koje daju stabilne dividende, sklonosti ka riziku sa novim, rastućim kompanijama, kao i od afinitetima za akcijama kompanija koje planiraju ozbiljne investicione poduhvate, itd.

Uprkos tome što postoje određeni vidljivi parametri vrednosti, kao što su knjigovodstvena ili tržišna cena, oni su često nedovoljni za valjanu procenu vrednosti i moguće dobiti za investitore, koji se odlučuju za njihovu kupovinu. Zato su razvijeni modeli vrednovanja manje ili veće složenosti - diskontovanja dividendi, diskontovanja novčanih tokova, kao i niz modela relativnog vrednovanja.

Ova vrednovanja značajna su tokom života jednog akcionarskog društva, prilikom prve emisije, kasnijih dokapitalizacija, kao i prilikom donošenja investicionih odluka na sekundarnom tržištu akcija.

Abstract

This paper analyzes the methods of determining the value of the shares, which are among the most used financial instruments.

The company's shares are transferable in the capital market, according to the regulations of a particular state, where the price is formed according to the principles of supply and demand. The interest of the investor will depend on a number of parameters-the length of the stock owning, its affinity to the shares of renowned companies that give stable dividends, the tendency to risk with new, growing companies, and the affinities for the shares of companies that are planning serious investment ventures, etc.

Despite the fact that there are certain visible value parameters, such as bookkeeping or market price, they are often insufficient to properly evaluate the value and possible profit for investors who opt for their purchase. Therefore, models for evaluating higher or lesser complexity of the discounting dividends, discounting cash flows, as well as series of relative valuation models have been developed.

These valuations are important during the life of a joint stock company, during the first emission, subsequent recapitalization, as well as when making investment decisions on the secondary stock market.

Ključne reči: *akcije, cene akcije, diskontovanje novčanih tokova, model relativnog vrednovanja*

Keywords: *stocks, the stock price, discounting cash flows, relative valuation models*

1. Uvod

Postoje tri tipa cene akcija: nominalna, knjigovodstvena i tržišna. Prva dva tipa su knjigovodstvene prirode, pa je osnovnog značaja tržišna cena, kao cena njihove prodaje na sekundarnom tržištu.

Nominalna vrednost formira se prilikom emisije akcija koja se dobija deljenjem visine kapitala koji se emisijom prikuplja s brojem akcija koje se izdaju. Visina kapitala koji je tako prikupljen menjaće se u zavisnosti od rezultata korporacije (akcionarskog društva). Korporacija će svake godine izdavati knjigovodstvene izveštaje. Unutar izveštaja, u bilansu stanja, iskazana je razlika između ukupne imovine i obaveza, tj. knjigovodstvena vrednost akcija prema Briliju i saradnicima. [1] Knjigovodstvena vrednost običnih akcija, određuje se i kao količnik ukupne knjigovodstvene vrednosti akcionarskog kapitala/osnovnog kapitala (koji predstavlja zbir nominalne vrednosti emitovanih akcija, emisione premije) i ukupnog broja emitovanih akcija.

Postoji i takozvana emisiona cena po kojoj se akcije emituju, to jest, izdaju, pod uslovom da je viša od nominalne cene, kada razlika između nominalne i emisione cene služi da pokrije troškove emisije, ili odlazi u rezerve društva.

Na sekundarnom tržištu akcije se prodaju po osnovu ponude i tražnje, i stoga su parametar kvaliteta poslovanja akcionarskog društva. Za efikasno tržište kapitala je neophodna informisanost investitora i šire javnosti. Beogradska berza formira indekse sa ciljem unapređenja procesa informisanja potencijalnih investitora, radi transparentnosti i uporedivosti podataka.

Postavlja se pitanje da li knjigovodstvena vrednost ima dodirnih tačaka sa tržišnom vrednošću formiranom na sekundarnom tržištu. Iz finansijskog izveštaja na primeru Pepsi korporacije koju analizira Brili sa saradnicima, proizilazi da je knjigovodstvena vrednost jedne akcije 15,40 dolara, dok je na berzi tržišna cena 1998. bila čak 33,94 dolara po akciji. Investitori znaju da knjigovođe ni ne pokušavaju da procene tržišnu vrednost.

Ova razlika se objašnjava tzv. going-concern vrednošću (neprekidnog poslovanja) koju objašnjavaju tri faktora:

1. moć ekstra zarade-kompanija ima sposobnost da zaradi više nego što je adekvatna rata povrata,
2. postoji mnogo dobara koja ne ulaze u računovodstveni izveštaj, a vrlo su važna za kompaniju,
3. vrednost budućih investicija—ukoliko investitori veruju da će kompanija u budućnosti imati nadprosečno profitabilne investicije, platiće više za njene akcije danas. [1]

2. Modeli utvrđivanja vrednosti akcija

Prilikom utvrđivanja vrednosti može se krenuti od više metoda.

