

Eksterna merila uspeha menadžera da stvore vrednost za akcionare

UDK: 005.915:347.725

Milan Čupić

Ekonomski fakultet u Kragujevcu

Eksterna merila vrednosti predstavljaju omiljene instrumente savremenih investitora i menadžera za procenu tekuće i perspektivne sposobnosti kompanije da ostvari cilj maksimiziranja vrednosti za akcionare. Ona pružaju tržišnu procenu suštinske vrednosti preduzeća, te performansi i strategija menadžmenta. Cilj ovog rada je da ispita upotrebljivost nekoliko eksternih merila vrednosti za ocenu uspešnosti menadžera da stvore vrednost za akcionare. U radu se ističe da menadžeri mogu samo delimično uticati na tržišnu cenu akcija, time i na visinu ovih merila. Zato je poseban problem utvrditi onaj deo vrednosti za akcionare čijem je stvaranju doprinoeo menadžment kompanije.

1. Uvodna razmatranja

U finansijskoj teoriji i praksi preovlađuje uverenje da su promene cena akcija jedan od najpouzdanijih pokazatelja suštinske vrednosti kompanije. Istovremeno, uverenje je da menadžeri mogu neznatno uticati na kretanje cena akcija, odnosno da cenu akcija gotovo isključivo određuju opšti ekonomski uslovi i očekivanja investitora. Neke studije pokazuju da menadžeri mogu uticati samo na 25% cene akcija, dok je 70-80% pod uticajem makroekonomskih, granskih i drugih faktora izvan uticaja menadžera [15]. Činjenica je, međutim, da u istim uslovima, različite kompanije postižu različite rezultate, oličene u različitim procentualnim promenama cena akcija, kao i da investitori ne ulažu samo u perspektivne grane, već i u perspektivne kompanije sa dobrom menadžmentom. Nekoliko istraživanja je pokazalo da su investitori u SAD i UK spremni da plate i do 18% više za akcije kompanija sa pouzdanim menadžmentom, nego za akcije kompanija sa sličnim performansama, ali slabim korporativnim upravljanjem [4]. Slično su pokazala istraživanja u nerazvijenim zemljama, gde su investitori spremni da plate 20-40% više za akcije sa dobrom korporativnom upravom [2].

Modiljani (Modigliani) i Miler (Miller) su se bavili pitanjem uticaja menadžera na cenu akcija. Oni su utvrdili da na tržišnu vrednost kompanije utiče šest faktora, od kojih su dva van kontrole menadžera. Menadžeri mogu samo delimično uticati na cenu kapitala, pre svega na željenu stopu prinosa akcionara, i dužinu perioda tokom kojeg akcionari očekuju da ostvaruju iznadprosečne prinose. Pod isključivim uticajem menadžera su sledeća četiri faktora:

1. finansijska struktura, tj. stepen finansijskog zaduženja,
2. kapitalni izdaci,

3. neto poslovni dobitak posle poreza ili NOPAT (net operating profit after taxes) i

4. stopa prinosa na nova ulaganja [15].

Posebno značajan je poslednji faktor, jer on zajedno sa nivoom novih ulaganja određuje perspektivnu sposobnost kompanije da stvara vrednost.

Ako se kao tačna prihvati prepostavka da menadžeri utiču na cenu akcija svojim odlukama o organizacionoj strukturi, pribavljanju i upotrebi kapitala, onda preostaje da se reši problem procene vrednosti čijem stvaranju je menadžment doprinoeo. Mera uspeha menadžmenta je stepen u kojem on uspeva da napreduje više u uslovima prosperiteta ili nazaduje manje u uslovima recesije od svoje konkurencije. Kako su tržišne (eksterne) procene aktivnosti menadžera često u osnovi sistema menadžerskih nagrada i bonusa i važan faktor koji uslovjava sastav menadžerske strukture, vremenom je razvijeno nekoliko eksternih merila vrednosti.

2. Tržišna dodata vrednost

Tržišna dodata vrednost, skraćeno MVA (market value added), je merilo koje je razvila i kao svoje trgovacko ime registrovala kompanija Stern Stuard (Stern Stewart & Co.). MVA predstavlja razliku između tržišne vrednosti kompanije i knjigovodstvene vrednosti kapitala uloženog u kompaniju, a izračunava se primenom sledećeg obrasca:

$$MVA = \frac{\text{Tržišna vrednost preduzeća}}{\text{Uloženi kapital}} - \text{Uloženi kapital} \quad (1)$$

MVA omogućava procenu efekata koje menadžment kompanije ostvaruje korišćenjem poverenog mu kapitala. Pozitivna vrednost ovog merila ukazuje na činjenicu da je menadžment uspeo da kreira vrednost za akcionare. Negativna vrednost MVA upućuje na za-

ključak da je menadžment preduzimao ulaganja, koja su uzrokovala uništavanje vrednosti.

Ako kompanija pribavlja finansijska sredstva emisijom obveznica i akcija kojima se trguje na berzi, onda je tržišna vrednost kompanije jednaka zbiru tržišnih vrednosti emitovanih vrednosnih papira. Tržišna vrednost emitovanih hartija od vrednosti se definiše kao proizvod cene i broja hartija određene vrste. Tržišna vrednost kompanije se može utvrditi i primenom metoda diskontovanog slobodnog novčanog toka, uz korišćenje odgovarajuće stope investicionog kriterijuma (npr. cena kapitala) kao diskontne stope. S obzirom na to da tržišna vrednost pozajmljenog kapitala u praksi uglavnom aproksimira njegovoj knjigovodstvenoj vrednosti, za utvrđivanje MVA se može koristiti i sledeći model:

$$MVA = \frac{\text{Tržišna vrednost akcija}}{\text{Kapital uplaćen od akcionara}}$$

Što se uloženog kapitala tiče, on se obično definiše kao suma finansijskih sredstava pribavljenih iz različitih eksternih izvora, kao i putem akumulacije dobitka, sa ciljem ulaganja u poslovne poduhvate preduzeća. U obzir se uzima sav kapital, bez obzira na to kada je pribavljen, odnosno sav kapital od trenutka osnivanja kompanije. U praksi se vrednost uloženog kapitala utvrđuje korišćenjem knjigovodstvenih podataka, koji retko, osim prilikom osnivanja kompanije, ukazuju na stvarno uloženi kapital. Razloge za ovo udaljavanje od ekonomске realnosti treba tražiti u računovodstvenim konvencijama, naročito načelima istorijskog troška i realizacije.

