

# VREDNOVANJE TOKOVA GOTOVINE U FUNKCIJI POVEĆANJA VREDNOSTI MULTINACIONALNIH KOMPANIJA

Miljana Barjaktarović

Vanredni profesor, Alfa Univerzitet, Beograd, Palmira Toljatića br. 3, Beograd,

e-mail: miljana.barjaktarovic@alfa.edu.rs

**Sažetak:** *Vrednost multinacionalnih kompanija je veoma važna za njihove akcionare i poverioce. Akcionari maksimiziraju svoje bogatstvo kao vlasnici kompanije u kojoj menadžeri donose odluke sa ciljem da maksimiziraju vrednost kompanije. Upravljanje tokovima gotovine ima za cilj da poveća vrednost multinacionalnih kompanija. Shodno tome, potrebno je analizirati neke osnovne koncepte vrednovanja tokova gotovine i njihov uticaj na vrednost multinacionalnih kompanija. Model koji se analizira će biti korišćen u tekstu da poveže različite aspekte finansijskog upravljanja maksimizacijom vrednosti kompanije.*

*Poznato je da je prosečna cena troškova kapitala multinacionalnih kompanija bazirana na finansiranju projekata koji se odnose na poslovanje u različitim zemljama. Na taj način, bilo koja odluka od strane matične multinacionalne kompanije podržavanjem projekata u određenim zemljama može uticati na prosečne troškove kapitala (i njihovu zahtevanu stopu prinosa) i stoga može da utiče na njenu vrednost.*

*U suštini, model vrednovanja pokazuje da na vrednost multinacionalne kompanije mogu uticati iznosi tokova gotovine u različitim valutama, devizni kurs na osnovu kojeg se vrši konverzija u matičnu valutu i/ili prosečni troškovi kapitala multinacionalne korporacije.*

**Ključne reči:** *tokovi gotovine, projekti u inostranstvu, diskontovanje, troškovi kapitala, vrednovanje, multinacionalne kompanije*

**JEL:** G32, F2, F3

## UVOD

Dva ključna faktora u vrednovanju multinacionalne kompanije su prinos meren očekivanim tokovima gotovine, i rizik, uključen u diskontnu stopu.

Uticaj neizvesnosti u okruženju na tokove gotovine multinacionalne kompanije značajno utiče na strukturu njenih međunarodnih poslova kao i njene prihode, a samim tim i njenu vrednost. Devizni kursevi, ekonomski i politički uslovi su nestabilniji u nekim zemljama nego u drugim. Stoga, dve multinacionalne kompanije iste veličine i iz iste oblasti poslovanja mogu imati isti obim međunarodnog poslovanja, ali ostvariti različite tokove gotovine. Jedna od njih može biti manje izložena riziku zato što ima razvijeno poslovanje u zemljama sa stabilnijom ekonomskom i političkom situacijom.

### **NACIONALNI MODEL VREDNOVANJA KOMPANIJE**

Razmatranje vrednosti kompanija koji svoje poslovanje obavljaju isključivo na nacionalnom tržištu je osnova za analizu vrednosti multinacionalnih kompanija i faktora koji utiču na njihovu vrednost. Vrednost domaće kompanije se izračunava uglavnom kao sadašnja vrednost njenih očekivanih tokova gotovine, gde korišćena diskontna stopa reflektuje procenjene prosečne troškove kapitala i reprezentuje zahtevanu stopu prinosa za investitora: (Madura, 2007:24)

$$V = \sum_{t=1}^n [E(CF_{dv,t}) / (1+k)^t]$$

Gde je: V-vrednost multinacionalne kompanije

$E(C, F_{dv,t})$  očekivani tokovi gotovine multinacionalne kompanije primljeni u domaćoj valuti krajem perioda  $t$  za  $n$  perioda

$k$  – ukupni troškovi kapitala

$n$  – vremenski period

U dužem periodu: vrednost kompanije ( $V$ ) je jednaka zbiru očekivanih tokova gotovine za svaki period  $E(CF_{dv,t})$ , diskontovanih troškovima kapitala za taj period  $(1+k)^t$ .