2.1 Metodi koji se baziraju na bilansu stanja

Prva velika grupa metoda je ona koja se bazira na bilansu stanja (balance-sheet based methods). Jedna od njih je knjigovodstvena vrednost ili neto vrednost iskazana u bilansu (kapital i rezerve). Zbir predstavlja vrednost kompanije, i u tradicionalnom shvatanju je to najrealnija vrednost. Problem kod ovog metoda je taj što su knjigovodstveni kriterijumi često i subjektivni, te ova vrednost gotovo nikad nije identična tržišnoj vrednosti.[2] U potrazi za prevazilaženjem ovog nedostatka nastaje prilagođena knjigovodstvena vrednost. Ona nastaje kada vrednost imovine i obaveza prilagodi tržišnoj vrednosti. Sledeći je model likvidacione vrednosti kao parametar za njenu donju vrednost. To je iznos koji bi se dobio kada bi društvo prestalo sa radom, a nakon prodaje aktive, i isplate dugova, kada se ostatak isplaćuje akcionarima koji imaju pravo učešća u likvidacionoj masi srazmerno učešću u kapitalu.

Za donju granicu se često upotrebljava i Torbinovo q , kao racio između tržišne vrednosti firme i troška zamene aktive.[3]

2.2 Metodi koji se baziraju na bilansu uspeha/relative valuation methods

U ovim metodama, vrednost se utvrđuje na osnovu prihoda, prodaje, itd.

Tu svrstavamo noviji racio PERs, kao vrednosni racio kod koga je P vrednost firme, E sadašnji prihodi, ili prihodi poslednjeg perioda. Promene u vrednosti ovog racija povezane su sa promenama racija sadašnjih prihoda firme.[4] Vrednost akcije se određuje ovim metodom na sledeći način:

$$\text{Equity value} = \text{PER} \times \text{Net income}$$

$$\text{PER} = \text{tržišna vrednost akcija} / \text{profit posle plaćanja poreza} [1]$$

Ovo je najkorišćeniji metod za korporacije koje se nalaze na listingu berzi. Nekada se koristi i relativni PER što je PER kompanije podeljen PER-om države.[2]

U ovu grupu spadaju i metodi čija je osnova vrednost dividendi. Isplativost vlasnicima običnih akcija dolazi u dve forme:

- kroz dividende, kao učešće u dobiti društva,
- kroz kapitalne dobiti i gubitke.

Obično investitori očekuju obe forme. Ipak, među njima postoje i razlike. Neki investitori najviše drže do dividende jer ih zanimaju stabilni prihodi, i najčešće ulažu u Blue Chip kompanije koje su uspešne kompanije sa vrlo visokom reputacijom. S druge strane su investitori koji vole da ulažu u rastuće kompanije i više time rizikuju, te ih više interesuje buduća kapitalna dobit te su spremni i da se odreknu dividendi u procesu reinvestiranja i rasta kompanije.

Može se uzeti da je trenutna cena P_0 i očekivana cena u periodu od narednih godinu dana je P_1 , dok je očekivana dividenda po akciji Div_1 . U simplifikovanom modelu gde se dividende isplaćuju jednom godišnje, a sledeća dividenda se očekuje za godinu dana, očekivana stopa prinosa u periodu od godinu dana je očekivana dividenda plus očekivani porast cene podeljeni sa početnom cenom na početku godine.

$$\text{Očekivani povrat / stopa prinosa} = P =$$

$$\frac{Div_1 + P_1 + P_0}{P_0} [2]$$

Iznos u zagradi može na kraju perioda biti dobit ili gubitak kapitala. Ukoliko je investitor kupio akciju po ceni od 5000 dinara, u godini držanja je ostvario dividendu od 500 dinara, i na kraju godine akciju prodao za 6000 dinara, dobija se ovaj obračun prinosa:

$$\frac{500 + (6000 - 5000)}{5000} = 0,30 = 30\%$$

Zapravo, očekivani povrat dolazi u dva dela, kroz očekivanu dividendu, i očekivani kapitalni dobitak. Neki ovaj pristup nazivaju utvrđivanje intrinzičke, unutrašnje, vrednosti akcija. [2]

Predviđanje vrednosti akcija u nekoj tački u budućnosti nije jednostavno kako se čini, ili predstavlja. U tom smislu, postoji model diskonta dividendi gde se vrednost akcija izražava kao sadašnja vrednost svih prognoziranih budućih dividendi plaćenih akcionarima bez obraćanja pažnje na buduću cenu akcija.

$$P_0 = \text{sadašnja vrednost} = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_t}{(1+r)^t} + \dots$$

Ovaj period može biti veoma različit. Zato se posmatraju investitori koji imaju različite vremenske horizonte. Svaki od njih će vrednovati portfolio akcija jedne firme prema sadašnjoj vrednosti dividende koju očekuje da primi, i sadašnjoj vrednosti akcija po kojoj će one biti jednom prodate. Za razliku od obveznica ovde ne postoji određeni rok za prodaju, one ne „sazrevaju“, dugoročne su hartije od vrednosti. U svakoj tački vremena, sva obezbeđenja istog rizika su vrednovana da ponude istu očekivanu stopu povrata. Za jednogodišnjeg investitora, formula izgleda ovako:

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{1+r} [4]$$

Za dvogodišnjeg investitora formula izgleda ovako:

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{1+r} + P_0 = \frac{Div_2 + P_2}{(1+r)^2} [5]$$

što dalje može ići u neodređenom broju mogućih horizonata. Ukratko rečeno, prema ovom modelu, vrednost akcija je sadašnja vrednost dividendi koje će biti isplaćene investitoru unutar njegovog horizonta, plus sadašnja vrednost očekivane tržišne vrednosti akcije na kraju tog horizonta. Ukoliko je horizont beskrajno daleko, onda sadašnja vrednost cene akcije na njegovom kraju gubi značaj, te je vrednost akcije jednaka broju ukupnih dividendi tokom tog vremena.

