

Mr Violeta Domanović*

PRISTUPI I KONCEPTI U PROCESU PROCENE VREDNOSTI ALTERNATIVNIH KORPORATIVNIH STRATEGIJA

Apstrakt: Korporativna strategija je značajna za uspostavljanje opšteg pravca kojim organizacija želi ići. Strategijski menadžeri moraju razumeti mogućnosti i pretnje, snage i slabosti sa kojima se suočava preduzeće pri dizajniranju odgovarajućih strategija. Svaki nivo organizacione strategije ima različitu ulogu u procesu razvijanja održivih konkurentnih prednosti preduzeća, ali svaka uloga je značajna.

Vrednovanje korporativnih strategijskih opcija je komplikovano, s obzirom da su iste veoma diversifikovane. Jasno, ne mogu sve opcije biti podjednako efektivne. Zapravo, istorija je pokazala da mnoge nemaju uspeha, bilo zbog neadekvatne preliminarne analize pri formulisanju strategije ili usled neadekvatne implementacije izabrane strategije. Treba reći da vrednovanje korporativne strategije podrazumeva kombinaciju kvantitativne analize sa kvalitativnim procenama.

Svaka značajna strategijska odluka podrazumeva kompariranje troškova sa koristima određene strategije, bilo formalno ili neformalno, precizno ili aproksimativno. Akcionari, kao i ostali stejkholderi, vrše pritisak na više rukovodioce za konačne rezultate i odgovornost i žele da budu upoznati ne samo sa odlukama već i načinom izvođenja zaključaka. Sledstveno tome, vrednovanje je postalo sve značajnija veština u razvijanju i izvršenju korporativne strategije.

Abstract: Corporate strategy is of great importance for setting the general direction by which the organisation is to move. Strategic managers have to understand the possibilities and threats, strengths and weaknesses the enterprise has to face with in the course of appropriate strategies designing. Any level of organisational strategy has varied role into the process of its sustainable competitive advantages developing, but every role is very important.

The evaluation of corporate strategic options is complicated because they are very diversified. Clearly, all options cannot be equally effective. Actually, history has shown that many of them have had no success, whether because of their

* Asistent Ekonomskog fakulteta u Kragujevcu

inadequate preliminary analysis in the course of the strategy formulation or because of inadequate implementation of chosen strategy. It should be said that corporate strategy evaluation implies combination of quantitative analysis with the qualitative estimates.

Any important strategic decision implies cost-benefit comparison of determined strategy, either formally or informally, precisely or approximately. The stockholders, as well as other stakeholders, make the pressure on high-level managers for final results and responsibility and wish to be familiar not only with decisions but with the way of conclusions making. Consequently, the evaluation has become more significant skill into the corporate strategy development and execution.

Uvod

Većina kompanija kombinuje pristupe i koncepte u procesu procene vrednosti alternativnih korporativnih strategija. Neki koncepti su formalni, zasnovani na analitičkim modelima i finansijskim teorijama; drugi su neformalni, koji često reprezentuju ad hoc opšta načela. Vrednovanje može biti eksplicitno ili implicitno. A metodi i koncepti koji se često koriste odražavaju veštine, stavove i iskustva onih koji ih primenjuju. Na sastancima akcionara i upravnih odbora sve češće se zahteva analiza vrednosti akcionara, analiza diskontovanog toka gotovine, dodata ekonomska vrednost. Veći naglasak na formalnu procenu vrednosti ima opravdanja, zato što obezbeđuje rigorozniju procenu korporativnih strategija.

Kvantifikovanje korporativne (ali i poslovne) strategije zaista je veoma kompleksno. Ovo stoga što ne postoji takva finansijska teorija koja bi mogla da pruži nedvosmislene procene vrednosti u veoma dinamičnim, neizvesnim strategijskim okruženjima. Tehnike poput analize diskontovanog toka gotovine od pomoći su kod vrednovanja onih alternativa koje je relativno moguće predvideti i čije tokove gotovine je moguće preciznije anticipirati. U suprotnom, veoma je teško vrednovati pojedine alternative i ne postoji jedan univerzalni metod i tehnika pomoću kojih je moguće proceniti efekte alternativnih korporativnih strategija.