Često se ističe da MVA predstavlja pouzdano merilo vrednosti stvorene za akcionare, budući da uzima u obzir tržišnu procenu efektivnosti sa kojom menadžment koristi resurse, kao i procenu uspeha sa kojim je menadžment pozicionirao kompaniju u dugom roku. Neka istraživanja pokazuju da MVA aproksimira vrednosti koja bi bila utvrđena primenom metoda neto sadašnje vrednosti [16]. Zato se smatra da su menadžeri, čije nagrade i bonusi zavise od vrednosti MVA manje skloni izboru poduhvata sa negativnom neto sadašnjom vrednošću. Budući da meri vrednost u apsolutnim novčanim jedinicama, MVA uvažava razlike u veličini uloženog kapitala, odnosno činjenicu da se sa više kapitala generiše više vrednosti.

Zamerka koja se najčešće upućuje MVA tiče se njenog svojstva absolutne mere vrednosti od trenutka osnivanja kompanije. Alister Bler (Alistair Blair) je ovaj problem opisao na sledeći način: „MVA uvažava

istorijske i sada irelevantne rezultate, kombinovane sa rezultatima protekle godine i današnjom nadom ili razočaranjem, zajedno izražene kroz tekuću cenu akcija. Sigurno je da smo mi zainteresovani samo za tekuća ostvarenja, ili preciznije, vremenski određeno, za ostvarenja od trenutka kada je aktuelni menadžment preuzeo dužnost u kompaniji [prema 1, p. 860].“ Ova izjava se može protumačiti kao zahtev za konverziju MVA u merilo koje će meriti ostvarenja, ne od trenutka osnivanja kompanije, već u određenom vremenskom periodu, u cilju izolovanja doprinosa aktuelnog menadžmenta stvaranju vrednosti za akcionare.

U vezi sa prethodnom zamerkom je činjenica da MVA predstavlja relevantan podatak samo za akcionare koji su akcije kupili kada je kompanija osnovana. Investitorima koji su kasnije kupili akcije na primarnom ili sekundarnom tržištu pripada MVA samo od trenutka ulaganja. Neka istraživanja pokazuju da polovina akcija prosečne kompanije menja vlasnika svake dve godine, te da samo 3% investitora drži akcije duže od 10 godina. Zato se može tvrditi da svaki akcionar ima svoju MVA, dok poseban problem ostaje obračun MVA za akcionare koji su akcije kupovali u više navrata. Dakle, ne može se govoriti o MVA, primenoj za sve akcionare [9].

MVA je važno eksterno merilo za ocenu uspeha čitave kompanije i vrednosti prošlih i nameravnih investicija, mada nije od naročite koristi kada je reč o svakodnevnom poslovnom odlučivanju i dugoročnom planiranju. Budući da akcije može emitovati samo kompanija, MVA se ne može obračunati na nivou divizija, poslovnih jedinica ili proizvodnih linija, pa je teško direktno uticati na njeno povećanje. Menadžeri se zato, za potrebe svakodnevnog upravljanja kompanijom u cilju maksimiziranja MVA, moraju osloniti na interna merila vrednosti. Interno merilo, za koje su brojne studije potvrdile jaku korelaciju sa MVA, jeste ekonomski dodata vrednost, skraćeno EVA (economic value added) [13]. U kompaniji Stern Stuard tvrde da je MVA jednaka sadašnjoj vrednosti svih budućih EVA, tj:

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_t}{(1+k)^t} \quad (3)$$

Polazeći od formula 1 i 3, jasno je da tržišna vrednost kompanije može biti maksimizirana ukoliko se maksimizira sadašnja vrednost budućih EVA, što se može videti u sledećoj formuli:

$$\text{Tržišna vrednost} = \text{Uloženi kapital} + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_t}{(1+k)^t} \quad (4)$$

Prvo istraživanje o povezanosti između EVA i MVA sproveli su 1989. analitičari kompanije Stern Stjuart, na uzorku od 613 kompanija sa liste 1.000 najuspešnijih kompanija u SAD. Oni su utvrdili da je stepen korelacije između EVA i MVA za kompanije sa pozitivnom EVA jako visok, a za kompanije sa negativnom EVA slaba. Stjuart je pokušao da objasni slabu korelaciju u kompanijama sa negativnom EVA, time da tržišna cena akcija odražava najmanje vrednost neto imovine, bez obzira na prinose kompanije (odnosno tržišna vrednost preduzeća ne pada znatno ispod knjigovodstvene vrednosti, osim u slučaju ozbiljnih problema u poslovanju) [5].

Brojne studije su, međutim, ukazale na mnogo veći stepen korelacije između MVA i računovodstvenih pokazatelja poput stope prinosa na poslovna sredstva, poslovnog dobitka i NOPAT [13]. Kramer (Kramer) i Pušner (Pushner) su tako na osnovu analize performansi 1.000 kompanija na listi Stern Stjuarta utvrdili da su promene i nivo MVA mnogo više određeni nivom i promenama NOPAT, nego EVA. Dod (Dodd) i Čen (Chen) su na istom uzorku utvrdili korelaciju između MVA i EVA od 20%, ali još veću korelaciju između MVA i ROA (25%) [5].