Ova je formula posebno interesatna zato što pokazuje da iako investitori mogu predavati svoje portfolije vrlo brzo, to nema efekat na vrednost akcija u kratkom vremenskom horizontu. Ukoliko se očekuje da dividenda ostane stalna kategorija, vrednost akcije se može posmatrati kao odnos prinosa i dividende:

$$P_0 = \frac{Div}{r} [6]$$

Konstantnost dividendi je međutim, teško ostvariva u dugom vremenu, pa se zato često uključuje druga pretpostavka stalnog rasta dividendi po konstantnoj rati g zauvek.

$$Div_2 = Div_1(1 + g)$$

$$Div_3 = Div_2(1 + g)^2$$

itd ...

$$Div_t = Div_{t-1}(1 + g) = Div_1(1 + g)^{t-1} [7]$$

Ukoliko se u ovo uključi pomenuta formula diskonta dividendi:

$$P_0 = \text{sadašnja vrednost} = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_t}{(1+r)^t} + \dots$$

Dobijamo:

$$Div_1 = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_1(1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_1(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} \dots [8]$$

Ovim postupkom pretpostavke konstantnog rasta, dolazi se do zaključka da je očekivana stopa prinosa jednaka prinosu dividendi i stopi rasta.

Ovakav pristup konstantnog rasta je prikladan za firme u stabilnom stanju kod

kojih se zaista može očekivati stalni rast. Međutim, potpuno je neadekvatan ukoliko je reč o kompanijama kod kojih situacija nije takva u smislu neisplaćivanja dividendi, itd.

Postoji i vrednovanje putem prodajnih multiplikatora. Metod se sastoji iz množenja godišnje prodaje kompanije određenim brojem, pri čemu se broj određuje zavisno od okolnosti. [2]

Takođe postoje i drugi multiplikatori:

- EBIT;
- EBITDA;
- Vrednost operativnog novčanog toka i drugi. [2]

EBIT se zasniva na bilansima u kojima je iskazan kao operativni profit. On se definiše kao ostvaren prihod minus troškovi prodatih roba i administrativni troškovi i troškovi prodaje povezani sa poslovanjem. Kalkulacija ne oduzima takse i kamate.

EBITDA je takođe operativni profit—to je prihod pre kamata, taksu, depresijacije, i amortizacije koji beleži operativne performanse kompanije. Njome se procenjuju performanse bez uzimanja u obzir finansijskih odluka, računovodstvenih odluka i poreskog okruženja.

Operativni novčani tok ispituje da li je se novčani tok bitno razlikuje od prihoda. Definisani je kao neto operativni profit plus nenovčani troškovi, minus nenovčane prodaje. [5]

EBIT i EBITDA prema Stjuartu, motivišu menadžere da protraće kapital ne štiteći interese vlasnika, dok bi zapravo trebalo da budu motivisaniji da upotrebe kapital koji je deficitaran imaginativno i inteligentno radi ostvarenja ciljeva biznisa. [6]

2.3 Metode koje se baziraju na gudvilu

Ove metode polaze od toga da se vrednost kompanije nalazi delom neiskazana u knjigovodstvenoj vrednosti i bilansima uopšte, zahvaljujući njenim neopipljivim vrednostima kao što su kvalitet portfolija kupaca, brendovi, trgovačke alijanse, itd, a koji stvaraju konkurentsku prednost na tržištu u odnosu na druge učesnike. One najpre procenjuju statičku vrednost kompanije u sadašnjosti, te potom

procenjuju vrednost koju će generisati u budućnosti. Prema klasičnom metodu, vrednost je jednaka neto imovini plus vrednost gudvila.

$$V = A + (n \times B) \text{ ili } V = A + (z + F) \text{ [9]}$$

U prvom slučaju se gudvil predstavlja kao n ili množilac godišnjeg prihoda kompanije, a u drugom je određeni procenat prometa.

U ovim formulama:

A = Neto imovina

n = Koeficijent između 1.5 i 3

B = Neto prihod

z = Procenat prihoda od prodaje

F = Promet

Prvi se metod koristi u industriji, a drugi najčešće u maloprodaji. Primera radi, ukoliko gudvil procenimo kao trostruki u odnosu na godišnji neto prihod, pri čemu je neto imovina 15 miliona dolara, a neto prihod 3 miliona, dobijamo procenu vrednosti:

$$\text{Vrednost kompanije} = 15 + (3 \times 3) = 24 \text{ miliona dolara}$$

Sem ove metode, postoje i pojednostavljena UEC metoda, indirektna metoda, itd. [2]

2.4 Metode koje se baziraju na diskontovanom novčanom toku (Cash flow discounting-based methods)

DFC (u Srbiji DNT) pristup ili diskontovani novčani tok bazira se na projektovanim budućim tokovima novca koje diskontuje da bi došao do procene trenutne vrednosti. Ukoliko je vrednost dobijena ovom analizom veća od trenutnog troška investicije, investitori procenjuju da je investicija dobra.[7]

$$DFC = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \text{ [10]}$$

gde je DFC diskontovani tok novca, CF tok novca, a r diskontna stopa (WACC).