Očekivani tokovi gotovine se procenjuju na bazi različitih postojećih ali i planiranih projekata kompanije. Odluke kompanije o tome na koji će način investirati sredstva u ekspanziju poslovanja, mogu uticati na njene očekivane buduće tokove gotovine i na njenu vrednost.

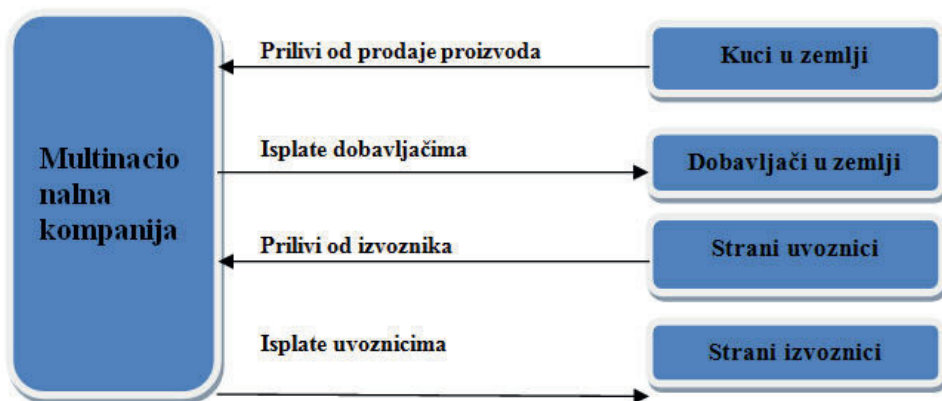
Zahtevana stopa prinosa ( $k$ ) reprezentuje troškove kapitala preduzeća, u suštini to su prosečni troškovi kapitala bazirani na svim projektima preduzeća. Ukupni troškovi finansiranja projekata mogu se dobiti direktno bez pozivanja na troško-

ve individualnih projekata. Pad kreditnog rejtinga preduzeća zbog investiranja u nove rizičnije projekte, može dovesti do rasta troškova kapitala kompanije, ali i zahtevne stope prinosa za nove projekte. Uz druge nepromenjene faktore, povećanje zahtevane stope prinosa će smanjiti vrednost preduzeća zato što će očekivani tokovi gotovine biti diskontovani visokom kamatnom stopom. Suprotno navedenom, smanjenje zahtevane stope prinosa će povećati vrednost preduzeća pošto će se očekivani tokovi gotovine diskontovati nižom zahtevanom stopom prinosa.

## TOKOVI GOTOVINE MULTINACIONALNIH KOMPANIJA

Mnoge multinacionalne kompanije na lokalnom nivou posluju kao domaće kompanije. Pošto veliki deo poslova obavljaju u inostranstvu, njihovi tokovi gotovine se razlikuju od domaćih kompanija. Slika 1. pokazuje tokove gotovine multinacionalne korporacije koja se bavi isključivo međunarodnom trgovinom.

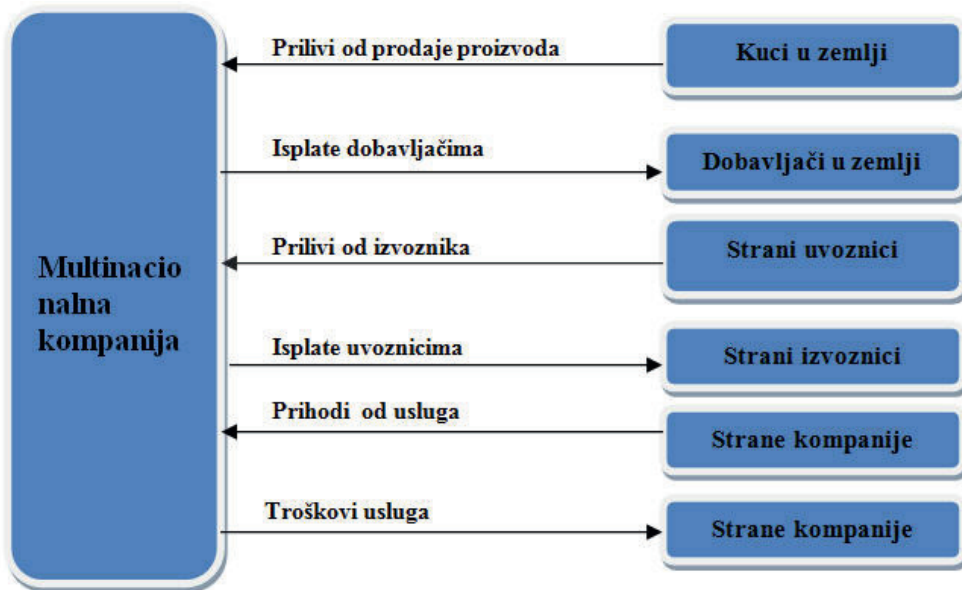
**Slika 1.** Tokovi multinacionalne kompanije fokusirane na međunarodnu trgovinu