Često se ističu sledeća dva nedostatka MVA:

1. MVA ne uvažava cenu kapitala, odnosno mogućnost angažovanja kapitala uz povoljniji odnos MVA/rizik ulaganja. Sasvim je moguće da kompanija sa pozitivnom MVA, ima stopu prinosa na ulaganje manju od cene kapitala, tj. da tržišna vrednost kompanije pokriva vrednost uloženog kapitala, ali ne i trošak tog kapitala.
2. MVA ne uzima u obzir uticaj dividendne politike na blagostanje akcionara. Od dve kompanije koje su stvorile isti iznos MVA, blagostanju akcionara više doprinosi ona koja redovno isplaćuje dividende.

Jedan od načina za prevazilaženje ovih problema je izračunavanje Viška prinosa, skraćeno ER (Excess return), primenom sledeće formule:

$$ER = \frac{\text{Stvorena vrednost}}{\text{Očekivana vrednost}} - 1 \quad (5)$$

Stvorena vrednost je jednaka sadašnjoj vrednosti svih novčanih priliva koje su akcionara ostvarili (npr. dividenda), uvećanoj za tekuću tržišnu vrednost akcija. Očekivana vrednost predstavlja sadašnju vrednost inicijalnog i svih kasnijih ulaganja u kompaniju. Kao diskontna stopa koristi se stopa investicionog kriterijuma za odgovarajuću klasu rizika. Dakle, ER uvažava mogućnost da su akcionari, ne samo uloženi kapital, već i dividendu mogli uložiti u neku drugu alternativu i

ostvariti stopu prinosa veću od one koju im obezbeđuje kompanija. ER manji od nule ukazuje na to da kompanija nije uspela da ostvari minimalnu stopu prinosa, odnosno da je uništila vrednost za akcionare.

3. M/B RACIO

Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti, skraćeno MBR (market-to-book ratio) se nadovezuje na MVA. Dok je MVA apsolutni izraz stvorene vrednosti, koji se utvrđuje kao razlika tržišne i knjigovodstvene vrednosti preduzeća (kapitala), dotle je MBR pokazatelj, koji koristeći iste inpute, stvorenu vrednost meri relativno. MBR se najčešće utvrđuje primenom sledeće formule:

$$MBR = \frac{\text{Tržišna vrednost preduzeća}}{\text{Uloženi kapital}} \quad (6)$$

Slično kao u slučaju formule za utvrđivanje MVA, u praksi se MBR, zbog pretpostavke da tržišna vrednost pozajmljenog kapitala aproksimira njegovoj knjigovodstvenoj vrednosti, može utvrditi primenom sledeće formule:

$$MBR = \frac{\text{Tržišna vrednost akcija}}{\text{Kapital uplaćen od akcionara}} \quad (7)$$

Bez obzira na izabranu formulu, ovaj pokazatelj se smatra izrazom tržišne procene perspektiva preduzeća, odnosno uspešnosti menadžera na planu kreiranja vrednosti. MBR veći od jedinice (što znači pozitivnu MVA) ukazuje na to da tržište pozitivno ocenjuje perspektivnu sposobnost kompanije da stvara vrednost za akcionare.

Iako MBR i MVA koriste iste ulazne veličine, ova mera mogu iste kompanije potpuno različito rangirati sa aspekta njihovog doprinosa stvaranju vrednosti. MVA izražava vrednost u apsolutnom iznosu, tako da je verovatno da će veće kompanije, odnosno one kompanije koje su uložile više kapitala, biti pri vrhu liste stvaraoca vrednosti. Zato se često ističe da je MVA više pod uticajem veličine kompanije, nego pod uticajem njene sposobnosti stvaranja vrednosti, te je objektivno poređenje kompanija različite veličine jako teško. Kif (Keef) i Raš (Roush) su ukazujući na to da MVA ne uvažava sistematsku vezu između ulaganja i stvorene vrednosti naveli primere malih ulaganja, koja su omogućila stvaranje velikih iznosa vrednosti (Majkrosoft, Del Kompjuters), ali i velikih ulaganja sa malim efektima (Dženeral Motors, Ford). Kompanija Del je na listi najvećih stvaraoca vrednosti (mereno nivoom MVA) časopisa Forčun 1998. bila rangirana tek kao 42., iako je njen MBR iznos nevezan.

rovatnih 50 (25,7 milijardi dolara MVA, stvoreno ulaganjem od 0,5 milijardi dolara) [9].

Budući da vrednost izražava u vidu stope prinosa, te nije pod uticajem veličine uloženog kapitala, MBR može veće kompanije, koje stvaraju velike iznose MVA, rangirati jako nisko. Ovo se dešava zato što MBR pokazuje koliko je vrednosti kompanija stvorila po jedinici uloženog kapitala, tako da je moguće da kompanije sa većim iznosom uloženog kapitala iskažu manji prinos po jedinici. Iako ovakav način izražavanja vrednosti, rešava problem poređenja kompanija različite veličine, on stvara drugu vrstu problema. Problem sa MBR može nastati prilikom njegovog korišćenja za potrebe merenja performansi i definisanja ciljeva, budući da se tada može desiti da budu odbijeni projekti čija je neto sadašnja vrednost pozitivna, samo zato što umanjuju prosečni MBR kompanije.

U finansijskoj teoriji se često ističe povezanost MBR i ROE (stope prinosa na sopstvena sredstva). S tim u vezi MBR se može utvrditi na sledeći način:

$$MBR = \frac{ROE - g}{k_e - g} \quad (8)$$

gde su k_e – cena akcijskog kapitala, g – očekivana stopa rasta kompanije (dubitka i/ili dividendi). Iz formule 8 sledi da će MBR rasti sa povećanjem ROE i očekivane stope rasta, odnosno opadaće sa rastom rizika poslovanja izraženog kroz k_e . Može se videti i da MBR raste kada je ROE veće od k_e (pozitivan raspon prinosa na uloženi akcijski kapital), budući da se očekuje da će cene akcija tada rasti. To znači da MBR raste kada kompanija sa pozitivnim rasponom prinosa na akcijski kapital raste. Odnosno, da bi MBR bio veći od jedinice, menadžment treba da ulaže po stopi prinosa većoj od cene kapitala.