Međutim, efekte alternativnih korporativnih strategija nije uvek moguće kvantificirati. Na neka pitanja, poput: Da li je strategija u skladu sa događanjima u okruženju? Da li je održiva? Može li se efektivno implementirati sa prihvatljivim stepenom rizika? Postoji li jasna i dobro artikulirana vizija budućnosti? Da li strategija kreira održivu konkurentnu prednost i rezultira značajnom vrednošću akcionara? itd., nije jednostavno moguće odgovoriti u kvantitativnim izrazima. Sledstveno tome, vrednovanje korporativnih strategija uvek će u sebi sadržavati

izvesnu dozu intuicije i subjektivnog rasuđivanja. Osim toga, hrabrost, vera, nada takođe igraju značajnu ulogu.

Strategijski ciljevi preduzeća

Strategijski cilj poslovanja jeste da se ostvari prinos na kapital, a ukoliko u bilo kom slučaju prinos u dugom roku nije zadovoljavajući, tada ovaj nedostatak treba otkloniti ili postojeću aktivnost napustiti zarad neke druge povoljnije alternative.

Strategija se sagledava kao spona četiri seta faktora: ciljeva i vrednosti firme, okruženja industrije, resursa i sposobnosti firme, kao i njene strukture i sistema menadžmenta. Otuda, na strategiju se može gledati kao na način na koji firma koristi svoje resurse i sposobnosti unutar svog poslovnog okruženja u nameri da ostvari svoje ciljeve.

Firme imaju višestruke ciljeve. Izbor ciljeva i načina njihovog ostvarenja pod uticajem je i ograničen je vrednostima kojih se firma pridržava. Pa ipak, primarni cilj firme je maksimizacija profita – ili, podjednako, maksimizacija vrednosti akcionara.

Vrednost koju kreiraju firme distribuiraju se različitim interesnim grupama: potrošači imaju koristi zato što dobra i usluge pribavljaju po nižoj ceni od one koju su bili spremni da plate; dobavljači neophodnih inputa primaju nagradu preko minimuma koji bi prihvatili; nosioci rizika koji imaju udela u sopstvenom kapitalu u preduzeću primaju profite – višak prihoda iznad troškova inputa.

Ukoliko preduzeće kreira vrednost za sve ove participante, a njihovi interesi su međusobno u koliziji, prirodno je verovati da preduzeće treba da izbalansira interese svih stejkholdera. Sa stanovišta stejkholdera, preduzeće se vidi kao koalicija interesnih grupa uključujući akcionare (čiji je cilj profit), top menadžment (čiji ciljevi mogu biti zarade, posredne privilegije, prestiž i moć) i zaposlene (koji se interesuju za zarade, radne uslove i sigurnost zaposlenja). Eksterni stejkholderi kao što su kupci, dobavljači i vlada takođe imaju značajne interese. Čak i unutar svake interesne grupe ciljevi mogu biti divergentni. Primera radi, menadžeri teže da se identifikuju sa interesima svog funkcionalnog odeljenja.

Ovakvo sagledavanje preduzeća bazira se na priznanju da je preduzeće jedna socijalna institucija koja respektuje interese višestrukih grupa. U Japanu i kontinentalnoj Evropi, posebno u Nemačkoj, ovakvo poimanje preduzeća ima dugu tradiciju. U nemačkim kompanijama, isto je institucionalizovano preko supervizorskih odbora u kojima su predstavnici i akcionara i zaposlenih. Dakle, sa stanovišta stejkholdera, primarni cilj top menadžmenta jeste pomirenje njihovih divergentnih interesa.

