

5.5. Показатељи тржишне вредности/власништва

Врло често долази до одступања књиговодствене и тржишне вредности акција, што будућим инвеститорима ствара осећање несигурности и страха у вези доношења својих пословних одлука. Због поменутих разлога врло често инвеститори, власници и остали стејкхолдери траже одговоре на следећа питања, и то:

1. „Да ли купљене и продате акције вреде баш толико?
2. Да ли са куповином или продајом акција треба сачекати?
3. Како ће се кретати вредност акција у абудућности?“¹

Да би добили одговоре на постављена питања користе се следеће врсте рација (који се везују за акционарска предузећа), и то:

- Нето добитак (зарада) по акцији,
- Однос тржине цене по акцији и нето добитка по акцији,
- Рацио плаћања дивиденде,
- Дивидендна стопа,
- Књиговодствена вредност по акцији.

Да би на што пластичнији начин добили одговоре на постављена питања користићемо билансне позиције биланса стања и биланса успеха предузећа „А“:

¹ Penman H. S., (2001.), „Financial Statement Analysis and Security Valuation,“ McGraw Hill/Irwin, New York, str.3

Компаративни биланс стања предузећа „А“²

Билансне позиције	1.1.	31.12.
Готовина	20 000	25 000
Краткорочни финансијски пласмани	30 000	35 000
Потраживања	60 000	70 000
Залихе	50 000	60 000
ОБРТНА СРЕДСТВА	160 000	190 000
Основна средства	320 000	340 000
Исправка вредности основних средстава	80 000	90 000
ОСНОВНА СРЕДСТВА	240 000	250 000
УКУПНА АКТИВА	400 000	440 000
Добављачи	40 000	43 000
Укалкулисане обавезе	18 000	21 000
Краткорочни кредити (10%)	20 000	18 000
Укупне краткорочне обавезе	78 000	82 000
Дугорочни дугови (обвезнице 11%)	65 000	75 000
УКУПНЕ ОБАВЕЗЕ	143 000	157 000
Обичне акције (2 000 акција * 100 динара)	200 000	200 000
Капитални добитак (више уплаћено за обичне акције)	20 000	20 000
Акумулирани добитак	37 000	63 000
СОПСТВЕНИ КАПИТАЛ	257 000	283 000
УКУПНА ПАСИВА	400 000	440 000

Бланс успеха предузећа „А“³

Билансне позиције	ДИН.
Пословни приход	500 000
Цена коштања реализованих производа	330 000
БРУТО ДОБИТАК	170 000
Трошкови продаје	40 000
Трошкови администрације	55 000
Трошкови амортизације	10 000
УКУПНИ ДРУГИ ПОСЛОВНИ РАСХОДИ	105 000
ПОСЛОВНИ ДОБИТАК	65 000
Камате на кредит	9 600
НЕТО ДОБИТАК ПРЕ ПОРЕЗА	55 400
Порез на добитак (10%)	5 540
НЕТО ДОБИТАК ПОСЛЕ ПОРЕЗА	49 860
Дивиденда на обичне акције	23 860
АКУМУЛИРАНИ ДОБИТАК	26 000
Претпоставка да је тржишна цена акције на берзи 160 динара	

² Иванишевић М., (2012.), „Пословне финансије“, Економски факултет, Београд, стр. 21.

³ Исто, стр. 22.

Исплаћена дивиденда по акцији добија се као однос $23860/2000=11,93$

Нето добит по акцији⁴ нам говори колика је профитабилност издатих обичних акција. Колики је значај овог ратца говори и постојање институционалне обавезе⁵ отворених акционарских друштава да вредност „Нето добитка по акцији“ прикажу у билансу успеха свака обична акција предузећа „А“ зарађује (има приносну снагу) 24,93 динара нето добитка.

$$\text{Нето добитак по акцији} = \frac{\text{Нето добитак}}{\text{Број издатих обичних акција}} = \frac{49.860}{2.000} = 24,93. (\uparrow +)$$

Оно што је важно за менаџмент предузећа је да постоји континуитет раста добити по акцији као и висина добити. Наведене карактеристике биће пресудне за доношења инвестиционих одлука будућих инвеститора у предузеће „А“ (акционара), као и остваривања жељене компензационе шеме запослених, а за власнике предузећа поред величине добити од изузетног значаја су опстанак, раст и развој компаније. Дакле, уколико добит предузећа континуирано, конзистентно и у адекватној величини расте може се са сигурношћу тврдити да односно предузеће има извесну будућност у наредном временском периоду. Приликом тумачења односног ратца треба бити опрезан и водити рачуна о могућим ограничењима у тумачењу ратца зараде по акцији. Пословне одлуке у кратком и дугом временском периоду менаџмента могу утицати на величину добити како у садашњости и будућности и то повећање добити у садашњости на рачун смањења добити у будућности и обратно смањење добити у садашњости на рачун повећања добити у будућности. Такође, утврђивање перформанси предузећа на основу зараде по акцији је проблематична и са аспекта величине капитала који одбацује исту количину добити (већа или мања вредност капитала може одбацивати исти износ добити), број емитованих акција и сл.