Često se ističe i povezanost MBR sa P/E racijom, što je očigledno u sledećoj formuli:

$$MBR = ROE \times P/E \text{ racio} \quad (9)$$

Može se očekivati da će MBR rasti sa rastom ROE i P/E racija. Zanimljivo je da su Fama (Fama) i French (French) otkrili da su kompanije sa manjim vrednostima MBR akcionarima donosile veće prinose (dividende i kapitalni dobitak), i obrnuto [8, p. 99]. Istraživanja koja su ranije ukazala na visok stepen korelacije između MVA i EVA, ukazala su i na visok stepen korelacije između MBR i EVA [3, pp. 671-672]. To nije neobično ako se ima u vidu da MVA i MBR, iako različito rangiraju kompanije prema njihovoj sposobno-

sti da stvaraju vrednost, iste kompanije označavaju kao stvaraocce, odnosno destruktore vrednosti.

Prethodno je navedeno nekoliko teorijskih, i u praksi delimično potvrđenih stavova koji se odnose na moć MBR da izmeri sposobnost kompanije da stvara vrednost, odnosno uspešnost menadžmenta. Među njima se posebno ističu oni koji se odnose na uslovljenost MBR rasponom prinosa i rastom kompanije. Iako deluju uverljivo, ostaje činjenica da postoji malo empirijskih dokaza koji ih potvrđuju, kao i činjenica da MBR, makar eksplisitno, ne uzima u obzir cenu kapitala. Takođe, MBR veoma zavisi od knjigovodstvene vrednosti uloženog kapitala. Ova vrednost je pak bitno određena računovodstvenim standardima, tako da je moguće da visokotehnološke kompanije imaju veći MBR, zato što mnogo ulažu u imovinu čije je aktiviranje zabranjeno ili se ne preporučuje (softverske i farmaceutske kompanije po pravilu imaju visok MBR).

4. Ukupni prinos akcionara

Ukupni prinos akcionara, skraćeno TSR (Total shareholder return), obično se izračunava primenom sledeće formule:

$$TSR = \frac{\frac{\text{Dividenda po akciji}}{\text{Inicijalna cena akcija}} + \left(\frac{\text{Tekuća cena akcija}}{\text{Inicijalna cena akcija}} - 1 \right)}{\text{Inicijalna cena akcija}} \quad (10)$$

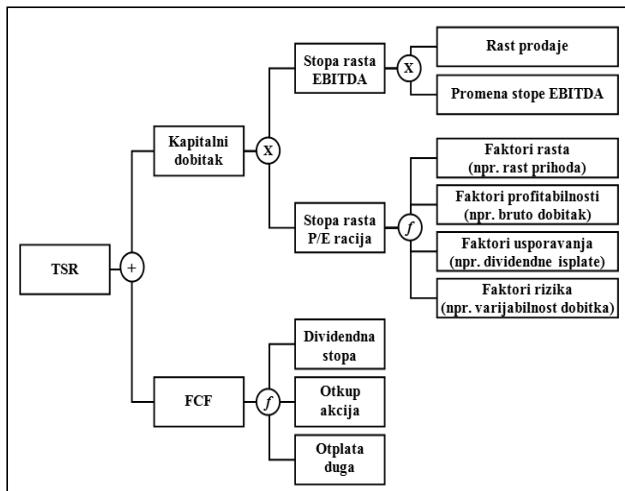
U gornjem obrascu je moguće uočiti dva osnovna elementa ukupnog akcionarskog prinosa (vrednosti): a) dividendna stopa, kao odnos dividende i cene po akciji i b) procentualna promena cene akcije (procenat kapitalnog dobitka ili gubitka). Zato se često ističe da je TSR merilo vrednosti koje najviše odgovara interesima akcionara jer neposredno ukazuje na to za koliko su procenata akcionari uvećali ili smanjili svoje bogatstvo zato što su kapital poverili nekoj kompaniji. Ipak, da bi zaključak o stvarnom doprinisu kompanije stvaranju vrednosti mogao da bude donet, neophodno je raspolagati odgovarajućim standardima. Obično se kao osnova za ocenu TSR kompanije koristi TSR grane kojoj kompanija pripada. Kompanije koje uspeju da ostvare TSR veći od proseka grane, mogu se označiti kao stvari stvaraoci vrednosti. Ovo ima smisla s obzirom na to da je za akcionare posedovanje akcija neke kompanije isplativo samo ako od njihovog posedovanja mogu ostvariti prinos, barem u visini prinosa koji bi ostvarili da su novac uložili u hartije neke druge kompanije.

Savremeni pristupi obračunu i analizi TSR su obuhvatniji, budući da u obzir uzimaju nešto veći broj faktora. U okviru integralnog pristupa kreiranju vrednosti, koji je razvila konsultantska kompanija BCG (Bo-

ston Consulting Group), moguće je uočiti nekoliko ključnih odnosa i veza, značajnih u procesu kreiranja i implementacije vrednosno orijentisane strategije. Tri su osnovne dimenzije sistema kreiranja vrednosti kompanije BCG:

1. **Suštinska vrednost**, shvaćena kao sadašnja vrednost očekivanog budućeg novčanog toka kompanije.
2. **Očekivanja akcionara**, izražena u vidu premije očekivanja (expectation premium). Premija očekivanja postoji onda kada se tržišna vrednost kompanije razlikuje od njene suštinske vrednosti i često predstavlja značajan deo ukupne tržišne vrednosti kompanije.
3. **Slobodan novčani tok**, skraćeno FCF (free cash flow), vraćen direktno investitorima u vidu otplate duga, otkupa akcija ili dividendi [11].