Dakle, preduzeće ima višestruke ciljeve koje treba uzeti u obzir pri izboru strategije preduzeća. Ovo, sa svoje strane, čini taj proces kompleksnim. Da bi se izbegla ta kompleksnost, polazi se od jedne sasvim realistične pretpostavke, tj. da preduzeće teži ostvarenju jednog cilja – profita. Profit je primarni cilj preduzeća iz sledećih razloga [3, str.33]:

1. Primarna motivacija vlasnika kompanija jeste profit, budući da od nivoa profita zavisi i nivo dividendi akcionara. Iako akcionari imaju ograničenu kontrolu nad menadžerima javnih korporacija u Britaniji, Kanadi, SAD-u i nekoliko drugih zemalja, direktori javnih korporacija zakonom su obavezni da deluju u interesima akcionara.

2. Sve veći pritisak konkurencije – pogotovu međunarodne konkurencije – prouzrokovao je konvergenciju interesa različitih stejkholdera. Zajednički interes svih stejkholdera jeste opstanak firme. Opstanak podrazumeva da firma u dužem roku ostvari stopu profita koja pokriva trošak kapitala. Generalno govoreći, u uslovinama povećane konkurencije profit neizbežno postaje dominantni cilj korporacija. Ukoliko kompanija ne može ostvariti u dužem vremenskom periodu veći nivo prinosa na uloženi kapital od njegovog troška, ona će propasti, s obzirom da neće biti u mogućnosti da privuče kapital neophodan za zamenu svoje aktive.

3. Eksterni pritisak na firme da ostvaruju profit i da deluju u interesima akcionara takođe potiče sa finansijskih tržišta. Korporativno finansijsko okruženje 80-ih i 90-ih godina 20. veka bilo je aktivnije "tržište za korporativnu kontrolu". Sve veći broj korporativnih akvizicija, većinom neprijateljskih, znači da svaka kompanija, čije cene akcija padaju zbog njene nemogućnosti da ostvari profit, rizikuje da bude preuzeta od onih vlasnika koji će kompaniju voditi na mnogo profitabilniji način. Kompanija može biti preuzeta od strane konkurenata, kompanije koja je specijalizovana u restrukturiranju ili otkupom akcija od strane neke investicione grupe. Takav eksterni pritisak takođe dolazi i kroz aktivnije institucionalne akcionare.

4. Zahtev za ostvarenjem dugoročnog profita implicitno podrazumeva da kompanija uvažava svoje zaposlene i razvija njihov potencijal, da pošteno i časno nastupa pred dobavljačima i kupcima i da respektuje vrednosti okruženja i društva.

Profit kao primarni strateški cilj preduzeća

Moglo bi se postaviti pitanje koji profit treba preduzeće da maksimizira: ukupni profit, kontribucioni dobitak, prinos na sopstveni kapital, prinos na ukupni investirani kapital itd.? U kom vremenskom periodu? Koji profit je relevantan: računovodstveni profit, gotovinski tok, ili ekonomski višak?

Računovodstveni profit definiše se računovodstvenim principima po osnovu kojih se sastavljaju i finansijski izveštaji kompanije. Dakle, profit kompanije zavisi od domaćih računovodstvenih pravila. Ne samo da profit preduzeća zavisi od domaćih pravila i konvencija u vezi sa tretiranjem inflacije, oporezivanja, investiranja, istraživanja i razvoja, kapitalnih dobitaka i gubitaka, promene stope razmene itd., već fleksibilnost u interpretaciji računovodstvenih principa znači da firma ima diskreciju u vezi sa profitima u izveštajima.

Jedan od najvećih problema sa profitom u finansijskim izveštajima kompanije ogleda se u kombinovanju dva tipa prinosa: *normalne stope prinosa na kapital* kao nagrade za investiranje i *ekonomskog profita* kao čistog rezultata pošto se isplate svi inputi (uključujući i kapital). Najrasprostranjeniji pristup merenju i primeni koncepta ekonomskog profita je onaj koji je izumela i popularizovala njujorška konsultantska kompanija Stern Stewart & Company. Ova analiza usredsređuje se na dodatu vrednost i ponderisane prosečne cene kapitala. Maksimiziranje ekonomskog profita je konzistentno sa maksimiziranjem vrednosti akcionara.