Однос тржишне цене по акцији и нето добитка по акцији⁶ веома је важна са аспекта грађења поверења инвеститора према предузећу тј. у веровање инвеститора у одговорно обављање послова менаџмента предузећа. Овај закључак произилази из тумачења односног ратца у смислу „за колико година (при датој тржишној цени и датом добитку), предузеће може зарадити тржишну вредност акцијског капитала предузећа“ или „колико је инвеститор спреман да плати један динар добитка предузећа“⁷. За конкретно предузеће „А“ вредност P/E ратца је:

⁴ Нето добитак по акцији у стручној литератури назива се још и „зарада по акцији“ (earnings per share – EPS).

⁵ По међународном рачуноводственом стандарду 33-(MPC-33).

⁶ Однос између тржишне цене акција и добитка по акцији у стручној литератури често се обележава као P/E ратцио (price-earnings ratio –P/E).

⁷ Малинић Д., Милићевић В., Стевановић Н., (2013.), „Управљачко рачуноводство“, Економски факултет, Београд, стр. 139.

$$\text{P/E рацио} = \frac{\text{Тржишна цена по акцији}}{\text{Нето добитак по акцији}} = \frac{160}{24,93} = 6,43$$

У конкретном случају инвеститор је спреман да плати 6,43 динара за 1 динар добитка предузећа „А“, или предузеће је при датим околностима способно, да за нешто више од 6 година, оствари вредност једнаку сопственом акцијском капиталу. Логичан закључак, за дато пословно окружење, који се намеће да је бољи инвестициони избор оних акција који имају нижи односни рацио може бити тачн али и не. Потребно је анализирати и остале перформансе предузећа у смислу историјски података за односни рацио, поредити га са рациима просечног и најбољег предузећа односне гране, као и сагледати целокупно микро и макро пословно окружење како би се добиле што аналитичније информације о свим факторима⁸ који могу бити од помоћу на адекватно сагледавање свеукупне мултидимензионалности у остваривању добити у будућем временском хоризонту.

Рацио плаћања дивиденде⁹ показује колико је процената оствареног нето добитка предузећа „А“ исплаћено акционарима. Односни релативни показатељ у конкретној ситуацији износи 47,85% је исплаћено акционарима у односу на 100% оствареног нето добитка предузећа:

$$\begin{aligned} \text{Рацио плаћања дивиденде} &= \frac{\text{Исплаћена дивиденда по обичној акцији}}{\text{Нето добитак по обичној акцији} - \text{Нето добитак по преференцијалној акцији}} \\ &= \frac{11,93}{24,93 - 0,00} * 100 = 47,85\% \end{aligned}$$

Задржавање добитка од стране предузећа (100%-47,85%=52,15%) у суштини зависи од две групе фактора и то од формално-правних обавеза које стоје пред предузећем тј. инситуционалних ограничења у вези расподеле нето добитка као и пословних одлука власника предузећа (пословних, инвестиционих, финансијских и сл.). Задржавање добитка тј. реинвестирање ствара за предузеће амбивленту ситуацију. Подељеност у погледу доношења одлуке у вези расподеле нето добитка састоји се у томе да је ефективно и ефикасно реинвестирање нето добита предузећа од изузетне важности јер може утицати на раст и развој у будућности, с друге стране исплата дивиденде утиче на инвестиционе преференције стејкхолдера (тражња за акцијама предузећа) као и на величину вредности предузећа. Тако да је потребно да скупштина акционара доноси одлуку на такав начин који ће омогућити складан однос између наведне две неопходности за предузеће¹⁰.

⁸ У интерне факторе могу се убројати струкутра ангажовног капитала, струкутра добити и сл.

⁹ Рацио плаћања дивиденди у стручној литератури обележава се DPS/EPS (Dividend per Share/Earnings per Share).

¹⁰ Водећи рачуна о величини капиталног приноса по акцији као и капиталног добитка по акцији.