Kako bi doprineli maksimiziranju TSR, menadžeri treba da razumeju međusobne veze i uticaje ovih dimenzija (slika 1).



Slika 1. Sistem stvaranja vrednosti

Izvor: [11]

Kako konsultanti BCG ističu, unutar sistema stvaranja vrednosti većina aktivnosti predstavljenih na slici 1 ima direktni i indirektni uticaj na TSR. Tako će odluka menadžmenta da poveća racio plaćanja dividendi, neposredno usloviti povećanje FCF, a posredno smanjenje rizika za akcionare, povećanje kredibiliteta kompanije i povećanje uverenja akcionara u posvećenost menadžmenta ostvarenju cilja maksimiziranja vrednosti, što će u krajnjem uticati na povećanje P/E racija i povećanje TSR [12].

Imajući u vidu navedene dimenzije sistema stvaranja vrednosti, TSR je moguće raščlaniti, u cilju otkrivanja uticaja pojedinih faktora vrednosti na TSR. Tri su osnovna elementa ove proširene formule TSR:

1. **Stopa rasta dobitka pre kamate, poreza i amortizacije**, skraćeno EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), kao proizvod stope rasta prodaje i stope dobitka, ukazuje na promene u suštinskoj vrednosti kompanije.

2. **Procentualna promena P/E racija** ukazuje na to kako promene u očekivanjima investitora utiču na TSR.

3. **Procentualna promena FCF**, kao zbir dividendne stope i procenta vrednosti otkupljenih akcija umanjen za procenat otplaćenog duga, meri uticaj novčanih isplata i promena kapitala na TSR [11].

Dakle, TSR je moguće utvrditi primenom sledeće formule:

$$\frac{TS}{EBITDA} = \frac{\text{Stopa rasta}}{\text{P/E racija}} + \frac{\% \text{ promena}}{\% \text{ FCF}} \quad (11)$$

Iako deluju smisleno, sistem kreiranja vrednosti i formula 11, koje je razvila kompanija BCG, imaju nekoliko nedostataka. Oni ne omogućavaju dovoljno detaljno sagledavanje faktora koji su doprineli stvaranju vrednosti. Naime, nije svejedno da li je do rasta EBITDA došlo usled ulaganja u projekte sa visokom stopom prinosa (npr. razvoj novog tržišnog segmenta za postojeće proizvode) ili niskom stopom prinosa (npr. preuzimanje kompanije sa dobrom reputacijom). Odnosno, u analizu je neophodno uključiti i iznos uloženog kapitala. Nije svejedno ni sa kakvom finansijskom strukturu je ostvaren rast EBITDA, jer dve kompanije koje stvaraju iste iznose vrednosti za akcionare mogu imati različite TSR samo zato što se razlikuju u pogledu finansijske strukture i rizika. Dividendne isplate, iako predstavljaju direktni prinos za akcionare, teško se mogu označiti kao faktor stvaranja vrednosti i povećanja TSR, jer smanjuju perspektive stvaranja vrednosti. Zato konsultantska kompanija Mekinzi (McKinsey&Co.) preporučuje nešto detaljnije raščlanjavanje obračuna TSR, kako bi bio sagledan uticaj sledeća 4 faktora:

1. **Procenat povećanja poslovnog rezultata kompanije** (EBITDA), koji je za potrebe analize moguće raščlaniti na deo koji je ostvaren zahvaljujući neto rastu prihoda (stopa rasta prihoda umanjena za stopu rasta kapitala neophodnog da podrži rast prihoda), povećanju stope dobitka i/ili povećanju produktivnosti kapitala. Neophodno je, dakle, uvažiti stopu prinosa na sopstveni kapital (ROE), a ne stopu dobitka.

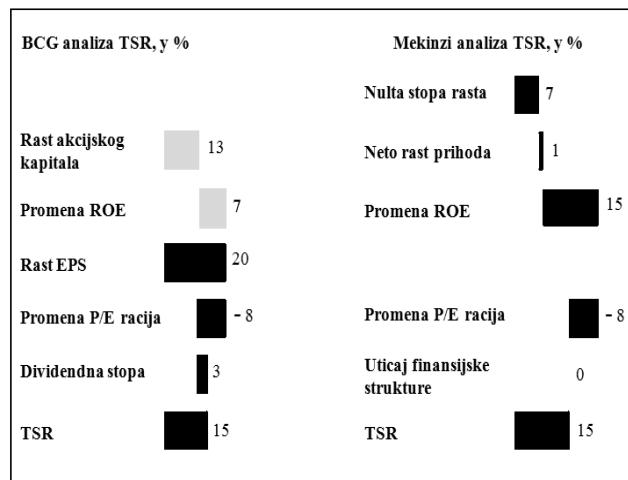
2. Stopa prinosa kompanije, pod pretpostavkom nultog rasta, koju je moguće utvrditi kao inverznu vrednost P/E racija (bez obzira na zaduženost). Ovaj element izražava tržišnu procenu vrednosti kompanije na početku planskog perioda (perioda merenja), odnosno procenu stope prinosa koju bi kompanija ostvarila čak i da nije dodatno ulagala u rast.

3. Procentualna promena P/E racija, kao mera promene tržišnih očekivanja u pogledu budućih performansi kompanije. P/E racio je u ovom slučaju neophodno utvrditi pod pretpostavkom da kompanija nije zadužena (odnos tržišne vrednosti kompanije umanjene za vrednost duga i ostvarenog dobitka), kako bi bio isključen uticaj finansijske strukture na ovaj pokazatelj.

4. Uticaj zaduženosti kompanije, meren razlikom između P/E racija zadužene kompanije i P/E racija nezadužene kompanije [6].