WACC je stopa za koju se očekuje da kompanija plati u proseku svojim poveriocima, najčešće se označavajući kao trošak kapitala i diktira ga spoljno tržište, a ne menadžment.

CFROI (Cash Flow Return on Investment) izražava procenu jednog perioda kompanijskog toka novca kao procenat totalne investicije.

ROIC (Return on Invested Capital) je definisan kao ratio neto operativnog profita manje prilagođene takse (NOPLAT) na investiran kapital.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{(\text{investirani kapital})} \text{ [11]}$$

RI (Residual Income) meri uvećan prihod iznad cene kapitala zasnovan na šansama investicije sličnog rizika. [8]

3. Indikatori efikasnosti kompanije

Investitorima je značajna sposobnost akcionarskog društva da ostvaruje profit. Stoga se u odlučivanju koriste indikatori fundamentalne analize. Postoje pritom tržišni pokazatelji cene akcije, koja je indikator efikasnosti kompanije i to su: EPS, P/E, P/B, dok su bilansni pokazatelji kompanije ROA i ROE. Indikator veličine i obima prometa na berzi se dobija kao odnos tržišne cene akcija i broja akcija, i ima naziv tržišna kapitalizacija. Važan je i indikator dobiti po akciji (EPS) koji objašnjava visinu dobiti investitora po osnovu posedovanja jedne obične akcije. Rast dobiti po akciji ostvaruje uticaj i na rast tržišne vrednosti akcije, po principu zakona ponude i tražnje. [9] Pošto investitori nemaju kompletne informacije, za kompanije nije veliki problem da „naduvaju“ cene akcija na kratak rok. Tako da su u devedestim godinama menadžeri povezivali uspeh kompanija sa povećanjem efikasnosti, a investitori su podizali na konto toga cenu akcija na tržištu nesvesni da su kompanije smanjivale svoje investicije u razvoj proizvoda i izgradnju brendova kako bi povećale kratkoročni profit iako je rast dohotka padao. Uprkos tome što usmeravanje na kratkoročni EPS čini da se zaobiđu dugoročne mere koje povećavaju vrednost, ovo je davalo rezultate koji su na kratak rok impresionirali akcionare. [10]

Na P/E ratio u teoriji fokusiraju se mnogi autori uključujući Vatsama. To je odnos tržišne cene obične akcije i dobiti po akciji i iskazuje očekivanja tržišta kapitala vezanim za buduću rentabilnost organizacije. Poverenje akcionara u akcionarsko društvo i

ovaj pokazatelj su direktno proporcijalni, što je veći ovaj rasio, veće je i poverenje u buduću rentabilnost. To je odnos cene i prihoda, ili konkretno aktuelne cene akcija i poslednje zarade po akciji. Ovim indikatorom se posebno bavio Vatšam. Postoji više modifikacija ovog odnosa, istorijski, normalni, regresivni, itd. Mnogo je faktora koji utiču na ovaj odnos. Hlsi pravi razliku između ovog i racija P/B –kao racija tržišne i knjigovodstvene cene i iznosi sledeće:

- Kod kompanija sa visokim performansom, oba racija su visoka, a očekivan je pozitivan rezidualni prihod koji raste.
- Kod kompanija u padu, visok je P/B, nizak P/E, a očekivan je pozitivan rezidualni prihod, kao i pad prihoda.
- Kod kompanija sa lošim performansom, nizak je P/B, nizak P/E, a očekivan je negativan rezidualni prihod, kao i pad prihoda.

Dovođenjem u odnos tržišne cene akcije i zarade po akciji može se kvantifikovati rizičnost akcije, ili osetljivost njene cene na promene u prihodu preduzeća.

Ovaj rasio smatra se nestabilnim indikatorom, pokazatelj koji ne samo da varira među društvima, već je moguća velika varijacija za jedno društvo u vrlo kratkom razmaku. Ipak, on je u praksi najpopularniji indikator uspešnosti poslovanja za investitore.

Definišući ovaj rasio kao tržišnu cenu po akciji podeljenu sa zaradom po akciji, Čizolm se bavi poređenjem kompanija po ovom kriterijumu što je moguće kod kompanija koje pripadaju istom sektoru. Visok rasio najčešće je vrlo primamljiv za investitore.