Реципрочна вредност P/E рачаа пружа информацију „колики је степен приносне снаге (стопа капитализације/приноса) по акцији предузећа. У конкретном случају степен капитализације/приноса сваке акције (имајући у виду њену тржишну вредност) је 15,58%. Овај рачио може послужити инвеститорима у погледу добијања информација о потенцијално максималним приносима од инвестирања у обичне акције предузећа и њиховим поређењем са алтернативним инвестиционим могућностима.

Оно што највише интересује инвеститоре је колико могу оприходовати од своје инвестиције (у обичне акције предузећа), с тим увези користе се два рачиа која ће показати приносну снагу обичне акције у облику исплаћених дивиденди, као и принос од капиталног добитка на акције. Дивидендни принос за предузеће израчунава се на по следећој формули:

$$\text{Дивидендни принос} = \frac{\text{Исплаћене дивиденде по обичној акцији}}{\text{Тржишна цена акције}} \cdot (1 +)$$

Страна 148 Малинић

На основу датог квантитета могу се сагледати користи инвеститора. По спроведеној анализи Hampton¹¹ дивидендни принос се креће од 0-12%. Колики ће проценат приноса бити зависи и од животног доба предузећа, у почетку развоја предузеће има веће инвестиционе потребе, у каснијим периодима после освајања тржишног удела дивидендни приносби требао да се стабилизује. Величина дивидендног приноса треба да буде толико велика да одражава и степен ризика којим су изложени инвеститори с једне стране, да је предвидива у погледу своје висине што ће утицати на појаву сигурности инвеститора према одређеном предузећу. Такође, стварањем поверења утицаће се и на појаву поштовања тј. уверења да односно предузеће има одређени квалитет/способности тј. вредност у “очима” инвеститорима. Ова осећања (поверење и поштовање) од изузетног су значаја по предузеће јер ће утицати и на величину приноса од капиталних добитака. Капитални добитак власника обичних акција израчунава се као разлика између тржишне цене на крају обрачунског периода (ТЦ₁) и тржишне цене на почетку обрачунског периода (ТЦ₀), позитивна разлика је корист у виду добитка за власника обичне акције и назива се капитална добит. Аритметички израз за капитални добитак по акцији формира се на следећи начин:

$$\text{Капитални добитак по обичној акцији} = \frac{\text{Капитални добитак}(ТЦ_1 - ТЦ_0)}{ТЦ_0} \cdot (1 +)$$

¹¹ Hampton J.J., (1989.), „Financial Decision Making, Prentice-Hall, Inc, New Jersey, str.121.

Страна 149 обрачун укупног приноса и Дивиденде, капитални добици и укупни принос акционара. Малинић

Сабирањем приноса од исплаћених дивиденди на обичне акције и приноса по основу капиталних добитака добија се валидна информација за укупну корист/вредност за власника обичних акција односног предузећа. Укупни принос акционара може се израчунати по следећој формули:

$$\text{Укупни принос акционара} = \frac{\text{Исплаћене дивиденде по акцији} + (ТЦ_1 - ТЦ_0)}{ТЦ_0} \cdot (\uparrow +)$$

И на крају можемо користити и следећи рацио „Књиговодствена вредност по акцији“ као информација како унутрашњим тако и спољшњим стејкхолдерима. Вредност поменутог рациа за предузеће „А“ добија се помоћу следеће формуле:

$$\text{Књиговодсвена вредност по акцији} = \frac{\text{Укупни сопствени капитал}}{\text{Број издатих обичних акција}} = \frac{283.000}{2.000} = 141,50$$

У ситуацији статусних промена предузећа „А“, да ли ће власници обичних акција стварно добити израчунату вредност од 141,5 динара по обичној акцији зависи ће и од стварне вредности укупне имовине предузећа као и од укупних обавеза односног предузећа.

6.РИЗИЦИ ПОСЛОВНОГ ОКРУЖЕЊА

Оног тренутка када предузеће није сигурно да ли ће се активности у пословном окружењу одвијати на уобичајени /предвидив начин можемо рећи да натаје забринутост менаџмента предузећа. Појава сумње (као последица забринутости) менаџмента, у погледу процене односног пословног окружења, да се активности у пословном окружењу неће одвијати на најповољнији начин по интересе предузећа рађа негативна осећања типа страха. Такође, да би менаџмент предузећа смањио осећање страха потребно је да се понаша на проактиван начин. Проактивност менаџмента би се сводила на спровођење анализе финансијских извештаја, конкретно то анализа треба да буде усмерена како на анализирање фиксних трошкова и његовог утицаја на величину нето добити као и анализирање структуре извора финансирања и у том смислу расхода по основу камата. На овај начин менаџмент може бити сигуран да ће врсте ризика у вези пословања предузећа у доброј мери бити стављене под контролу што ће утицати и на смањење фрустрације односног менаџмент у погледу минимизирања разочараности сопствене одговорности. Наравно, многи ризици могу настати независно од активности предузећа и као такви утицати на величину прихода и расхода, а тиме и на профитабилност предузећа. Две врсте ризика које ће мо анализирати односи се на :

- Пословни ризик (пословни leverage),
- Финансијски ризик (финансијски leverage).

