



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET
Časopis „EKONOMSKE TEME“
Godina izlaza XLIX, br. 1, 2011., str. 123-136
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 624 Fax: +381 18 4523 268

USAGLAŠENOST RAČUNOVODSTVENIH MERILA SA CILJEM MAKSIMIZIRANJA VREDNOSTI ZA AKCIONARE

Mr Milan Čupić*

Rezime: Cilj ovog rada je da se analiziraju osnovna računovodstvena merila, kako bi se utvrdio stepen njihove usaglašenosti sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare. Vrednost za akcionare se definiše kao sadašnja vrednost budućeg neto novčanog toka (dividende, kapitalni dobitak i sl.), koji akcionari očekuju da će ostvariti od ulaganja u preduzeće. U radu je istaknuto da upotreba računovodstvenih merila, iako jednostavna, rezultira samo delimično pouzdanim pokazateljima ostvarenja, jer računovodstveni podaci slabo korespondiraju sa iznosom, kretanjem i rizikom budućeg neto novčanog toka.

Glavne reči: vrednost za akcionare, dobitak, stopa prinosa, zarada po akciji, P/E racio.

Uvod

Cilj maksimiziranja vrednosti, među savremenim ekonomistima gotovo opšteprihvaćena ciljna funkcija, se uglavnom vezuje za korporacije, koje se u svom poslovanju, a pogotovo u raspodeli efekata aktivnosti, suočavaju sa zahtevima velikog broja interesnih grupa. Ovi različiti i često suprotstavljeni zahtevi na najbolji način mogu biti zadovoljeni stvaranjem značajnih iznosa vrednosti. Iako je razvijeno više pristupa za utvrđivanje iznosa kreirane vrednosti, finansijska teorija stoji na gledištu da je metoda diskontovanja očekivanog novčanog toka u većini slučajeva najprihvatljivija.

Sa izborom cilja maksimiziranja vrednosti povezana je potreba preispitivanja korisnosti i pouzdanosti računovodstvenih merila. Mnogo puta do sada se u praksi pokazalo u kojoj meri izbor i način korišćenja merila performansi mogu odrediti uspeh kompanije. Istina, pažnju javnosti mahom privlače loši primeri. Dobro su poznati primeri Enrona (Enron), World Koma (WorldCom), a u skorijoj prošlosti Liman Bradersa (Lehman Brothers), Fani Me (Fannie Mae) i Fredi Meka (Fredie Mac). Sa propašću ovih kompanija mnogi su ozbiljnije počeli da dovode u sumnju pouzdanost i upotrebljivost računovodstvenih merila i mogućnost da se precizno izmere performanse kompanije.

* Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet; e-mail: mcupic@kg.ac.rs
UDK 685.15; Pregledni rad;
Primljeno: 19.07.2010. Prihvaćeno: 03.02.2011.

1. Osnovna računovodstvena merila

Većina kompanija svoj sistem merenja vrednosti počinje da gradi uključujući u njega računovodstvena merila. Ovakav pristup je logičan ako se ima u vidu da informacionu osnovu za njihov obračun predstavljaju podaci sadržani u bilansu uspeha, koji kompanije moraju redovno da sastavljaju i objavljuju. Mnoga od ovih merila ne zahtevaju nikakav poseban obračun, budući da predstavljaju stavke (međurezultate) u bilansu uspeha, što dodatno olakšava i podstiče njihovo korišćenje. Osnovna računovodstvena merila su različite kategorije dobitka, shvaćene kao razlika između odgovarajućih veličina prihoda i rashoda.

Kako bi utvrđivanje računovodstvenih merila bilo moguće, neophodno je da bilans uspeha bude sastavljen na način koji omogućava sagledavanje pokrića pojedinih slojeva rashoda iz periodičnih prihoda. U tabeli 1 predstavljena je sažeta forma bilansa uspeha koja odgovara potrebama utvrđivanja osnovnih računovodstvenih merila.

U tabeli 1 se može odmah uočiti pet osnovnih računovodstvenih merila, tj. osnovnih nivoa rezultata. Sa aspekta vlasnika, najznačajnije merilo je neto dobitak, jer ukazuje na efekte ulaganja sopstvenih sredstava, odnosno na tekuće ostvareni prirast onog dela poslovnih sredstava koji je pribavljen iz izvora koje su obezbedili vlasnici (sopstveni kapital). Budući da pripada vlasnicima kapitala, zahtev za maksimiziranjem neto dobitka ekvivalentan je težnji da se maksimizira vrednost za akcionare. Za menadžere je neto dobitak značajan budući da ukazuje na maksimalni iznos koji mogu u toku perioda raspodeliti, a da ne ugroze u kompaniju uloženi kapital sa početka perioda. Zahtev za maksimiziranjem neto dobitka zato predstavlja i transponovanu težnju za što efektivnijim korišćenjem resursa preduzeća.