Ovako raščlanjen obračun omogućava jasno uočavanje osnovnih pravaca za realni rast TSR – stvarno unapređenje poslovnih performansi (stopa rasta rezultata umanjena za stopu rasta uloženog kapitala) i stvarni rast tržišnih očekivanja (P/E racio bez obzira na stepen zaduženosti). Povećanje finansijske zaduženosti i dividendne isplate utiču na nominalno povećanje TSR, ali to ne znači da utiču na kreiranje vrednosti, već naprotiv.

O realnom značaju pojedinih faktora u procesu kreiranja vrednosti i maksimiziranja TSR, govori slika 2. Na njoj je uporedno analiziran uticaj faktora iz sistema kreiranja vrednosti kompanija BCG i Mekinzi na TSR 25 najmoćnijih banaka u EU (učestvuju sa oko 80% u ukupnoj aktivnosti svih banaka u EU), u periodu od 2002-2007. Ako bi se u situaciji na slici 2 zaključci donosili na osnovu BCG analize, mogao bi se steći utisak da su banke ostvarile TSR od 15% zahvaljujući visokim stopama rasta. Mekinzi analiza, pokazuje da su banke TSR ostvarile zahvaljujući visokoj stopi prinosa na akcijski kapital. Iako je rezultat u svakom slučaju isti, pristup kompanije Mekinzi je korisniji za menadžere, budući da im može pomoci da uoče faktore vrednosti, koji su u prošlosti uticali na rast TSR, kao i faktore koji će biti od uticaja u budućnosti.



Izvor: [6]

Slika 2. Analiza TSR 25 najmoćnijih banaka u EU

Bez obzira na pristup obračunu i analizi TSR, jedinstveno je uverenje da tržišna očekivanja, naročito u kratkom roku, bitno određuju TSR. Kompanija BCG je iskoristila svoj pristup obračunu TSR kako bi analizirala performanse najuspešnijih kompanija u S&P 500 indeksu, u periodu od 1988. – 2006. Cilj istraživanja je bio da se utvrdi relativni značaj pojedinih faktora iz TSR modela za tržišnu vrednost kompanija, u periodima od jedne, tri, pet i deset godina. Istraživanje je pokazalo da, iako je rast prihoda ključni faktor uticaja na tržišnu vrednost kompanije u dugom roku (može da objasni oko 60% vrednosti TSR), tržišna vrednost kompanije u kratkom roku je primarno određena tržišnim očekivanjima (utiču na 39% vrednosti TSR) [11].

Ovo može predstavljati ozbiljan problem za kompanije koje redovno ostvaruju visok nivo performansi. Nâime, iako tržište ocenjuje kompaniju i njen menadžment kao jako dobre, ova ocena je možda već uključena u cenu akcija. Ovaj problem je moguće objasniti na primeru pokretne trake na kojoj kompanija pokušava da zadrži ili popravi poziciju. Tržišna očekivanja, sadržana u ceni akcija, su tada oličena u brzini trake. Ako menadžment uspe da prevaziđe očekivanja, cena akcija će porasti, ali će se i brzina pokretne trake povećati (tržišna očekivanja rastu). [to je manadžment uspešniji, to tržište više od njega očekuje (figurativno, menadžment mora da trči sve brže kako ga traka ne bi odvukla unazad)]. Ovo objašnjava zašto, u kratkom roku, uspešne kompanije često imaju prosečan TSR, dok manje uspešne kompanije stvaraju visoke iznose TSR (dobre kompanije ne moraju biti dobre investicije, i obrnuto) [7].

TSR je merilo koje se vezuje isključivo za korporativna preduzeća, kao i za korporativni vrh. Odnosno, ne

mogu ga koristiti kompanije čijim se akcijama ne trguje, niti poslovne jedinice, što su značajna ograničenja za ovo merilo. Budući da je u nadležnosti korporativnog vrha TSR može poslužiti kao solidna osnova za definisanje strategijskih ciljeva, usmeravanje aktivnosti poslovnih jedinica i usaglašavanje intenih ciljeva. Ovo merilo vrednosti tera menadžere da svoje odluke donose imajući u vidu ključne faktore vrednosti, nivo rizika koji su spremni da prihvate i potrebne promene za postizanje ciljeva. Često se ističe i da TSR sažima i ukršta uticaj nekoliko merila vrednosti, poput zarade po akciji i P/E racija, čiji su pojedinačni značaj i pouzdanost relativno mali ili ograničeni.

Osnovni razlozi popularnosti ovog merila vrednosti su njegova neposredna povezanost sa eksplisitim tokovima bogatstva akcionara, kao i jednostavnost izračunavanja i tumačenja. Međutim, TSR ima nekoliko nedostataka koji dovode u pitanje njegovu sposobnost da meri vrednost stvorenu za akcionare. To su naročito sledeći nedostaci:

- TSR ne dovodi u vezu kapital uložen u preduzeće, sa akcionarskim prinosom. To je zato što ne uzima u obzir ulaganja u toku perioda merenja, već samo iznos ulaganja na početku i kraju perioda merenja. Zato kompanije, koje su na raspolaganju imale različite količine akcijskog kapitala, a stvorile su iste prinose za akcionare, mogu imati iste TSR.
- TSR ne uzima u obzir, cenu angažovanog kapitala, odnosno željenu stopu prinosa akcionara. Zato je moguće da kompanija koja je stvorila veliki TSR, zapravo nije stvorila vrednost, budući da nije uspela da ostvari procentualni prinos veći od cene kapitala. Ovaj problem naročito dolazi do izražaja ukoliko se porede kompanije, sa istim TSR, koje pripadaju različitim klasama rizika.
- Teško je proceniti koliko su kretanje cena akcija i TSR posledica odluka i aktivnosti menadžmenta, a koliko uticaja drugih faktora, naročito očekivanja investitora, koja mogu biti preterano optimistična ili pesimistična. Pitanje je onda u kojoj meri TSR može da izmeri učinak menadžmenta i suštinsku vrednost kompanije.
- TSR je pod jakim uticajem dužine izabranog perioda posmatranja, odnosno TSR utvrđen za period od godinu dana se može značajno razlikovati od TSR utvrđenog za duži vremenski period. Tako se može desiti da, ukoliko se menadžerske naknade utvrđuju na osnovu jednogodišnjeg TSR, menadžeri budu nagrađeni za rezultate na koje nisu mogli uticati.