За анализирање финансијских поменутих ризика за предузће „Х“ , користиће се биланс стања и успеха са следећим подацима¹²:

а) Биланс стања предузећа „Х“, (31.12. т.г.)

¹² Иванишевић М., (2012.), „Пословне финансије“, Економски факултет, Београд, стр. 54.

Актива		Пасива	
Обртна средства	1.500.000	Укупни дугови	2.500.000
Основна средства	2.500.000	Сопствени извори	1.500.000
Укупно	4.000.000	Укупно	4.000.000

б) Биланс успеха предузећа „Х“, (1.1. - 31.12. т.г.)

Назив позиције	Износ
Нето приходи од реализације	3.000.000
- <i>Варијабилни трошкови</i>	<i>1.500.000</i>
Маргинални добитак (брuto пословни добитак)	1.500.000
- <i>Фиксни трошкови</i>	<i>1.000.000</i>
Пословни добитак (нето пословни добитак)	500.000
- <i>Кamate на дугове</i>	<i>250.000</i>
Нето добитак	250.000

6.1. Пословни ризик (пословни leverage)

Сагледавање последица промене пословног добитка услед промене обима продаје може се сагледати преко дејства фиксних трошкова на пословни добитак. Наиме, при повећању или смањењу обима производње и продаје односних аутпута долази до повећања само варијабилних трошкова али не и до промене укупних фиксних трошкова. Ова чињеница ће условити веће промене пословног добитка у односу на промене обима прихода од аутпута. У кратком временском хоризонту подразумева се чињеница да долази искључиво до промене варијабилног фактора. Ова чињеница се правда тиме да се је кратком временском хоризонту немогуће изградити фабрику, набавити технологију, обучити раднике за рад и сл. тако да је за све поменуте активности потреба време које се дефинише као дугорочни временски хоризонт. Дугорочни временски хоризонт је различит за различита предузећа и зависи од технологије производње односних аутпута (различито је време за набавку фиксног фактора тј. билансне позиције означене као „стална имовина“ челичане и производњу сладоледа).

Имајући у виду да су фиксни трошкове у односу на укупни обима производње аутпута непроменљиви, али да се смањују по јединици аутпута са повећањем броја

производње аупута они ће изазвати веће промене пословног добитка него што су промене обима продаје. Дакле, колико ће се брже мењати пословни добитак зависи од величине фиксних трошкова, што су већи фиксни трошкови то ће утицати да је израчунати фактор пословног leverage већи и обратно. Фактор пословног leverage се израчунава на основу следеће формуле:

$$\text{Фактор пословног leverage} = \frac{\text{Маргинални добитак}}{\text{Пословни добитак}} = \frac{1.500.000}{500.000} = 3$$

Добијена вредност пословног leverage значи да ће промена пословног прихода за 1% (повећање/смањење) изазвати за 3% промену пословног добитка (повећање/смањење). На примеру предузећа „Х“¹³, могу се видети описане последице:

Назив позиције	Постојећи обим продаје	Повећање 10%
Нето приходи од реализације	3.000.000	3.300.000 (за 10% ↑)
- <i>Варијабилни трошкови</i>	<i>1.500.000</i>	<i>1.650.000 (за 10% ↑)</i>
Маргинални добитак	1.500.000	1.650.000 (за 10% ↑)
- <i>Фиксни трошкови</i>	<i>1.000.000</i>	<i>1.000.000</i>
Пословни добитак	500.000	650.000 (за 30% ↑)

(Варијабилни трошкови су пропорционално варијабилни).

На основу поменуте спознаје може се видети да су велики фиксни трошкови изузетна опасност за предузеће. Конкретно, у условима када је реч о великој вредности пословног leverage то би значило да би мали пад прихода имао за последицу да би пословни добитак био нула. Уконкретном примеру пад бруто пословног добитка од 33.333% ($\frac{100}{\text{фактор пословног leverage}} = \frac{100}{3} = 33,333$) имао би за последицу нулти нето пословни добитак, уколико би предузеће имало позајмљених извора финансирања имовине, то би значило и постојање обавезе по основу камата што би изазвало улазак у зону губитка.