Tabela 1. Bilans uspeha

Ukupni prihodi
Cena koštanja prodatih proizvoda
Bruto dobitak
- Troškovi marketinga, opšti i administrativni troškovi
Dobitak pre kamate, poreza i amortizacije ili skraćeno EBITDA (eng. earnings befor interest, taxes, depreciation and amortization)
- Troškovi istraživanja i razvoja
- Troškovi amortizacije
Dobitak pre kamate i poreza ili skraćeno EBIT (eng. earnings before interest and taxes)
- Troškovi kamate
Dobitak pre poreza ili skraćeno EBT (eng. earnings befor taxes)
- Porez na dobitak
Neto dobitak

Usaglašenost računovodstvenih merila sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare

Nedostatak koji značajno umanjuje validnost neto dobitka se odnosi na način njegovog obračuna. Iako se neto dobitak definiše kao razlika između ukupnih periodičnih prihoda i rashoda, iz vida se gubi cena sopstvenog kapitala, kao važan trošak finansiranja (pored troškova kamate). Bilansno utvrđeni neto dobitak zato ne predstavlja čist rezultat aktivnosti preduzeća (periodični prirast vrednosti preduzeća). Sporno je i da li neto dobitak može izraziti poslovni uspeh kompanije, budući da dve kompanije koje su ostvarile isti poslovni uspeh, mogu imati različite neto dobitke, samo zato što imaju različitu strukturu finansiranja. Uticaj finansijske strukture na neto dobitak može biti otklonjen uvođenjem u analizu neto poslovnog dobitka ili NOPAT (eng. net operating profit after taxes):

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{porez na dobitak}) \quad (1)$$

NOPAT eliminiše uticaj kamate na neto dobit i pretpostavlja da kompanija koristi samo sopstveni kapital za finansiranje svojih aktivnosti. Zato NOPAT predstavlja bolji izraz efektivnosti poslovne aktivnosti od neto dobitka uvek kada je neophodno poređenje sa drugim preduzećima.

Korisnost osnovnih računovodstvenih merila proizlazi iz nekoliko njihovih zajedničkih karakteristika: a) objektivnost obračuna, koja proizlazi iz njihove transakcione zasnovanosti, b) relevantnost u procesima odlučivanja i kontrole, u smislu da istorijski troškovi odražavaju učinjene napore, tako da predstavljaju jako dobro polazište za predviđanje budućih događaja, v) pouzdanost, u smislu korektnog opisivanja prošlih ostvarenja preduzeća, g) merljivost, kao najvažnija prednost u odnosu na ostala merila, d) široka upotreba u praksi izveštavanja o aktivnostima preduzeća. (Malinić 1999, 48).

Često se zaboravlja da neto dobitak i ostala osnovna računovodstvena merila nisu inicijalno stvorena sa namerom da se koriste za potrebe donošenja odluka, već za potrebe izveštavanja. Pravilo prema kojem su u postupku obuhvatanja prihoda i rashoda relevantni samo stvarni i dokumentovani događaji (transakcioni pristup), čini računovodstvena merila objektivnim, mada nedovoljno usklađenim sa ekonomskom realnošću. Ovim se pravilom zaboravlja da ne moraju sve aktivnosti imati svoj odraz u finansijskim transakcijama. Ograničenja osnovnih računovodstvenih merila, sa aspekta koncepta vrednosti, su brojna, mada su sledeća posebno značajna:

- **Vremenska orijentacija.** Računovodstvena merila se uglavnom odnose na kratak vremenski rok (obično godinu dana), te postoji realna opasnost da će menadžeri motivisani maksimiziranjem računovodstvenih merila preduzimati samo kratkoročno orijentisane akcije. Ova merila imaju pretežno istorijski karakter, tako da se teško mogu koristiti za potrebe strategijskog planiranja i odlučivanja, već samo za operativno planiranje.