Prinos na akcijski kapital (ROE, eng. return on equity) odnos je neto profita nakon oporezivanja i prosečnog kapitala. On pokazuje visinu dobiti koju je ostvario menadžment po jedinici uloženog kapitala. Ipak, maksimizacija dobiti ne mora biti garancija maksimizacije prinosa za akcionare.

$$ROE = \frac{\text{neto dobit}}{(\text{prosečna neto imovina})}$$

$$\times \frac{\text{prosečna ukupna imovina}}{(\text{prosečan akcionarski kapital})} [12]$$

Povrat na imovinu (ROA, eng. return on assets) imovinu tiče se odnosa koji odražava sposobnost ostvarivanja profita angažmanom prosečne imovine u određenom periodu. [11]

$$ROA = \frac{\text{dobit nakon oporezivanja}}{(\text{prosečna ukupna imovina})} [13]$$

Koler i saradnici smatraju da je ROIC bolji analitički pokazatelj od ROA i ROE za ocenu performansi jer se bazira isključivo na posmatranju poslovanja.

Finansijski eksperti nisu vezani računovodstvenim standardima, i zato oni nekad sačinjavaju tržišno zasnovan bilans stanja kojim analiziraju izvorne vrednosti firme. On uzima u obzir dve klase dobara-dobra koja već postoje: opipljive i neopipljive, i šanse da se investira u buduće uspešne projekte. Neke se firme baziraju na postojećim dobrima, neke na šansama, dok se treće baziraju na oba aspekta. [1]

4. Kreiranje vrednosti za akcionare

4.1 Moguće mere kreiranja vrednosti za akcionare

Ekonomski dobitak (Economic profit) bazična je verzija rezidualnog dobitka. To je poslovni prihod koji na kraju poslovnog perioda preostane posle pokrića svih poslovnih rashoda i troškova angažovanog kapitala. Uloženi kapital se najčešće utvrđuje kao zbir neto obrtnih sredstava i ukupne fiksne imovine.

$$EP = NOPAT - (\text{Uloženi kapital} \times WACC) \text{ ili}$$

$$EP = (ROIC - WACC) \times \text{Uloženi kapital} [14]$$

NOPAT-neto poslovni dobitak posle poreza, WACC-ponderisana prosečna cena kapitala i ROIC-stopa prinosa na uloženi kapital.

Ovaj parametar izražava uspešnost u apsolutnom novčanom iznosu izražavajući prinos ostvaren u jednom intervalu. On uvažava trošak uloženog kapitala. Kompanije koje primenjuju ovaj parametar fokus upravo stavljaju na troškove investiranja kapitala čime se mogu ostvariti uštede u kapitalu.

Jedna od najvažnijih empirijskih studija o vezi koja postoji između isplate dividendi i ponašanja akcionara objavljena je 1974. godine, a pripada autorima Fišeru i Šolsu na uzorku od 25 investicionih portfolija praćenih u periodu od 1936. do 1966. [12] Istraživana je veza ukupnog prinosa investicionog portfolija sa jedne, i prirasta dividende sa druge. Unutar studije je ustanovljeno da unutar određene kategorije rizika, neke akcije nisu uopšte obezbeđivale isplatu dividendi, neke su davale skromne dividende, neke druge dividende su bile vrlo visoke, ali sve su davale istu stopu prinosa na ukupno uložena sredstva. Osnovni pokretač za akcionare prema studiji nije stvarna i isplaćena dividenda, već sposobnost kompanije da je obezbedi, a sama ta sposobnost uslovljena je finansijskim pokazateljima preduzeća. Cena koju je investitor spreman da uloži za akcije nekog društva uslovljena je ukupnim očekivanim i ostvarenim prinosom na uložena sredstva. Ukoliko ostvarena stopa prinosa (ukupno investirani kapital) nije u stanju da zadovolji ova očekivanja, dolazi do odliva vrednosti, što se dešava kod društava kod kojih je stopa prinosa na investiciju niska, i odlazi ka onim koja su u stanju da obezbede višu stopu prinosa na investiciju svojim vlasnicima.

$$\frac{\text{ostvarena stopa prinosa na sredstva uložena u preduzeće}}{\text{očekivana stopa prinosa}} = \frac{\text{tržišna vrednost kapitala}}{\text{knjigovodstvena vrednost kapitala}}$$

Kroz dalju budućnost, dokazana je vrlo visoka korelacija između ovih pokazatelja. Rezultat ovih istraživanja bilo je definisanje dodatne ekonomske vrednosti kao osnovnog indikatora poslovnog uspeha za investitore—EVA® (dodata ekonomska vrednost) koja se zasniva na shvatanju da je raspon između stope prinosa na ukupnu investiciju i cene investiranog kapitala u proseku osnovni pokretač vrednosti preduzeća iz ugla investitora. Ekonomska dodata vrednost se u pogledu definicije i osnovne formule za izračunavanje, ne razlikuje od ekonomske dobiti, a razvija je konsultantska kompanija Stern Stjuart koja registruje EVA kao svoje trgovačko ime. Ovaj metod

karakteriše korigovanje računovodstvenih podataka radi simulacije novčanog toka iz poslovne aktivnosti. Ove korekcije utiču na oba suštinska podatka NOPAT i trošak investiranog kapitala. [13] Economic Value Added (EVA) je dakle procena ekonomskog dobitka generisanog od firme putem poređenja neto operativnog profita posle poreza (NOPAT) sa troškovima svih vrsta kapitala. Ideja primene dodatne ekonomske vrednosti nije nova, nju je počela primenjivati kompanija Dženeral motors početkom prošlog veka. Ona se definiše na različite načine:

- Kao merilo finansijske uspešnosti zasnovano na vrednosti;
- Instrument izbora investicija;
- Merilo čije maksimiziranje dovodi do uvećavanja vrednosti za akcionare za razliku od ROI, koji ne vodi uvek povećanju kvaliteta poslovanja, merilo uspešnosti menadžmenta; i
- Merilo uspešnosti performansi menadžmenta. [14]

SVA (Shareholder Value Added) polazi od neto sadašnje vrednosti (kao varijante rezidualnog dobitka) koju utvrđuje Rapaport i koja se izražava formulom:

$$SV = \text{Vrednost kompanije} - \text{Vrednost duga} \quad [15]$$

Vrednost kompanije je sadašnja vrednost očekivanog novčanog toka u planskom periodu koja se uvećava za rezidualnu vrednost i vrednost utrživih hartija od vrednosti. WACC se koristi kao diskontna stopa. Vrednost duga u sebe obuhvata tržišnu vrednost duga i tržišnu vrednost pozicija slične prirode dugu. Na osnovu ovog se može utvrditi dodatna vrednost za akcionare kao vrednost koju je kompanija dodala u toku jedne poslovne godine.

$$SVA = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} \pm \frac{OCF_1}{r \times (1+r)^t} - \frac{OCF_{t-1}}{r \times (1+r)^{t-1}}$$

FCF - slobodni novčani tok

OCF - poslovni novčani tok (najčešće je zbir NOPAT i tekuće amortizacije)

r - diskontna stopa

Dodatna novčana vrednost (CVA) je merilo vrednosti koje meri poslovne performanse

ostvarene u jednom periodu i to u apsolutnom iznosu, uzimajući u obzir novčani tok i cenu angažovanog kapitala.

$$CVA = OCF - (WACC \times GI) [17]$$

Gde je GI-bruto ulaganje koje doprinosi stvaranju vrednosti ako je CVA veća od nule. Dok je OCF zbir NOPAT-a, i godišnje amortizacije, dok je GI zbir neto investicija i otpisane vrednosti imovine u bilansu stanja. Poseban oblik CVA je trgovačko ime registrovano od strane konsultantske kuće Anelda AB koji insistira na odvajanju strategijskih i nestrategijskih ulaganja. U skladu s tim, daje sledeću formulu:

$$CVA = OCF - OCFD [18]$$

OCF - poslovni dobitak korigovan nenovčanim izdacima i umanjen za strategijska ulaganja i ulaganja u obrtna sredstva.

OCFD je zahtevani novčani tok koji kompanija mora generisati kroz strategijska ulaganja u cilju ostvarenja ciljeva investitora.

OCFD se za godinu početnog ulaganja izračunava na sledeći način:

$$OCFD_1 = \frac{1}{\frac{(1+p)^n}{k-p} - \frac{1-p}{(1+k)^n}} [19]$$

I - je inicijalno ulaganje

K - željena stopa prinosa

P - očekivana stopa inflacije

Ovaj parametar koristi i kompanija BCG koja koristi sledeću formulu:

$$CVA = (CFROI - WACC) \times GI [20]$$

CFROI je gotovinski prinos na ulaganja. On se obračunava:

$$CFROI = \frac{OCF - ED}{GI} [21]$$

gde je ED ekonomska depresijacija, to jest, iznos koji se svake godine u životnom veku sredstava ulaže u poseban amortizacioni fond po stopi cene kapitala. [15]

MVA teži da izmeri kreiranu vrednost kompanije i predstavlja razliku između tržišne vrednosti kapitala ili tržišnu vrednost nove investicije i knjigovodstvenu vrednost kapitala ili inicijalne investicije.

$$MVA (\text{market value added}) = \text{Equity market value (price)} - \text{Equity book value} [22]$$

Veza između MVA i EP može se odrediti ovako: prvi parametar je sadašnja vrednost Epdiskontovanog ratom zahtevanog prinosa na kapital. [2]

U pogledu veze sa EVA® sa MVA, polazimo od njene formule:

$$EVA = NOPAT_t - (Dt + E_{bvt} - 1) WACC [23]$$

EVA je jednostavno NOPAT umanjen za knjigovodstvenu vrednost kompanije multiplikovana prosečnom vrednošću troškova kapitala (WACC). Ona miksuje računovodstvene parametre sa tržišnim parametrom ponderisane cene.