6.2. Финансијски ризик (финансијски leverage)

Када предузеће донесе пословну одлуку да узме кредит како би организовао производњу и продају додатне количине аупута на тржишту, а при томе је стопа приноса на укупну ангажована средства већа од каматне стопе на позајмљена средства последица по пословање предузећа осликаваће се у остваривању веће стопе приноса на сопствена средства у односу на стопу приноса на укупно ангажована средства. Ова последица је

¹³ Исто, стр. 56.

настаје услед дејства финансијског leverage. За предузеће „X“¹⁴ добијамо следеће резултате:

Нето пословни добитак	500.000	650.000 (за 30%↑)
- Камате на дугове	250.000	250.000
Нето добитак	250.000	400.000 (за 60%↑)

У условима када постоји и фиксан трошак предузећа према зајмодавцима, а при томе , а при томе је стопа приноса на укупну ангажована средства већа од каматне стопе на позајмљена средства, доћи ће до значајније промене нето добитка у односу на пословни добитак и то због постојања фиксних расхода по основу камата. Квантификовање финансијског ризика утврђује се помоћу следеће формуле:

$$\text{Фактор финансијског leverage} = \frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Нето добитак}} = \frac{500.000}{250.000} = 2.$$

Добијени резултат значи да ће промена пословног добитка од 1% изазвати промену нето добитка за 2%. У овом случају уколико би дошло до повећања пословног добитка за 30% то ће имати за последицу повећање нето добитка за 60% (30%*2=60%). На основу вредности фактор финансијског leverage можемо рећи да је финансијски ризик предузећа „X“ релативно мала. Наиме, предузеће „X“ мора имати веома значајно смањење нето пословног добитка и то за 50% ($\frac{100}{\text{фактор финансијског leverage}} = \frac{100}{2} = 50$) што би имало за последицу смањење нето добитка на нулти ниво. Или смањење обима продаје за 16,66% ($\frac{50}{\text{фактор пословног leverage}} = \frac{50}{3} = 16,66\%$) како би био исти ефекат тј. остварење нултног нето добитка.

6.3. Укупни ризик (конбиновани leverage)

Имајући у виду да је предузеће изложено ризику фиксних трошкова по два основа фиксних пословних и фиксних финансијских трошкова потребно је утврдити и величину укупног ризика којем је изложено односно предузеће. Конбиновани leverage се добија као производ пословног и финансијског leveraga:

(Фактор комбинованог leverage = Фактор пословног leverage * Фактор финансијског leverage = 3 * 2 = 6).

Укупни ризик (поменута два ризика) даје информације предузећу за колико ће се променити нето добитак у односу на промену обима продаје. На пример уколико дође до 1% повећања обима продаје то ће утицати на повећање нето добитка у износу од 6%.

¹⁴ Исто, стр. 58.

Дакле, дејство leveragea тј. полуге је веома значајно у случају смањења обима продаје. Уколико је укупни ризик висок то би могло утицати да предузеће при малом обиму смањења продаје оствари нулти добитак или чак уђе у зону губитка. У конкретном случају при смањењу обима продаје за 16.666% ($\frac{100}{\text{фактор конбинованог leveragea}} = \frac{100}{6} = 16,66\bar{6}$) оствариће се нулти добитак.

Претходне тврдње можемо проверити кроз пословање предузећа „Х“¹⁵:

Назив позиције	Износ	Повећање за 10%	Смањење за 16,666%
Нето приходи од реализације	3.000.000	3.300.000 (за 10% ↑)	2.500.000 (за 16,666% ↓)
-Варијабилни трошкови	1.500.000	1.650.000 (за 10% ↑)	1.250.000 (за 16,666% ↓)
Маргинални добитак	1.500.000	1.650.000 (за 10% ↑)	1.250.000 (за 16,666% ↓)
- Фиксни трошкови	1.000.000	1.000.000 (const.)	1.000.000 (const.)
Пословни добитак	500.000	650.000 (за 30% ↑)	250.000 (за 50% ↓)
- Камате на дугове	250.000	250.000 (const.)	250.000 (const.)
Нето добитак	250.000	400.000 (за 60% ↑)	0 (за 100% ↓)

(Варијабилни трошкови су пропорционално варијабилни).

¹⁵ Иванишевић М., (2012.), „Пословне финансије“, Економски факултет, Београд, стр. 60.