Bez obzira na mane, TSR je merilo vrednosti koje blisko korespondira sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare, a omogućava i procene sposobnosti kompanije da u budućnosti stvara vrednost i očekivanog rizika poslovanja. U skladu sa propisima u SAD, kompanije imaju obavezu da javno objavljuju podatak o TSR. Kompanije čijim se akcijama trguje u UK, imaju obavezu objavljivanja petogodišnjeg pregleda koji omogućava poređenje TSR kompanije sa odgovarajućim indeksom.

5. Indeks dodatog bogatstva

Indeks dodatog bogatstva, skraćeno WAI (Wealth added index) je još jedno merilo vrednosti koje je razvila kompanija Stern Stuard. Definiše se kao bogatstvo stvoreno za akcionare u iznosu većem od očekivanog. Bogatstvo za akcionare su kapitalni dobici i dividende isplate, a u obzir se uzimaju svi akcionari bez obzira na to kada su kupili akcije kompanije. Očekivanja akcionara zavise od rizika ulaganja u akcije, a izražena su u vidu cene akcijskog kapitala. Prema tome, kompanija stvara vrednost za akcionare samo kada je stopa akcionarskog prinosa veća od cene kapitala. Očigledno je da WAI predstavlja pokušaj da se, otklone bar dva nedostataka TSR – zanemarivanje ulaganja u toku perioda merenja i cene kapitala.

Dva su metoda za izračunavanje WAI. U skladu sa prvim, WAI se izračunava na sledeći način:

$$\frac{WA}{I} = \Delta MC - \frac{E}{P} + \text{Dividende} - \Delta EC \quad (12)$$

Neki od elemenata formule 12 zahtevaju kratko objašnjenje:

- Promena tržišne kapitalizacije kompanije (ΔMC) se utvrđuje poređenjem tržišne kapitalizacije na kraju i početku perioda merenja.
- Očekivani prinos (E/P) se utvrđuje množenjem tržišne kapitalizacije na početku perioda merenja sa cenom akcijskog kapitala.
- Stavka „nove emisije akcija“ (ΔEC), odnosno akcija emitovanih u toku perioda merenja, se izračunava kao proizvod vrednosti emitovanih akcija i cene akcijskog kapitala. Naime, ako kompanija emituje akcije u toku perioda merenja, prepostavlja se da novi akcionari imaju očekivanu stopu prinosa, koju je potrebno uključiti u obračun od trenutka nove emisije.

Drugi pristup za izračunavanje WAI je predstavljen formulom 13:

$$\frac{WA}{I} = (\text{TSR} - k) \times MC_0 \quad (13)$$

gde su k – cena kapitala, a MC_0 – tržišna kapitalizacija na početku dana

Ovaj pristup zahteva manje podataka, ali se zato WAI mora izračunavati dnevno. Ukoliko bi se, primenom ove formule, WAI izračunavala za duže vremenske periode, podatak o stvorenoj vrednosti bi bio samo približno tačan budući da ona ne uvažava očekivani prinos novih akcionara. Bez obzira na formulu za izračunavanje, WAI izražava vrednost u apsolutnom iznosu, a ne, kao TSR, u procentu.

WAI određuju četiri faktora: 1) **vrednost profitabilnosti**, tj. sadašnja vrednost novčanog toka stvorenog u tekućem periodu; 2) **perspektivna vrednost**, kao izraz tržišnih očekivanja u pogledu budućih prinosa kompanije; 3) **finansiranje**, izražava tokove finansijskih priliva (emitovane vlasničke i dužničke hartije, zadržana dobit) i finansijskih odliva (dividende, otkup akcija, kapitalni izdaci); 4) **očekivana stopa prinosa akcionara** [15]. Bogatstvo za akcionare raste sa povećanjem profitabilnosti, perspektivne vrednosti kompanije i odliva u korist akcionara (dividende, otkup akcija), a opada sa povećanjem izvora finansiranja i očekivane stope prinosa akcionara.

Zbog svoje sposobnosti da izmeri ne samo prošle, već i buduće performanse kompanije, WAI se može koristiti za strategijsko i finansijsko planiranje i usmeravanje aktivnosti menadžerskog vrha i poslovnih jedinica. Može se koristiti i kao osnova za uspostavljanje sistema menadžerskih nagrada i bonusa. S tim u vezi uspešnim se mogu označiti menadžeri koji uspeju da stvore pozitivnu WAI, odnosno WAI veću od svojih neposrednih konkurenata. Zbog povezanosti WAI sa faktorima vrednosti, moguće je identifikovati i iskoristiti konkretne mogućnosti za stvaranje vrednosti u kompaniji.

Iako je WAI razvijen kao odgovor na nedostatke TSR, pretpostavka o efikasnom tržištu kapitala je problem i sa ovim merilom. Osim toga, kritičari ističu da WAI često nije bolje merilo vrednosti od relativnog TSR (TSR kompanije u odnosu na TSR neposrednih konkurenata, prosek grane i sl.) [1, p. 857]. Na primer, veoma je verovatno da će u periodima ekonomске recesije kompanije ostvarivati negativne WAI, budući da tada prinosi opadaju, a cena kapitala ostaje nepromenjena ili raste. Tada dolazi do izražaja rigoroznost ovog merila, budući da će loše ocene (zbog negativnog WAI) dobiti i menadžeri koji mnogo uspešnije od svo-

jih konkurenata upravljaju kompanijom. Konačno, zato što vrednost meri u apsolutnom iznosu, WAI prednost daje većim kompanijama, sa većom investicionom osnovom.