Odnos između određuje se tako da je sadašnja vrednost EVA diskontovana WACC je MVA. To je dakle razlika između ROA i WACC multiplikovana knjigovodstvenom vrednošću kapitala. Da bi ona bila pozitivna ROA mora biti veća od WACC. [2]

Prema Koleru i saradnicima, u ultimativnom smislu, vrednost za akcionare kreirana je u zavisnosti od ROIC-a i rasta dohotka, kao i sposobnosti menadžera da ih oba održe kroz vreme.[10] Prema Stjuartu, EVA ne determiniše cenu akcija kompanije direktno, jer to i nije mera po akciji. Ali je ona za njega najbolja mera za objašnjenje trenutne performanse akcija u smislu cene. Ona je u relaciji sa ovom cenom preko sestrinske mere koju Stjuart naziva MVA, a koja označava dodatu tržišnu vrednost. Za njega je potonja mera mnogo značajnija od tržišne cene akcije same po sebi. Ona je dolarska razlika između totalnog novca investiranog u biznis koji je sada iskazan u bilansu stanja kao investirani kapital i sadašnja vrednost novca koji oni očekuju da iz biznisa iznesu indicirano cenom akcija kompanije. Za njega uvećanje MVA otkriva više od svih drugih mera kako je uspešni menadžment vršio alokaciju, upravljanje, preusmeravanje retkih resursa da maksimizira bogatstvo vlasnika maksimiziranjem sadašnje neto vrednosti poslovnog poduhvata.[6] Za Fernandez, EVA, CVA i EP korespondiraju sa MVA, ali nemaju značaj za kreiranje vrednosti u određenom periodu, već su

mnogo efikasnije sredstvo za posmatranje učinka i performansi menadžmenta. [2]

5. Fundamentalna analiza

U prethodnom delu posmatrani su pojedini modeli vrednovanja akcija i akcijskog (osnovnog) kapitala koji su brojni. Fundamentalna analiza koristi neki od tih modela, ili više njih, ali je ona izuzetno kompleksna analiza.

Prilikom donošenja investicionih odluka, investitori koriste niz tehnika analize. Oni analiziraju finansijske izveštaje, u smislu da vrše pregled finansijskog položaja organizacije i prikupljaju važne informacije. Investitori su uz davanje kredita najvažniji stakeholderi putem kojih korporacija dolazi do potrebnog kapitala. Oni koriste informacije iz finansijskih izveštaja u cilju procene kvaliteta rezultata kompanije i kao osnovu za predviđanje buduće vrednosti društva. Pored finansijskih izveštaja, koriste se i drugi izvori informisanja: investicioni informacioni servis, publikacije koje objavljuju velike brokerske kuće, stručni časopisi i sl.

Investitori mogu fundamentalnu analizu kombinovati sa tehničkom, kvantitativnom analizom i analizom finansijskog ponašanja, gde se time dobija racionalna analiza. [16]

Između uvećanja kapitala i promene cene akcija postoji logična veza, pa investitori pokušavaju da predvide njihovo kretanje. Takođe, promena cene akcija utiče i na nivo blagostanja vlasnika, poslovanje emitenta, a posredno i na stanje privrede u celini.

Tehnička analiza orijentiše se na prošlost, cene akcija predviđaju se u budućnosti na osnovu njenog kretanja u prošlosti. Dok je na nerazvijenom tržištu kapitala poput našeg ovo predviđanje skopčano sa velikom neizvesnošću, a na razvijenim tržištima kapitala ovakva analiza je pouzdana na kratak rok, dok nepreporečljiva na duži rok.

Prilikom investicionih odluka, investitori često polaze od tzv. fundamentalne analize koja podrazumeva pregled dokumenata, bilansa, kompanijskih podataka, analize tržišta, itd.

Fundamentalna analiza je namenjena dugoročnim investitorima, i ona pravi distinkciju između cene i vrednosti akcije. Potražnja za akcijama je logično veća ukoliko je ono rentabilno-ostvaruje dobit. Prema tržišnoj zakonitosti, ukoliko je potražnja za akcijama neke korporacije veća od ponude, cena akcije raste i obrnuto. Ukoliko akcionarsko društvo redovno isplaćuje dividende, akcije takvog akcionarskog društva načelno su poželjnije od onog koji se odlučuje za reinvestiranje ostvarene dobiti u smislu rasta i razvoja organizacije. Pored prihoda od dividendi, akcionari mogu ostvariti i pravo na udeo u kapitalnoj dobiti, kao razlici u ceni po kojoj je kupljena akcija, i po kojoj je nakon nekog vremena prodana. To je još jedan dokaz razlike između tržišne i knjigovodstvene cene.

Postoje dva pristupa u fundamentalnoj analizi: top-down i bottom-up. Razlika je u smeru-da li se ispituje situacija sa makro ili mikro nivoa. U prvom se slučaju kreće od analize stanja i predviđanja kretanja u celini privrede, potom u industrijskoj grani, i konačno u konkretnoj kompaniji. U drugom slučaju analiza je obrnutog reda.

Faktori koji utiču na cenu akcije klasifikuju se na: interne i eksterne.

Prvi se tiču poslovanja konkretnog akcionarskog društva, analiziraju se njegovi bilansi, ROA, ROE, struktura izvora finansiranja. Eksterni faktori tiču se ukupnog makroekonomskog ambijenta pa se analiziraju BDP, inflacija, zaposlenost, devizni kurs, zaduženost države, itd.

Osnovni element analize je dobit. Ona govori o odnosu prihoda i rashoda, a implicira u izvesnom smislu i iznos dividende. Sadašnja tržišna vrednost akcija zavisi od očekivanih primanja po osnovu dividendi i rizika naplate čime se naglašava važnost države jer ona kreira uslove u kome ti rizici treba da budu redukovani.