Upravljanje na bazi vrednosti

Pristup vrednovanja strategije na bazi vrednosti akcionara polazi od toga da je vrednost korporacije određena diskontovanjem budućih gotovinskih tokova koji će se verovatno generirati. Vrednost se kreira kada kompanije investiraju kapital po prinosima koji premašuju cenu tog kapitala. Nove strateške inicijative moraju se tretirati kao bilo koja druga investicija koju kompanije čine i moraju se procenjivati na bazi vrednosti akcionara.

Sledstveno ovom pristupu, kreiran je potpuno novi menadžerski okvir – *upravljanje na bazi vrednosti*. Pa ipak, mnogi izvršni direktori nisu u potpunosti upoznati sa svim tehničkim detaljima, smatrajući da je ovaj koncept kompleksan i da polazi od rigidnih pretpostavki, pri čemu nemaju odgovarajuću podršku od tradicionalnih računovodstvenih mehanizama pri implementaciji ovog pristupa. Drugi, frustrirani preokupacijom sa brojevima, plaše se da ovakav jedan pristup vrednovanja strategija sprečava strateško razmišljanje. Ukoliko se kompleksne kvantitativne tehnike nađu u pogrešnim rukama mogu postati politički instrument.

Iako je kreiranje vrednosti akcionara imperativ za preduzeće, upravljanje na bazi vrednosti neće osigurati jednu optimalnu strategiju. Najpre, sve tehnike analize na bazi vrednosti i planiranja kritikovane su zbog prevelikog usmeravanja na smanjenje troškova pre nego na generiranje prihoda. Konačno, kreiranje vrednosti mora biti rezultat razvoja proizvoda ili prodora na novo tržište. Značaj ovih aktivnosti možda nije očigledan iz analize na bazi vrednosti.

Problem koji se javlja kod pristupa diskontovanog toka gotovine pri finansijskoj proceni vrednosti je u tome što potcenjuje i obeshrabruje neizvesne strategije sa dugoročnim isplatama. Kada se suočavaju sa neizvesnošću, mnoge firme dodaju premiju na rizik stopi prinosa. Paradoksalno, neizvesnost često reprezentuje mogućnost koja se može eksploatirati samo preko ulaganja.

Analiza na bazi vrednosti može vrednovati samo potencijal poznatih alternativa i to samo ukoliko se odgovarajuće primeni. Ona ne može kreirati strategijsku viziju za kompaniju ili generirati nove alternative strategije koje se uklapaju u postojeću viziju. Kada se sistem upravljanja na bazi vrednosti fokusira i na ekonomsku vrednost i na superiornu vrednost kupaca i kada je integralni deo organizacione kulture, znatno će se povećati budući izgledi.

Dodata ekonomska vrednost (EVA) bliže korespondira sa ekonomskim nego sa računovodstvenim profitom i konzistentna je sa ciljem ispunjenja interesa akcionara. Istovremeno, ne javlja se problem vremenskog perioda u kome se profiti moraju maksimizirati. Rešenje ovog problema vidi se u kapitalizaciji budućih profita i u maksimizaciji njihove sadašnje vrednosti. Zapravo, koncept EVA prethodi konceptu pune vrednosti akcionara.

Suština pristupa vrednosti akcionara je u prepoznavanju da kompanije deluju u interesima svojih vlasnika (akcionara), čiji je interes maksimizacija njihovog bogatstva, tj. maksimiziranje vrednosti njihovih akcija. A šta determiniše tržišnu vrednost akcija kompanija? Najjednostavnije je multiplicirati očekivane zarade racijom cena i zarada. Problem ovog pristupa je u tome što se prihod tretira samo u jednom periodu i ne analiziraju se faktori koji utiču na prethodno pomenuti racio.