6. Zaključna razmatranja

P?slednja svetska ekomska kriza koja je eskalirala u drugoj polovini 2008., ponovo je u centar pažnje vratila, pored neprimereno visokih menadžerskih naknada i lošeg regulatornog okvira, proces donošenja odluka i merenja performansi. Ovaj put je na udaru kritika koncept vrednosti koji Džek Velč (Jack Welch) naziva „najglupljom idejom na svetu“, dok Rodžer Martin (Roger Martin) poziva na „odbacivanje teorije o vrednosti za akcionare.[10]“ Oni smatraju da je problem nastao zato što koncept vrednosti poistožeće rast cena akcija sa rastom vrednosti za akcionare i s tim u vezi podstiče na korišćenje merila koja treba da navedu menadžere na preduzimanje samo onih aktivnosti koje maksimiziraju cenu akcija.

Mobusin (Mauboussin), međutim, ističe da uspešna implementacija koncepta vrednosti treba da rezultira rastom cena akcija, ali usled povećanja sadašnje vrednosti budućih očekivanih novčanih tokova preduzeća. On ističe da su cene akcija posledica rasta suštinske vrednosti preduzeća, a ne obrnuto, te da manjkav nije koncept vrednosti, već je manjkava njegova implementacija [10]. Problemi zaista nastaju kada menadžeri u prvi plan istaknu cilj maksimiziranja cene akcija i usmere se na maksimiziranje računovodstvenih i tržišnih merila, poput MVA i TSR. Umesto toga, u fokusu menadžera treba da budu novčani tokovi, a cena akcija će posledično rasti. Cena akcija i eksterna merila vrednosti su izraz suštinske vrednosti kompanije i faktora koji tu vrednost određuju, a ne cilj koji će menadžeri slepo slediti bez obzira na dugoročne posledice. Na sličnom stanovištu stoji Japiro (Shapiro), ističući da finansijsko tržište uvažava finansijske performanse kompanije i kvalitet korporativnog upravljanja, budući da oni određuju dugoročne prinose akcionara [14].

Eksterna merila vrednosti predstavljaju omiljene instrumente savremenih investitora i menadžera za procenu tekuće i perspektivne sposobnosti kompanije da ostvari cilj maksimiziranja vrednosti za akcionare. Ona pružaju tržišnu procenu suštinske vrednosti korporativnih preduzeća, te performansi i strategiju korporativnog vrha. Međutim, ona se ne mogu koristiti za preduzeća čijim se akcijama ne trguje javno, za poslovne jedinice i niže organizacione nivoje, a ne omogućavaju ni neposrednu procenu suštinske vrednosti kompanije zasnovanu na diskontovanju tekućih i očekivanih novčanih tokova kompanije. Ovo su ozbiljna

ogranicenja eksternih merila, ali je teško uopšte očekivati od jednog ili nekoliko merila da ispunи sve zahete različitih interesnih grupa, nivoa upravljanja i konkretnih pravnih formi preduzeća.

LITERATURA

- [1] Arnold, G., *Corporate Financial Management*, Pearson Education Ltd., 2005.
- [2] Barton, D., Wong, S.C.Y., „Improving board performance in emerging markets“, *The McKinsey Quarterly* 2006, no. 1: 35-43.
- [3] Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J., *Investments*, McGraw Hill, 2005.
- [4] Coombes, P., Watson, M., “Three surveys on corporate governance”, *The McKinsey Quarterly* 2000, no. 4: 74-77.
- [5] De Wet, JHvH, “EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – a comparative analysis”, *Meditari Accountancy Research*, Vol. 13, no. 2: 1-16.
- [6] Deelder, B., Goedhart, M.H., Agrawal, A., “A better way to understand TRS”, *McKinsey Quarterly* 2008, no. 28: 26-30.
- [7] Dobbs, R., Koller, T., “Measuring stock market performance”, *The McKinsey Quarterly* 2005 special edition: Value and performance: 17-27.
- [8] Fernandez, P., *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Elsevier Science, 2002.
- [9] Keef, S., Roush, M., „Does MVA measure up?“ *Financial Management*, vol. 31, issue 4: 20-21.
- [10] Mauboussin, M.J., “In Defense of Shareholder Value”. www.lmcm.com/pdf/InDefenseofShareholderValue.pdf, preuzeto dana 20.07.2010.
- [11] Olsen, E., Plaschke, F., Stelter, D., „Avoiding the Cash Trap”, *The 2007 BCG Value Creators Report*. Preuzeto sa [www.bcg.com.](http://www.bcg.com/), dana 01.06.2010.
- [12] Olsen, E., Plaschke, F., Stelter, D., “Missing Link: Focusing Corporate Strategy on Value Creation”, *The 2008 BCG Value Creators Report*. Preuzeto [www.bcg.com.](http://www.bcg.com/), 01.06.2010.
- [13] Ramana, D.V., „Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences“, *Social Science Research Network Working Paper Series* (December, 2005).
- [14] Shapiro, A., “In Defense of Shareholder Value”, *L.E.K Consulting Shareholder Value Insights*, Vol. 22. (January 2003):1-8.
- [15] Stern, E., Pigott, J., “Introduction to the Wealth Added Index: A New performance Measurement and Strategic Planning Platform”, http://www.sternstewart.com/research/Introduction_to_the_Wealth_Added_Index_A_New%20Performance_Measurement_and_Strategic_Planning_Platform.pdf, preuzeto dana 10.07.2010.
- [16] Velez-Pareja, I., „Value creation and its measurement: a critical look at EVA”, *Social Science Research Network Working Paper Series* (August, 2001).