6. Zaključak

Akcije su hartije od vrednosti, ili finansijski instrumenti koji su negocijabilni i predviđeni za trgovanje na finansijskom tržištu, konkretno, tržištu kapitala. Njihov izdavalac

je akcionarsko društvo koje ih može emitovati po prvi put, kad je reč o primarnoj emisiji, ili u docnijim fazama razvoja društva radi skupljanja novog kapitala, kada se radi o sekundarnoj ili sezonskoj emisiji ili dokapitalizaciji. Akcije su hartije od vrednosti s učešćem, budući da daju pravo na upravljanje, dividendu, učešće u likvidaciji, te pravo raspolaganja na tržištu akcija. Akcije imaju svoju knjigovodstvenu vrednost iskazanu u knjigama, tržišnu koja se formira mehanizmom ponude i tražnje, nominalnu na koju akcija glasi, a moguće je postojanje i emisione vrednosti.

Investitorima, međutim, navedene vrednosti po pravilu nisu dovoljne da donesu odluku o investiranju. U tom smislu, oni primenjuju, to jest, oslanjaju se na stručnjake koji primenjuju neku od brojnih metoda utvrđivanja i predviđanja vrednosti kompanije i akcija u budućnosti, u zavisnosti od očekivanja koja imaju. Ta očekivanja mogu se odnositi na dugovremeno držanje i ubiranje dividendi, ili na kratkotrajno držanje u posedu, kada ih takođe zanimaju i parametri rasta i kada su više zainteresovani za kapitalnu dobit.

Kompanija stvara vrednost koja koristi ne samo njenim akcionarima, već i svim drugim zainteresovanim stranama. Pri tome, sama definicija pojma vrednosti zahteva i preciznu definiciju i mogućnost merenja pojmova kao što su prinos na investirani (uloženi) kapital (sredstva), investicija i rizik. Vrednost je izraz koji ukazuje koliko nešto vredi. Može da se meri i izrazi na veći broj načina.

U poslednjih desetak godina, veliki broj konsultantskih kuća je počeo da primenjuje pristup finansijskom upravljanju preduzeća sa ciljem kreiranja vrednosti. Stern and Stewart & Co., je uvela pojam i model EVA u proces upravljanja (Economic Value Added ili dodata ekonomska vrednost). EVA se izračunava kao neto rezultat iz poslovanja nakon oporezivanja umanjen za cenu kapitala. Ideja autora je da se ocena ostvarenih rezultata menadžementa vrši isključivo kroz ovaj pokazatelj kreirane vrednosti u poslovanju.

Bibliografija

1. Petković, V., Đokić, A., Menadžment ljudskih resursa, Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo – Beograd, 2010, str. 262 – 266
2. Baškarad, N, Fundamentalna analiza cena akcija, Institut za pravo i finansije, Beograd, 2014.
3. Brealy R., Myers S., Marcus, A, Fundamentals of corporate finance, Third edition, University of Phoenix, Phoenix, 2011.
4. Čupić, M, Ocena značaja četiri varijante rezidualnog dobitka za ostvarivanje cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare, Ekonomski horizonti, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Vol. 12, Sveska 2 , 2010.
5. Erasmus, P, Value based financial performance measures: an evaluation of relative and incremental information content, Corporate ownership & control, Vol. 6, Issue 1, 2008.
6. Fernandez, P, Valuation methods and shareholder value creation, Accademic Press, San Diego, 2002.
7. Gavrilović, M., Zimonjić, S., Technical analysis as a method of predicting price movements and future market trends, Finance, Banking and Insurance-Book 5, EEE 2017, Faculty of Business Economics and Entrepreneurship, Belgrade, 2017.
8. Gavrilović, M., Jovančević D., Cogoljević M., Kreiranje nove vrednosti privrednih društava, Međunarodna naučna konferencija: Resursi i društveni razvoj Srbije, Rajac, Centar za strateška istraživanja, septembar 2011.
9. Gottwald, R, The use of the p/e ratio to stock valuation, Grant journal, Mendelova univerzita v Brně, Brno, 2012.
10. Harley, R. and Trahan, E, Corporate Financial Control Mechanisms and Firm Performance: The Case of Value-Based Management Systems, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 34, Issue 1-2, 2007.

11. Jeremić, Z, Finansijska tržišta i finansijski posrednici, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2012.
12. Joković, N, Unapređenje mera poslovnog uspeha akcionarskog preduzeća, Deloitte & Touche, Ekonomski institut, Beograd, Vol. 26, No. 1-4, 2000.
13. Koller, T, Goedhart, M. and Vessels, D, Measuring and managing the value of companies, 6th ed., McKinsey & company, New Jersey, 2015.
14. Pavković, A, Instrumenti vrednovanja uspešnosti poslovnih banaka, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 2, No. 1, Zagreb, 2004.
15. Pucarević, M, Mjerila performansi kao pokazatelji efekata akvizicije, Naučni časopis za ekonomiju, Financing 03, 2012.
16. Richard, P. et al, Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice, Journal of Management, vol. 35, No. 3, 2009.
17. Stewart, B, EVA-best practice, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2013.

Istorija rada:

Rad primljen: 20.04.2018.

Prva revizija: 29.05.2018.

Prihvaćen: 13.06.2018.