**Izvor:** Madura, J.(2007), International Financial Management, South Western Cengage, str 22

Slika 2 prikazuje cash flows multinacionalne korporacije koja je angažovana u međunarodnoj trgovini ali i drugim poslovima u inostranstvu kao što su: licenciranje, franšizing ili joint ventures. Neki od ovih međunarodnih aranžmana podrazumevaju odlive sredstava multinacionalne korporacije u inostranstvo, kao što su troškovi transfera tehnologije ili delimičnog finansiranja poslova franšizinga ili joint ventures-a. Navedeni aranžmani generišu tokove gotovine multinacionalnih kompanija u vidu provizija koje dobijaju za usluge koje pružaju.

**Slika 2.** Tokovi gotovine multinacionalne kompanije fokusirane na međunarodnu trgovinu



**Izvor:** Madura, J.(2007), International Financial Management, South Western Cengage, str 23

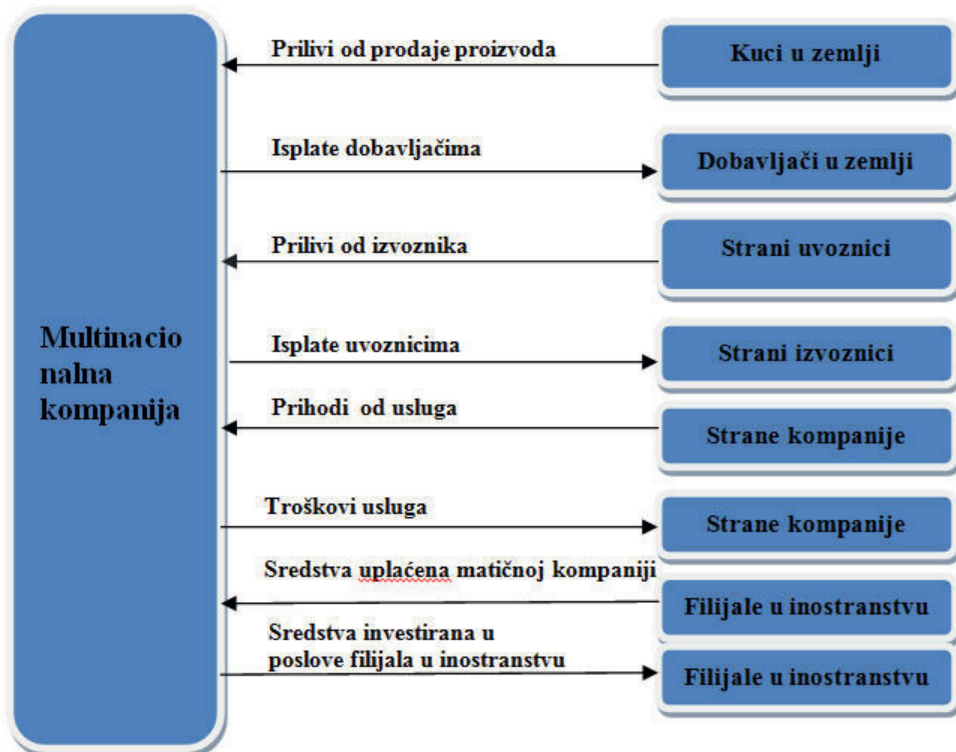
Slika 3. prikazuje tokove gotovine multinacionalne korporacije koja je angažovana u međunarodnoj trgovini, međunarodnim aranžmanima i stranim direktnim investicijama. Ovaj tip multinacionalne kompanije ima jednu ili više filijala u inostranstvu.