- **Karakteristike računovodstvenog obračuna.** Za obračun prihoda, rashoda i rezultata, računovođe mogu koristiti alternativne metode. Sloboda izbora ostavlja prostor za manipulacije sa namerom da se iskažu netačne informacije, što ulagačima može otežati donošenje optimalnih odluka. Ovaj problem je poslednjih decenija ublažen naporima u domenu harmonizacije računovodstvene profesionalne regulative i promocije Međunarodnih računovodstvenih standarda (IAS) i Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (ISFR). Neki od ovih standarda su doprineli poboljšanju kvaliteta finansijskog izveštavanja i indirektno formiranju bolje osnove za odlučivanje.
- **Tretman ulaganja.** Zato što uzimaju u obzir efekte ulaganja, a ne i sama ulaganja, računovodstvena merila omogućavaju samo delimičnu analizu troškova i koristi (engl. cost-benefit analysis). Ulaganja različita po svemu ostalom (inicijalno ulaganje, rizik i sl.), osim po visini ostvarenog profita, su zato tretirana kao jednako isplativa. Poseban problem se odnosi na računovodstveni tretman ulaganja u istraživanje i razvoj, marketing, restrukturiranje i sl. Iako ova ulaganja nesumnjivo doprinose razvoju kompanije i rastu dobitka u budućnosti, računovodstvena regulativa ih uglavnom tretira kao rashode koje treba otpisati u periodu u kojem nastanu. Budući da takvo pravilo znatno smanjuje tekuće prinose, kompanije mogu biti destimulisane da preduzimaju ovakva ulaganja.
- **Vremenska vrednost novca.** U skladu sa računovodstvenim obračunom, tekućim prihodima se suprotstavljaju istorijski rashodi. Ne svodeći prihode i rashode na novčane jedinice jednake vrednosti, postupcima diskontovanja ili kapitalizacije, računovodstveni obračun precenjuje uspeh kompanije.
- **Tretman rizika.** U skladu sa hipotezom averzije prema riziku, logično je očekivati da će racionalni investitor za svako povećanje rizika tražiti srazmerno povećanje očekivanih prinosa. Kako se u okviru računovodstvenog obračuna u obzir ne uzima rizik ostvarenja očekivanog prinosa, alternative koje donose isti nivo dobitka tretiraju se kao ravnopravne, iako verovatnoća ostvarenja dobitka u alternativama možda nije jednaka.
- **Novčani tokovi.** Računovodstvena merila često ne ukazuju na stvarno raspoloživu gotovinu. Preduzeće može ostvariti veoma visok dobitak i istovremeno osećati krajnju nestašicu gotovine, odnosno računovodstvena merila mogu dati pogrešnu procenu stvorene vrednosti.

Imajući u vidu brojna ograničenja i nedostatke računovodstvenih merila, moglo bi se pretpostaviti da ona nemaju nikakvog značaja sa aspekta koncepta vrednosti, što bi bilo pogrešno. Računovodstvena merila, iako nisu najbolja merila vrednosti, ističu značaj pažljivog upravljanja troškovima i stalnog povećanja prihoda. Ona predstavljaju ishodište za razvoj mnogih savremenih merila vrednosti i važnu informacionu osnovu za menadžment, investitore i eksterne analitičare. Uprkos slaboj vezi sa faktorima vrednosti, tržišnom vrednošću akcija i

Usaglašenost računovodstvenih merila sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare

nefinansijskim aktivnostima, ona predstavljaju solidnu osnovu za taktičko planiranje i merenje tekućih i prošlih ostvarenja. Računovodstvena merila olakšavaju uočavanje slabih tačaka preduzeća na koje treba obratiti pažnju u cilju kreiranja nove vrednosti i identifikaciju oblasti koje bi trebalo da budu u strateškom fokusu.

2. Finansijski racio pokazatelji

Osnovna računovodstvena merila, naročito neto i poslovni dobitak, zadržala su se visoko na lestvici poželjnih ciljnih funkcija i merila ostvarenja sve do početka 1980-ih godina. Tada su na značaju počeli da dobijaju racio pokazatelji utvrđeni iz odnosa učinjenih ulaganja i efekata tih ulaganja. Za razliku od dobitka koji može voditi donošenju suboptimalnih odluka, racio pokazatelji predstavljaju, budući da uvažavaju učinjena ulaganja, veliki iskorak ka obuhvatnijem merenju vrednosti i donošenju kvalitetnijih odluka. Ovaj iskorak je označio i početak svestranijih napora u cilju prevazilaženja nedostataka računovodstvenih merila i iznalaženja merila od veće upotrebne vrednosti za menadžere i investitore. Nedugo zatim su maksimiziranje vrednosti i merila vrednosti postali osnovni koncepti u teoriji finansijskog upravljanja.

U finansijskoj teoriji i korporativnoj praksi, sa aspekta koncepta vrednosti, predmet posebnog izučavanja su sledeći racio pokazatelji:

- stopa prinosa na poslovna sredstva ili ROA (return on assets),
- stopa prinosa na sopstvena sredstva ili ROE (return on equity),
- zarada po akciji ili EPS (earnings per share) i
- odnos cene i zarade po akciji ili PER (price/earning ratio).

Dok je ROA značajna sa aspekta upravljanja kompanijom, budući da se relativno jednostavno može dekomponovati i koristiti za kontrolu i nagrađivanje zaposlenih i menadžera na svim nivoima, dotle su ostali navedeni pokazatelji više zanimljivi akcionarima, budući da ukazuju na prinose koje oni mogu da očekuju. To ne znači da potonji nemaju značaja za menadžere, već da su mogućnosti za njihovu dekompoziciju i primenu na nižim organizacionim nivoima jako ograničene.