Jedan pogodniji pristup jeste sagledavanje kompanije kao kapitalne aktive čija je vrednost neto sadašnja vrednost gotovinskog toka koji ta aktiva generira. Tako, vrednost sopstvenog kapitala firme je neto sadašnja vrednost toka gotovine koja je na raspolaganju firmi za isplatu akcionarima. Otuda, maksimiziranje vrednosti akcionara primenjuje istu metodologiju diskontovanog toka gotovine koja se primenjuje u analizi investicionih projekata. U suštini, maksimiziranje vrednosti akcionara sagledava firmu kao kolekciju investicionih projekata; na isti način na koji se kalkuliše neto sadašnja vrednost (NPV – Net Present Value) individualnog projekta, moguće je ukalkulisati NPV firme u celini. Dakle, tržišna vrednost sopstvenog kapitala kompanije je suma neto tokova gotovine (C) kompanije u svakoj godini t , diskontovanih cenom sopstvenog kapitala (r_e): [3, str. 38]

$$E_0 = \sum_t \frac{C_t}{(1+r_e)^t}$$

Dakle, odgovarajuća mera profitabilnosti je neto gotovinski tok gde:

Neto gotovinski tok = (Neto dobit + Depresijacija + Ostali negotovinski rashodi) – (Kapitalni rashodi + Povećanje obrtnog kapitala)

Iz menadžerske perspektive, pogodno je vrednost firme sagledati ne samo kao vrednost sopstvenog kapitala, već i kao vrednost celokupne aktive firme bez obzira da li se finansira sopstvenim kapitalom ili pozajmljenim kreditima. Dakle, vrednost firme sadrži vrednost svih hartija od vrednosti, tj. sopstvenog kapitala (E) i dugova (D-debt), koja predstavlja vrednost tokova gotovine uključujući kamatu (I-interest) diskontovanu ponderisanom prosečnom cenom kapitala (r_{e+d}): [3, str. 38]

$$V_0 = E_0 + D_0 = \sum_t \frac{I}{(1+r_{e+d})^t}$$

Kod ove metode iznalaženja vrednosti kompanija i individualnih poslovnih jedinica javlja se problem predviđanja tokova gotovine. Jedno rešenje moglo bi biti da se pretpostavi da će tokovi gotovine rasti po konstantnoj stopi (g) do beskonačnosti. Tada će prethodna jednačina imati:

$$V_0 = \frac{I}{(r-g)}$$

Za većinu kompanija, tokovi gotovine mogu se srednjeročno predvideti u kom slučaju se vrednost nakon posmatranog perioda vremena (V_H) može izračunati bilo na osnovu knjigovodstvene vrednosti firme u toj godini ili na bazi nešto arbitrarnijeg predviđanja tokova gotovine posle tog srednjeg roka:

$$V_0 = I_0 + \frac{I_1}{(1+r)} + \frac{I_2}{(1+r)^2} + \frac{I_3}{(1+r)^3} + \frac{I_4}{(1+r)^4} + \frac{V_H}{(1+r)^4}$$

Dakle, za svaku strategiju predviđaju se neto gotovinski tokovi i bira se ona strategija koja obezbeđuje najveću neto sadašnju vrednost (NPV).

Imajući na umu već pomenutu opasku da je teško precizno predvideti tokove gotovine u dužem vremenskom periodu koje generiraju pojedine strategijske alternative, sasvim je razumljivo što je analiza strategijskih alternativa više kvalitativne prirode. Krajnji cilj analize strategije jeste da se kvantificira njen uticaj na vrednost firme.

U povezivanju strategijske i finansijske analize učinjen je značajan napredak. Pa ipak, ostaju značajni problemi. Ključni konceptualni problem u vezi

sa procenom strategija na bazi diskontovanog toka gotovine je nemogućnost uzimanja u obzir opcionih vrednosti. U primeni ovog metoda procene strategija, javlja se problem kratkoročne pristrasnosti, kao i teškoće procene budućih tokova gotovine.