## VREDNOVANJE MEĐUNARODNIH TOKOVA GOTOVINE

Mnoge multinacionalne korporacije su izvršile penetraciju na inostrana tržišta u poslednjih nekoliko godina. Kao i domaći projekti, i projekti u inostranstvu uključuju investicione i finansijske odluke. Investicione odluke rezultiraju prihodima i troškovima denominiranim u inostranoj valuti dok odluke o finansiranju projekata u inostranstvu utiču na troškove kapitala multinacionalnih kompanija. Mnogi projekti u inostranstvu se procenjuju na bazi njihovog potencijala u pogledu privlačenja novih kupaca i samim tim generisanja dodatnih tokova gotovine. (Damodran, 2007:18)

Ukoliko jedna multinacionalna kompanija odluči da uđe u projekat u inostranstvu, treba u kontinuitetu da analizira određene finansijske odluke kao što su: (Madura, 2007:25)

**Slika 3.** Tokovi gotovine multinacionalne kompanije fokusirane na međunarodnu trgovinu, međunarodne aranžmane i strane direktne investicije



**Izvor:** Madura, J.(2007), International Financial Management, South Western Cengage, str 23

- Kakve su prognoze u pogledu kretanja nivoa deviznog kursa
- Mogućnosti procene izloženosti riziku kretanja deviznog kursa
- Mogućnosti zaštite od izloženosti riziku deviznog kursa
- Kako nastaviti dodatnu ekspanziju u inostranstvu
- Kako finansirati ekspanziju u inostranstvu
- Kako upravljati gotovinom i likvidnošću u inostranstvu

Navedene odluke treba da budu ključne finansijske odluke multinacionalnih kompanija. Njihovo širenje na tržišta u inostranstvu podrazumeva da menadžeri moraju da donesu finansijske odluke koje će povećati ukupnu sadašnju vrednost budućih tokova gotovine i na taj način maksimizirati vrednost kompanije.

## **IZLOŽENOST RIZICIMA PROJEKATA U INOSTRANSTVU**

Kao i domaća preduzeća, multinacionalne korporacije investiraju u projekte koji su podložni rizicima širokog opsega. Čak i u situacijama kada se radi o relativno homogenim proizvodima, tržišta u različitim ekonomijama se mogu razlikovati od domaćeg tržišta i, što je veoma značajno, promene u nivou deviznih kurseva mogu značajno uticati na prihode i troškove preduzeća. Zato je važno napraviti razliku između diskontnih stopa projekta i ukupne diskontne stope kompanije, da ne budu na istom nivou. Projekti moraju biti diskontovani korišćenjem premije za rizik (risk premium) koja se odnosi na projekat i ne mogu biti diskontovani korišćenjem prosečne stope ili ukupnih troškova kapitala bez obzira na projekat. (Ruback, 2011:3)

Kada kompanija prihvata projekte na inostranim tržištima, suočava se sa dva rizika sa kojima se inače ne suočava kada realizuje slične projekte na domaćem tržištu. Prvi rizik je dodatna varijabilnost prihoda, koja nastaje nepredviđenim kretanjima deviznih kurseva, što može učiniti da su ostvareni tokovi, u domaćoj valuti, mnogo niži ili viši od očekivanih. Drugi rizik je povezan sa svakom dodatnom promjenljivošću stranog tržišta u odnosu na domaće tržište kompanije, kako zbog političkih tako i zbog ekonomskih razloga. Projekti koji se realizuju i inostranstvu, mogu izložiti kompaniju deviznom i političkom riziku, pošto novčani prilivi i odlivi mogu biti u stranoj valuti. Kod takvih projekata treba doneti odluke:

- dali diskontnu stopu koja će se koristiti treba prilagoditi da bi uključila dodatni rizik vezan za strane projekte i, ukoliko je tako, kako napraviti tu razliku
- dali novčane tokove izračunati u domaćoj ili stranoj valuti i kako predvideti devizne kurseve radi konverzije

Pri izračunavanju diskontnih stopa treba da se suočimo sa dva pitanja koja se odnose na rizik vezan za strane projekte. Prvo je priroda dodatnog rizika kojem su preduzeća izložena kada razmatraju projekte van njihovih domaćih tržišta. Drugo pitanje je dali taj dodatni rizik garantuje naplatu premije pri izračunavanju diskontnih stopa.