2.1. Stopa prinosa na ukupna sredstva

ROA se obično izračunava na sledeći način:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ukupna poslovna sredstva}} \quad (2)$$

Ovaj ratio pokazatelj meri efekte korišćenja ukupne poslovne imovine (bez obzira na način njenog finansiranja). Osnovna formula za ROA se može raščlaniti na sledeći način:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ukupni prihodi}} \times \frac{\text{Ukupni prihodi}}{\text{Ukupna imovina}} \quad (3)$$

Raščlanjena formula za ROA je značajna zato što omogućava sagledavanje ključnih faktora koji određuju nivo i potencijale rasta profitabilnosti imovine – stopa dobitka i efikasnost upravljanja ukupnom imovinom. Ove dodatne informacije ipak nisu dovoljne da pruže pouzdanu ocenu potencijala za stvaranje vrednosti.

Imajući u vidu formulu 2, lako se može zaključiti da je jedan od načina za povećanje ROA, smanjenje vrednosti poslovne imovine (odnosno, moguće je da ROA raste čak i kada nema realnog povećanja vrednosti). Iako smanjenje vrednosti imovine može biti ostvareno prodajom suvišne opreme (čime se ujedno povećavaju prihodi) i efikasnijim upravljanjem (čime se ujedno smanjuju troškovi), postoji realna opasnost da iz upotrebe bude eliminisana imovina koja, iako neprofitabilna, mereno ovim pokazateljem, ima veliki potencijal stvaranja vrednosti. S tim u vezi, verovatno je da će preduzeća koja brzo rastu i uvećavaju svoje dugoročne potencijale za stvaranje vrednosti, zbog rasta imenioca u formuli imati nižu ROA od preduzeća koja se nalaze u zreloj fazi životnog ciklusa. Takođe, budući da uzima u obzir knjigovodstvenu vrednost imovine, koja zbog protoka vremena i uticaja inflacije može biti znatno potcenjena u odnosu na njenu tržišnu vrednost, ROA precenjuje rentabilnost zrelih kompanija.

Ezra Solomon (Ezra Solomon) je sproveo analizu kojom je želeo da ispita u kojoj meri ROA uvažava realne novčane tokove u vezi sa pojedinačnim projektima ili poslovanjem kompanije. On je utvrdio da ROA ne pruža preciznu procenu realno ostvarenih prinosa, te da nije pouzdano merilo za procenu alternativnih strategija. Dalje je istakao da ROA najčešće precenjuje prinosnu snagu projekata i kompanija pod uticajem računovodstvenih konvencija koje često destimulišu bilansiranje nekih kategorija ulaganja (istraživanje i razvoj, marketing i sl.). ROA je mnogo više pod uticajem karakteristika investicione aktivnosti i izabranih politika bilansiranja i otpisivanja učinjenih ulaganja, nego pod uticajem stvarne sposobnosti kompanije ili poslovne jedinice da stvara vrednost. Lako je zamisliti da će farmaceutska kompanija, koja obilno ulaže u istraživanja, od kojih mnoga neće biti bilansirana, imati višu ROA od topionice, sa značajnim ulaganjima u fizička postrojenja, uprkos identičnim potencijalima za stvaranje vrednosti za akcionare. (Rappaport 1998, 23-24).

Alfred Rapaport (Alfred Rappaport) je istakao sledeće razloge, koji ROA čine lošim merilom za ocenu nameravanih ulaganja i strategija:

**Usaglašenost računovodstvenih merila
sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare**

1. Dok su za procenu vrednosti nameravanog projekta ulaganja relevantni samo očekivani odlivi (ulaganja) i prilivi u vezi sa tim projektom, ROA je u velikoj meri određena prošlim ulaganjima. Tako se može desiti da od dve kompanije, sa sličnim strategijama i projektima ulaganja, jedna ima manju očekivanu ROA, samo zato što ima veću početnu investicionu osnovu (prošla ulaganja).
2. ROA ne uzima u obzir novčane tokove projekta nakon završetka planskog perioda, iako oni mogu objasniti i preko 50% vrednosti kompanije. Ovo je posebno važno ako se ima u vidu da kompanija može preduzimati aktivnosti, poput ulaganja u zrele proizvode ili dezinvestiranja iz perspektivnih proizvoda, koje utiču na povećanje ROA u planskom periodu, dok istovremeno smanjuju sposobnost kompanije da stvara vrednost nakon planskog perioda.
3. Budući da nije pod uticajem izabrane finansijske strukture, ROA može rasti čak i kada se finansijska struktura pogoršava. Prema tome, moguće je da ROA raste kao rezultat novih ulaganja, koja su finansirana izvorima čija je struktura suboptimalna. Ovi dodatni izvori istovremeno utiču na povećanje ponderisane prosečne cene kapitala i smanjenje vrednosti za akcionare. (Rappaport 1998, 28-29).