Pristupu vrednosti akcionara može se zameriti to što je u fokusu tržišna vrednost akcija kompanije, što će verovatno skrenuti pažnju menadžmenta od nekih kritičnih pitanja, koja se tiču upravljanja zarad dugoročne konkurentnosti, ka upravljanju berzanskim percepcijama kompanije. U stepenu u kome je berza kratkovida, briga za maksimiziranje tržišne vrednosti akcija može dovesti do preneglašavanja kratkoročnih prinosa na štetu dugoročne profitabilnosti. Ključna poenta ovde je da upravljanje vrednošću akcionara ne znači upravljanje berzom. To znači upravljanje tokovima gotovine firme, što treba da se odrazi na berzansko vrednovanje kompanije.

Sa teorijskog stanovišta, tok gotovine je odgovarajući prinos u proceni vrednosti firme. No, problemi se javljaju u praktičnoj primeni. Ovo iz dva razloga. Prvo, ne mogu se izmeriti budućí tokovi gotovine. Raspoložive su samo mere tokova gotovine u prošlosti i neizvesne procene u budućnosti. Drugo, ne postoji izdvojen sistem računovodstva toka gotovine. Sve procene tokova gotovine izvode se iz standardnih računovodstvenih mera.

Kao mera učinaka i osnova za vrednovanje atraktivniji su računovodstveni profiti. Primera radi, ukoliko je jedna kompanija veoma profitabilna, ali dosta ulaže u ekspanziju, njeni neto tokovi gotovine u srednjem roku verovatno će biti negativni, ali dugoročni tokovi gotovine biće značajni. Što je veća teškoća predviđanja dugog roka, to je verovatnije da će vrednovanja diskontovanog toka gotovine potceniti rast kompanija i strategije rasta u poređenju sa pristupom koji se oslanja na ekonomske profite.

John Kay, bivši profesor ekonomije u Poslovnoj školi u Londonu i sadašnji direktor Škole za menadžment Univerziteta u Oksfordu, pokazao je da, pod izvesnim okolnostima, računovodstvene mere profita aproksimiraju ekonomskom profitu. Tokom životnog veka firme, neto sadašnja vrednost neto tokova gotovine po osnovu aktivnosti, ekonomski profit na bazi istorijskih troškova, ekonomski profit na bazi aktuelnih troškova i višak prinosa akcionarima su isti. [5, str. 207]

Maksimiziranje vrednosti firme podrazumeva dve jednostavne direktive:

Na postojeća ulaganja, firma treba da teži ostvarenju maksimalne stope prinosa posle oporezivanja;

Na nova ulaganja, firma zahteva ostvarenje stope prinosa posle oporezivanja iznad troška kapitala.

U cilju procene vrednosti ostvarenih rezultata i postavljanja budućih ciljeva, stopa prinosa na kapital jedan je od najkorisnijih i najrasprostranjenijih indikatora profitabilnosti i kreiranja vrednosti.

Literatura

- [1] Besanko, D., D. Dranove and M. Shanley (2000) *ECONOMICS OF STRATEGY*, John Wiley & Sons, Inc.
- [2] Fahey, L., R. M. Randall (editors) (2001) *THE PORTABLE MBA IN STRATEGY*, John Wiley & Sons, Inc.
- [3] Grant, R. M. (1998) *CONTEMPORARY STRATEGY ANALYSIS: CONCEPTS, TECHNIQUES, APPLICATIONS*, Blackwell Publishers Ltd, Oxford.
- [4] Grant, R. M. (1999) *CASES IN CONTEMPORARY STRATEGY ANALYSIS: CONCEPTS, TECHNIQUES, APPLICATIONS*, Blackwell Publishers Ltd, Oxford.
- [5] Kay, J. (1993) *FOUNDATIONS OF CORPORATE SUCCESS: HOW BUSINESS STRATEGIES ADD VALUE*, Oxford University Press, Inc.
- [6] Simons, R. (2000) *PERFORMANCE MEASUREMENT AND CONTROL SYSTEMS FOR IMPLEMENTING STRATEGY*, Davila, A. And R. S. Kaplan (contributors), Prentice-Hall International, Inc.
- [7] Sloan, A. P. (1963) *MY YEARS WITH GENERAL MOTORS*, London, Sidgewick & Jackson.