## **RIZIK DEVIZNOG KURSA**

Devizni kursevi se menjaju tokom vremena i neke od promena su nepredvidive. Mogu se menjati zbog promena stope inflacije ili promene realnih kamatnih stopa u pojedinim zemljama. Takođe, mogu se promeniti kao rezultat špekulacija jednog dela investitora ili intervencije zemalja na tržištu. Šta god da je razlog

ovih nepredvidivih promena, one mogu uticati na prihode i vrednost kompanije koja poseduje imovinu ili ima projekte koji ostvaruju novčane tokove u stranoj valuti. Računovođe i finansijski stručnjaci posmatraju i mere devizne kurseve na veoma različite načine. Računovodstvena pravila su osmišljena da mere uticaj promena deviznog kursa na tekući prihod i knjigovodstvenu vrednost aktive i pasive u bilansu stanja, dok su ekonomisti mnogo više zainteresovani za uticaje promene deviznih kurseva na buduće novčane tokove i njihovog uticaja na vrednost preduzeća. Sa računovodstvenog stanovišta rizik fluktuirajućih deviznih kurseva prikazuje se kursnim razlikama pri konverziji, koje predstavljaju uticaj tih promena na tekući bilans stanja i bilans uspeha. Prilikom konverzije rezultata stranih poslovnih aktivnosti iz strane u domaću valutu, treba da rešimo dva pitanja. Prvo pitanje je dali stavke u finansijskom izveštaju, izražene u devizama, treba konvertovati po tekućem deviznom kursu ili po kursu koji je preovlađivao u vreme transakcije. Drugo pitanje je dali je profit ili gubitak nastao prilikom prilagođavanja deviznog kursa, treba tretirati kao profit ili gubitak u tekućem periodu ili ga odložiti do budućeg perioda.

Računovodstveni standardi propisuju različita pravila konverzije u zavisnosti od toga dali je strano lice zavisna kompanija ili je deo matične kompanije. U prvom slučaju se zahteva da se aktiva i pasiva kompanije konvertuju u valutu matičnog preduzeća po preovlađujućem deviznom kursu. Povećanje ili smanjenje sopstvenog kapitala koje nastaje kao posledica ove konverzije prikazuje se kao neostvarena dobit ili gubitak usled deviznog rizika i neće uticati na bilans uspeha sve dok se predmetna sredstva ili obaveze ne prodaju ili likvidiraju. U drugom slučaju samo novčana sredstva i obaveze moraju biti konvertovani na osnovu preovlađujućeg deviznog kursa, a neto prihod se prilagođava za neostvarene dobiti ili gubitke usled konverzije.

Izloženost riziku kursnih razlika važna je sa stanovišta prijavljenih zarada, u užem smislu i pozicija bilansa stanja. Važnije pitanje je, međutim, dali investitori te konverzijske kursne razlike smatraju važnim pri utvrđivanju vrednosti preduzeća ili ih smatraju rizikom koji će se rasporediti na različite vremenske periode. Odgovori na ova pitanja su različiti. Nekoliko studija ukazuje čak i da promene u prihodima, prouzrokovane promenama deviznog kursa ne utiču na cene akcija preduzeća. Dok se izloženost riziku kursnih razlika fokusira na uticaje promena deviznog kursa na finansijske izveštaje, ekonomska izloženost pokušava da dublje posmatra efekte takvih promena na vrednost preduzeća. Postoje dve vrste ekonomske izloženosti. Izloženost transakcijama posmatra efekte promene deviznog kursa na transakcije i projekte koji su već preduzeti i koji su izraženi u stranoj

valuti. Operativna izloženost meri efekte promena deviznog kursa na očekivane buduće novčane tokove i diskontne stope, a time i na ukupnu vrednost. Preduzeća su izložena promenama deviznog kursa u svakoj fazi procesa, od razvoja novih proizvoda za prodaju u inostranstvu, preko zaključenja ugovora o prodaji tih proizvoda, pa sve do čekanja na naplatu tih proizvoda (Shapiro, 2009:352). Ilustracije radi, slabljenje američkog dolara povećaće konkurentnost preduzeća koja zavise od izvoznih tržišta, te povećati njihove očekivane stope rasta i vrednost, dok će imati negativan uticaj na ona preduzeća kojima je potrebu za uvozom kao input za njihov proizvodni proces.