2.2. Stopa prinosa na sopstvena sredstva

ROE se izračunava primenom sledeće formule:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Sopstveni kapital}} \quad (4)$$

ROE omogućava merenje efekata korišćenja kapitala koji su kompaniji na korišćenje poverili akcionari. Formula 4 se može raščlaniti na sledeći način:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Ukupni prihodi}} \times \frac{\text{Ukupni prihodi}}{\text{Ukupna imovina}} \times \frac{\text{Ukupna imovina}}{\text{Sopstveni kapital}} \quad (5)$$

Raščlanjena formula za ROE je značajna zato što omogućava sagledavanje ključnih faktora koji određuju nivo i potencijale rasta prinosa akcionara – stopa dobitka, efikasnost upravljanja imovinom i stepen zaduženosti.

Iako deli puno sličnosti sa ROA, ovaj pokazatelj je, kao što se to iz formule 5 vidi, dodatno jako uslovljen izabranom finansijskom strukturom (finansijski leveridž). Naime, dva osnovna načina za povećanje ROE su povećanje neto dobitka i smanjenje akcijskog kapitala. Menadžment može povećati ROE istovremeno na oba načina, povećanjem finansijskog leveridža, budući da će tada ostvarivati poreske uštede zbog korišćenja pozajmljenih izvora (što utiče povoljno na iznos neto dobitka) i smanjiti potrebe za akcijskim kapitalom (usled supstitucije dugom).

Sa aspekta koncepta vrednosti, međutim, povećanje ROE putem povećanja leveridža, može značiti uništavanje vrednosti za akcionare, budući da istovremeno dolazi do povećanja finansijskog rizika.

U želji da maksimiziraju ROE menadžeri mogu biti motivisani da izbegavaju projekte koji zahtevaju značajna ulaganja ili obećavaju niske stope ROE (naročito u ranijim godinama eksploatacije), bez obzira na njihov značaj za dugoročni razvoj kompanije. Problematična je i uporedivost kompanija, čak i u okviru iste grane, ukoliko se one razlikuju u pogledu ulaganja u tehnološku osnovu, jer je moguće da će kompanija sa jačom tehnološkom osnovom i većim ulaganjima imati manju ROE.

Brojna istraživanja su pokazala da je stepen korelacije između kretanja računovodstvenih merila (naročito ROE) i ukupnog prinosa akcionara (kapitalni dobitak i dividenda) znatno manji nego između kretanja novčanih tokova i prinosa akcionara. U okviru IBM Global Inšurens (IBM Global Insurance) je sprovedeno istraživanje na uzorku od preko 1.000 finansijskih (pretežno osiguravajućih) organizacija širom sveta u cilju procene doprinosa koji ulaganja u informacione tehnologije daju procesu stvaranja vrednosti. Istraživanje je pokazalo da sva računovodstvena merila imaju koeficijent korelacije sa prinosom akcionara od svega 13-14%, dok merila zasnovana na novčanim tokovima, poput neto sadašnje vrednosti, imaju koeficijent korelacije od preko 60% (vidi 3). To znači da će stvaranju vrednosti za akcionare (maksimiziranju prinosa akcionara) verovatnije doprineti projekat koji obećava visoku neto sadašnju vrednost, nego projekat koji obećava visoku ROE.

2.3. Zarada po akciji

Zarada po akciji (EPS) se obično utvrđuje na sledeći način:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Ponderisani prosečni broj običnih akcija}} \quad (6)$$

Ovaj pokazatelj meri rentabilnost po jednoj običnoj akciji, odnosno ukazuje na maksimalni iznos dividende koji bi akcionar mogao da dobije po jednoj akciji koju poseduje, ako bi celokupan neto dobitak bio raspodeljen. Često se koristi za procenu vrednosti običnih akcija i u procesu strategijskog planiranja, a kao informacija je nezaobilazan u berzanskim izveštajima. U skladu sa MRS 33, kompanije čije se akcije kotiraju na berzi imaju obavezu objavljivanja EPS neposredno u bilansu uspeha (ne u napomenama), što ukazuje na značaj koji se pridaje ovom pokazatelju.

Za razliku od ROA i ROE, EPS se utvrđuje samo na osnovu podataka iz bilansa uspeha, odnosno ne uzimaju se u obzir učinjena ulaganja. Time se sva ograničenja svojstvena osnovnim računovodstvenim merilima mogu pripisati i

Usaglašenost računovodstvenih merila sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare

ovom pokazatelju. Budući da je vrednost ovog pokazatelja značajno određena brojem običnih akcija, dve kompanije koje su objavile isti neto dobitak mogu imati različiti EPS zbog razlike u broju akcija koje su emitovale. S pravom se tada o EPS može govoriti, pre kao o zanimljivom podatku, koji omogućava akcionarima da saznaju koliko su zaradili po jednoj akciji, nego kao o pokazatelju koji omogućava merenje stvarne zarađivačke moći kompanije i poređenje sa drugim kompanijama.