## **POLITIČKI RIZIK I RIZIK REGULATORNOG OKVIRA**

Kompanije koje posluju na politički stabilnim domaćim tržištima često se, zbog većeg političkog rizika koji se odnosi na poslovanje u sredini koja je politički manje stabilna, plaše da prošire poslovanje van svojih granica. Politički rizik može imati mnogo oblika, od krvavih revolucija u kojima se ruši vlada, do promena kojima se vrše izmene i dopune osnovnih zakona i propisa kao rezultat političke promene. Efekti na kompanija kreću se od eksproprijacije, oduzimanja imovine preduzeća bez adekvatne nadoknade, do smanjenja očekivanih novčanih tokova, kao rezultata izmena zakona.

Određeni faktori pomažu pri određivanju političkog rizika zemlje. Istorija mirnih političkih tranzicija, vladavina prava gde se ugovori izvršavaju, te kontinuitet u zakonima i politici – smanjuju rizik određene zemlje. Može se reći, međutim, da je razlika između stabilnijih ekonomija, kao što je SAD, i manje stabilnih ekonomija kao što su ekonomije u razvoju, samo razlika u stepenu. Iako se postojanje političkog rizika ne može dovesti u pitanje, merenje političkog rizika je i dalje izuzetno subjektivno.

The Economist, uvaženi međunarodni časopis, publikuje kvartalne pokazatelje političkog rizika po zemljama. Veći pokazatelji ukazuju na veći rizik zemlje.



**Slika 4.** Rangiranje zemalja prema političkom riziku

Economist.com rankings

**Country risk**

Selected countries and territories, July 2008 (except where noted)

**Least risky**

Rank		Score*
1	Switzerland †	12
2	Finland	14
	Norway	14
	Sweden **	14
5	Austria ††	16
6	Canada	17
	Denmark †	17
8	Germany **	18
	Netherlands §	18
10	France **	19
11	Belgium **	20
	Singapore	20
13	Hong Kong	23
	Japan	23
	Britain #	23

**Most risky**

Rank		Score
120	Zimbabwe	86
119	Iraq	78
118	Sudan	76
117	Myanmar	75
116	Jamaica	69
115	Nicaragua	68
114	Cuba	64
	Kenya	64
112	Cambodia	62
	Ecuador	62
110	Vietnam	61
109	Côte d'Ivoire	60
	Syria	60
107	Lebanon	59
	Venezuela	59

\*Out of 100, with higher numbers indicating more risk. Scores are based on indicators from three categories: currency risk, sovereign debt risk and banking risk.

† May 2008; \*\* June 2008; †† January 2008; § February 2008; # March 2008

Source: Economist Intelligence Unit

**Izvor:** Economist.2013. **Country risk.** www.economist.com/ranking (pristupljeno 05.03.2013.g.)

Rizik sa kojim se kompanija takođe suočava prilikom ulaganja van domaćih tržišta jeste rizik poslovanja na nepoznatom terenu, koji ima drugačije zakonodavstvo i kulturu. Ukoliko se ta činjenica ignoriše, ove razlike mogu pogubno uticati na poslovanje kompanije.

## PRILAGOĐAVANJE MINIMALNE ZAHTEVANE STOPE PRINOSA ZA RIZIK PROJEKATA U INOSTRANSTVU

Uzimajući u obzir rizik deviznog kursa i politički rizik koji postoje na stranim tržištima, pitanje je: dali treba dodati premiju rizika na minimalnu zadržanu stopu prinosa da bismo uključili ove rizike? Uključivanje premije rizika, u suštini, zavisi od toga dali se rizik može diversifikovati. Za preduzeća koja imaju globalno diversifikovane poslove u različitim zemljama, rizik valutnog kursa se može diversifikovati, naročito tokom vremena, te zbog toga premiju ne treba zaračunavati. Kada su u pitanju strane investicije, u anketama o praksama za procenu međunarodnog troška kapitala, većina stručnjaka koristi različiti trošak kapitala kada su u pitanju strane investicije od troška kapitala za domaće investicije, te da se prilagođavanja u većini slučajeva vrše *ad hoc*. (Keck, Levengood i Longfield, 1998:82-99)

Izvršiti diversifikaciju poslova, time i rizika, u uslovima političkog i ekonomskog rizika nije jednostavno. Zbog toga premija rizika treba da se zaračuna. Za ocenu premije rizika za jednu zemlju mogu se koristiti rejting obveznica kompanija i rezultirajuća premija rizika kod obveznica, zajedno sa relativnom promenljivošću kod tržišta akcija u toj zemlji. Ova premija rizika za određenu zemlju se, zatim, može iskoristiti za procenu troška kapitala kompanije ostvarenog po osnovu projekta koji se sprovodi u toj zemlji.

Trošak kapitala može se izračunati u domaćoj i stranoj valuti. Najjednostavniji i najkonzistentniji način da se diskontna stopa izražena u domaćoj valuti konvertuje u diskontnu stopu u stranoj valuti (SV) jeste da se koriste očekivane godišnje stope inflacije u te dve valute kako bi se izvršilo prilagođavanje stope. Shodno tome, Trošak akcijskog kapitala u SV =  $(1 + \text{trošak akcijskog kapitala}_{dv}) \times ((1 + \text{očekivana inflacija}_{sv}) / (1 + \text{očekivana inflacija}_{dv})) - 1$  (Damodran, 2007:334)

Rast stope inflacije će rezultirati rastom troška akcijskog kapitala na tom tržištu.

Da bismo procenili trošak kapitala stranog projekta, treba, takođe, da znamo trošak duga za strani projekat. Ukoliko je analiza izvršena u domaćoj valuti, možemo koristiti domaći trošak duga pre oporezivanja, povezan sa marginalnom poreskom stopom na stranom tržištu, da bismo izračunali trošak kapitala. Kompanija može izabrati da primeni standardni finansijski miks za sve projekte, bez obzira gde su locirani, ili može imati različite finansijske mikseve za domaće i strane projekte. Ukoliko je analiza izvršena u stranoj valuti, moramo konvertovati trošak duga pre oporezivanja u ekvivalentni iznos u stranoj valuti, koristeći isti pristup koji smo koristili za konvertovanje troška akcijskog kapitala.

## **IZRAČUNAVANJE NOVČANIH TOKOVA KOD PROJEKATA U INOSTRANSTVU**

Po prirodi stvari, analiza o tome dali je projekat dobar ili loš ne bi trebalo da zavisi od valute koja se koristi prilikom analize. Postoje dva osnovna načina analiziranja stranog projekta. Prvi je da se procene novčani tokovi u stranoj valuti i da se oni diskontuju po stopi izraženoj u istoj valuti. Drugi je da se analizira projekat u odnosu na domaću valutu. Da bi se izvršila analiza u domaćoj valuti, novčane tokove projekta izražene u stranoj valuti, konvertujemo u domaću valutu i koristimo diskontnu stopu koja važi za domaću valutu. (Damodran, 335)

Najjednostavniji i najdirektniji način analiziranja projekata na stranom tržištu

jeste da se izvrši procena novčanih tokova u domaćoj valuti i da se oni diskontuju po stopi izraženoj u domaćoj valuti. Prednosti ovog pristupa su u tome što se novčani tokovi procenjuju u valuti u kojoj će, verovatno, nastati i da nerealne pretpostavke o valutnom kursu ne mogu biti korištene da učine projekat boljim od onoga kakav u stvari jeste. Ograničenje ovog pristupa je u tome da se kao rezultat dobijaju prinosi koji se teže upoređuju sa drugim projektima, ako su ti drugi projekti u različitim državama. Kad je inflacija visoka, značajne greške mogu biti uvedene u procene samim procenjivanjem inflacije.