Gerstner (Gerstner) i Anderson (Anderson) su još 1976. izjavili sledeće: „U mnogim korporacijama je tokom 1960-ih godina... zarada po akciji – utvrđena na godišnjoj, kvartalnoj ili mesečnoj osnovi – bila primarni pokazatelj... Danas, mnoge od tih istih kompanija priznaju da podatak o kratkoročnoj EPS može navesti na pogrešne zaključke o stvarnim snagama kompanije, isto onako kako računovodstveni dobitak može biti beskoristan kao mera ostvarenja poslovnih jedinica u decentralizovanim organizacijama. Ukratko, iako je merenje performansi zasnovano na računovodstvenom dobitku i dalje važno, ono više nije dovoljno. Zato sve veći broj kompanija počinje da prati veći broj varijabli: naročito, obrt imovine, prinos na uloženi kapital i neračunovodstvene podatke.“ (prema Meyer 2002, 40)

Benet Stjuart (Benett Stewart) je ovaj pokazatelj opisao kao „...opijat za izvršne direktore i nektar za upravne odbore, suštinski loše merilo...“ (vidi 5), naročito kada su menadžerske naknade vezane za njegov iznos. Da bi potvrdio svoj stav, on je naveo primer kompanije Enron koja je u periodu od 1997-2000. ostvarivala stalno rastuće iznose EPS (time i rastuće naknade za menadžere). U celom ovom periodu Enron, međutim, nije uspeo da obezbedi pokriće cene akcijskog kapitala, umanjujući tako vrednost za akcionare mereno ekonomskom dodatkom vrednošću (EVA – economic value added). Stjuart je istakao da je Enron propao zato što su njegovi menadžeri bili pod uticajem EPS, merila koje podstiče na kratkovido ponašanje, oličeno u:

- izbegavanju ulaganja u istraživanje i razvoj, budući da ona uglavnom imaju tretman rashoda perioda, te umanjuju tekuće prinose i EPS;
- preteranom ulaganju u poslovanje, do nivoa koji obezbeđuje rast EPS, ali ne i prinose veće od ponderisane prosečne cene kapitala;
- preteranom zaduživanju, zbog pomenutog uticaja povećanja leveridža na ROE i činjenice da bi dodatna emisija akcija uslovlila pad EPS (ovo dalje uslovljava rast rizika i cene kapitala, kao i pad očekivanja investitora sadržanih u ceni akcija, odnosno smanjenje P/E racija);
- sklonosti računovodstvenim manipulacijama, u cilju prikrivanja prethodno navedenih aktivnosti. (Stewart 2002)

Menadžeri svoje opredeljenje za maksimiziranje EPS pravdaju ističući stav da akcionari više cene akcije preduzeća koja su objavila veći iznos EPS, odnosno da preduzeća koja ne ostvare zadovoljavajući (očekivani) iznos EPS, akcionari uglavnom ocenjuju kao neperspektivna i loše vođena. Ipak, ukoliko menadžment uspe da ubedi akcionare da nezadovoljavajući iznos EPS neće ugroziti dugoročnu

zarađivačku moć kompanije, cena akcija ne mora nužno pasti. Na slici 1 su predstavljene procentualne promene tržišnih cena akcija, kao reakcija na objavu EPS. Istraživanje je sprovedeno tokom 2002. godine, na uzorku od 137 kompanija iz SAD. Sa slike se očigledno može videti da neuspeh kompanije da ispuni očekivanja koja se odnose na tekući period, ne moraju negativno uticati na kretanje cena akcija, pod uslovom da tržište povoljno ocenjuje dugoročnu sposobnost kompanije da stvori visok EPS.

Slika 1. Na cenu akcija utiču dugoročna očekivanja

		Ostvarena u odnosu na očekivanu vrednost EPS za 2002. godinu – “kratki rok”	
		niža	viša
Promena u očekivanoj vrednosti EPS za 2004. godinu - “promena dugoročnih očekivanja”	pozitivna	2,3	3,6
	negativna	(4,1)	1,0

Izvor: Koller T., Goedhart M., Wessels, D. (2005) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons, Inc.

Jedno istraživanje sprovedeno na velikom uzorku kompanija iz SAD, u periodu od 1992. do 1997. godine, pokazalo je da objava EPS u kvartalnim izveštajima neznatno utiče na kretanje cena akcija, te da je u 40% slučajeva cena akcija reagovala negativno na visoke vrednosti EPS i obrnuto (Koller et al. 2005, 79). To potvrđuje da su reakcije akcionara manje pod uticajem tekućih objava i kratkoročnih procena EPS, a više pod uticajem dugoročnih procena o kretanju ovog pokazatelja. U slučaju akcija farmaceutskih kompanija, istraživanja pokazuju da su njihove tržišne cene mnogo više pod uticajem informacija o razvoju novih proizvoda, čak i kada one nemaju uticaj na visinu EPS (Koller et al. 2005, 79-80).

Očigledno je, dakle, da značaj ovog pokazatelja varira u zavisnosti od osobina kompanije na koju se odnosi i razvijenosti finansijskog tržišta, te da on često malo ili nimalo ne govori o realnom kvalitetu (već samo o kvantitetu) ostvarenog dobitka i internim snagama kompanije da kreira vrednost za akcionare na dugoročno održivoj osnovi. Veoma je izvesno i da se tekuće i očekivane promene EPS retko direktno transponuju na kretanje cena akcija, te da na cenu akcija mnogo jači uticaj imaju nova ulaganja (naročito u istraživanje i razvoj i promociju) i strategije, promene stopa prinosa i rasta, promene finansijske strukture, dezinvestiranje iz neperspektivnih projekata i promene u računovodstvenoj praksi. To može značiti da su investitori zainteresovani za suštinsku vrednost kompanije mnogo više nego za rast EPS, odnosno da EPS nije preporučljivo koristiti kao pojedinačno merilo vrednosti, pa čak ni u kombinaciji sa P/E racionom.

2.4. P/E racio

P/E racio (PER) je jedan od najvažnijih tržišnih pokazatelja i utvrđuje se na sledeći način:

$$\text{PER} = \frac{\text{Tržišna cena po akciji}}{\text{Neto dobitak po akciji}} \quad (7)$$

PER pokazuje koliko su akcionari spremni da plate za akcije preduzeća, kako bi svake godine ostvarivali jedan dinar neto dobitka po akciji. Koristi se za procenu tržišne vrednosti akcija, procenu vrednosti kompanija u procesima preuzimanja, obračun stope kapitalizacije akcijskog kapitala i predviđanje buduće zarađivačke sposobnosti kompanije.

Kao što se iz formule 7 može zaključiti, PER je u inverznom odnosu sa pokazateljem zarade po akciji, pa bi iz ugla matematike bilo logično očekivati da se sa rastom EPS, PER smanjuje. U finansijskoj teoriji i praksi je, kao što je već istaknuto, razvijeno uverenje da će tržišna cena po akciji rasti intenzivno kao odgovor na rast tekuće ili buduće vrednosti EPS i time usloviti rast PER. Pretpostavlja se da će finansijsko tržište različito ceniti zrele i rastuću kompaniju, u istoj grani delatnosti, koje imaju isti tekući EPS, ukoliko rastuća kompanija reinvestira značajan deo ostvarene dobiti u razvojne projekte, po visokoj stopi prinosa, dok zrela kompanija celokupnu dobit isplaćuje u vidu dividendi. U skladu sa finansijskom teorijom, verovatno je da će finansijsko tržište akcije rastuće kompanije ceniti više, uslovljavajući rast njenog PER. Neophodan uslov koji treba da bude ispunjen da bi ovo pravilo važilo je da kompanija reinvestira dobitak najmanje po stopi koja obezbeđuje pokriće cene kapitala. Zato se često ističe da je PER koristan indikator perspektiva rasta kompanije (Bodie et al. 2005, 622-625).

Da bi se na osnovu PER stekao potpuni utisak o vrednosti koju neka kompanija može kreirati za akcionare, preporučljivo je da se PER analizirane kompanije uporedi sa PER sličnih kompanija ili sa prosečnim PER za granu. Ovo zato što se pretpostavlja da veoma visoka vrednost ovog pokazatelja može ukazivati na precenjenost cene akcija analizirane kompanije, što je prvi znak da ulaganja u takvu kompaniju treba ozbiljno preispitati. Međutim, ne mora da znači da je kompanija sa veoma malim PER, u odnosu na granski prosek, potcenjena, već da je čitava grana precenjena, time i analizirana kompanija. Ovo je bilo karakteristično za internet kompanije u SAD, čije su akcije bile veoma precenjene tokom 2000. godine. Tada je pogrešio svako ko je pomislio da će ulaganjem u internet kompaniju, čiji je PER bio znatno ispod prosečnog za tu granu, ostvariti veliku zaradu od očekivane kapitalne dobiti. Nakon brojnih finansijskih skandala i propasti nekoliko internet kompanija postalo je očigledno da PER ne mora korespondirati sa suštinskom vrednošću kompanije i njenim perspektivama rasta.

Poseban problem sa PER se može javiti u slučaju kompanija koje posluju u granama podložnim cikličnim kolebanjima, kao što su automobilska i industrija poluprovodnika. Veoma niska vrednost PER za ove kompanije ne mora ukazivati na potcenjenost njihovih akcija, jer je vrlo verovatno da su one dostigle vrhunac u neposrednoj prošlosti, tako da im predstoji period pada. Ovaj pokazatelj je i pod jakim uticajem visine stope inflacije. Nije neobično da PER gubi na vrednosti u periodima inflacije i to po stopi većoj od stope inflacije, kao rezultat tržišne procene da su računovodstveni podaci iskrivljeni i nerealni. Očekivanja investitora su tada toliko pesimistična da ni realni rast bruto društvenog proizvoda, kao faktora koji bitno utiče na perspektive svih kompanija u privredi, ne može promeniti njihov stav o vrednosti kompanija.

PER je, dakle, pod uticajem velikog broja faktora (očekivani rast i prinos, očekivanja investitora, privredni ciklusi, makroekonomski pokazatelji, nove korporativne strategije, promene u računovodstvenoj regulativi), sa nepredvidim posledicama. Dva krizna perioda koja su obeležila ekonomski razvoj nakon Drugog svetskog rata (kasne 1970. i kasne 1990. godine) su pokazala da vrednosti PER nisu korespondirale sa realnim perspektivama rasta kompanija, te da su u godinama nakon krize vrednosti ovog pokazatelja postepeno dovedene u sklad sa suštinskom vrednošću kompanija (Koller et al. 2005, 95-96). Dakle, čak i kada bi investicioni analitičari pokušali da procene buduće kretanje ovog pokazatelja za neko ulaganje (kompaniju), uzimajući u obzir samo realne ekonomske veličine, poput očekivanog rasta kompanije, racija plaćanja dividende, cene kapitala i sl., malo je verovatno da bi u tome uspeli, imajući u vidu uticaj pomenutih faktora. Uostalom zašto bi se tada neko ko raspolaže procenama realnih ekonomskih veličina trudio da proceni PER, kada jednostavno može odmah proceniti suštinsku vrednost nameravanog ulaganja.

Zaključak

Tokom protekle tri decenije razvijeno je više merila vrednosti nego ikad ranije u istoriji razvoja finansijske teorije. Do 1990-ih, performanse kompanija i menadžera su najčešće bile ocenjivane samo na osnovu podataka i pokazatelja iz bilansa uspeha. Preovlađivalo je uverenje da će efikasnost i rentabilnost upravljanja imovinom biti maksimizirane ukoliko budu maksimizirani stopa dobitka i/ili apsolutni iznos dobitka. Budući da je vremenom postalo jasno koliko ovakvo uverenje može biti pogrešno i pogubno po opstanak i razvoj kompanije, menadžeri su počeli da se više oslanjaju na pokazatelje stope prinosa u cilju istovremenog praćenja profitabilnosti kompanije i efikasnosti upotrebe imovine. Ovo je bio važan korak ka razvoju potpunijih, višeparametarskih pristupa merenju performansi i svestranijem preispitivanju finansijsko-računovodstvenih informacija.

Savremena merila vrednosti, poput EVA, razvijena imajući u vidu cilj maksimiziranja vrednosti, teorijski su zasnovana na analizi realnih novčanih tokova i relevantnih faktora vrednosti, uz puno uvažavanje cene kapitala, odnosno

**Usaglašenost računovodstvenih merila
sa ciljem maksimiziranja vrednosti za akcionare**

vremenske vrednosti novca i ukupnog rizika. Iako su ona vremenom našla svoje mesto u korporativnoj praksi, ne treba zaboraviti da su njihov značaj i pouzdanost određeni kvalitetom računovodstvenih i tržišnih informacija i kvalitetom sprovedenih obračuna i prilagođavanja. Takođe, uprkos brojnim empirijskim dokazima koji potvrđuju sposobnost ovih merila da pruže pouzdane informacije o iznosima kreirane vrednosti i perspektivnoj sposobnosti kreiranja vrednosti, postoji gotovo isto toliko dokaza koji tvrde suprotno. Tako su brojna istraživanja pokazala da računovodstvena merila, poput NOPAT, omogućavaju preciznije i pouzdanije identifikovanje aktivnosti sa potencijalom za stvaranje vrednosti, nego EVA.

Literatura

1. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2005) *Investments*. New York: McGraw Hill.
2. Koller, T., Goedhart, M., Wessels D. (2005) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
3. Malinić, D. (1999) *Politika dobiti korporativnog preduzeća*. Beograd: Ekonomski fakultet.
4. Meyer, M. W. (2002) *Rethinking Performance Measurement – Beyond the Balanced Scorecard*. Cambridge: Cambridge University Press.
5. Rappaport, A. (1998) *Creating Shareholder value – A Guide for Managers and Investors*. The Free Press.
6. Stewart, G. B. (2002) Enron Signals the End of the Earnings Management Game. *EVALUATION*, 4(5) Stern Stewart & Co.
7. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=18582507&site=ehost-live>, preuzeto 17. juna, 2010.
8. www.gnews.com/article/5439.cfm, preuzeto 20. juna, 2010.

**COMPLIANCE OF ACCOUNTING MEASURES WITH A GOAL TO
MAXIMIZE SHAREHOLDER VALUE**

Abstract: The aim of this paper is to analyze basic accounting measures in order to determine level of their compliance with the goal to maximize shareholder value. Shareholder value is defined as present value of the future net cash flow (dividends, capital gains, etc) that shareholders expect to obtain from investing in a company. As shown in this paper, although use of accounting measures is simple it results in only partially reliable performance indications, since accounting data weakly correspond with amount, dynamics and riskiness of future net cash flow.

Key words: shareholder value, dobitak, rate of return, earnings per share, P/E ratio.