Novčani tokovi kod stranih projekata biće izraženi u stranoj valuti. Očekivane valutne kurseve možemo koristiti za konverziju ovih novčanih tokova u domaću valutu. Prilikom pravljenja procena o očekivanim kursovima, kompanija značajno treba da se oslanja na teoreme kupovne moći i pariteta kamatnih stopa, iznete u prethodnom poglavlju, koje se objašnjavaju odnos između promena deviznih kurseva tokom vremena, razlika u inflaciji i razlika u kamatnim stopama. Postoje tri osnovna pristupa za dobijanje procena o valutnim kursovima u budućim periodima: (Damodran, 2007:337)

- Ukoliko se terminski ugovori ili ugovori o fjučersima prodaju na tržištu, a terminski valutni kurs ili valutni kurs fjučersa bude dostupan tokom veka trajanja projekta, terminski valutni kursevi se mogu koristiti kao sredstvo za prognozu očekivanih promptnih valutnih kurseva. Ovo je daleko najbolji pristup, jer od preduzeća ne zahteva nikakvu procenu. Ključni problem, međutim, jeste u tome da čak i kada se fjučers ugovorima trguje, oni su raspoloživi za kratak vremenski period, recimo do 2 ili 3 godine, dok tipični projekti imaju mnogo duži vek trajanja.
- Kada valutni kurs fjučersa nije raspoloživ za duže vremenske periode, za procenu očekivanih promptnih valutnih kurseva u budućnosti može se koristiti međunarodni Fišerov efekat. Ovo, naravno, zahteva postojanje tržišta dugoročnih obveznica u obje privrede, gde se prilikom procene mogu posmatrati i koristiti kamatne stope
- Kada dugoročne kamatne stope nisu raspoložive u jednoj od ove dve zemlje, konačna mogućnost jeste da se upotrebi paritet kupovne moći. Ovo zahteva ocenu očekivanih stopa inflacije u obe zemlje na duži period i korišćenje ovih stopa za dobijanje očekivanog promptnog valutnog kursa. Neke kompanije koriste usluge agencija za prognoziranje valutnih kurseva da bi dobile prognoze ovih kurseva. Nekoliko studija je upoređivalo prognoze ovakvih agencija sa onima dobijenim na osnovu teorema pariteta – zaključile su da ne postoji dokaz da ove agencije posao rade bolje od jednostavnog mehaničkog prognoziranja, posebno na duže staze.

## UTICAJ TOKOVA GOTOVINE NA VREDNOST MULTINACIONALNIH KOMPANIJA

Deo visokog rizika stranih investicija proizilazi iz varijabilnosti vrednosti valuta. Multinacionalne kompanije imaju prilive i odlive sredstava u različitim stranim valutama. Shodno tome, tokovi gotovine izraženi u stranim valutama treba da se konvertuju u domaću valutu. Očekivani tokovi gotovine u domaćoj valuti primljeni krajem perioda  $t$  su jednaki zbiru tokova gotovine denominiranih u različitim valutama u periodima  $j$  i usklađeni sa promenama u deviznim kursovima odnosnih valuta i domaće valute.

$$E(CF_{dv,t}) = \sum_{j=1}^n [E(CF_{j,t}) \times E(ER_{j,t})]$$

$E(CF_{dv,t})$  – očekivana vrednost tokova gotovine svih projekata u periodu  $t$  izražena u domaćoj valuti

$CF_{j,t}$  – tokovi gotovine u periodu  $j$  do  $t$

$E(ER_{j,t})$  – očekivane promene deviznih kurseva

Na primer, multinacionalna kompanija čije transakcije se odvijaju u različitim valutama može meriti očekivane tokove gotovine u domaćoj valuti u bilo kom periodu. Ukoliko kompanija ne koristi različite finansijske tehnike da zaštiti transakcije u stranoj valuti, devizni kurs koji se koristi u jednačini vrednovanja procenjuje se u skladu sa očekivanim promenama deviznih kurseva strane valute koja treba da bude konvertovana u funte u tom periodu. Suprotno tome, ako je multinacionalna kompanija zaštitila svoje transakcije, devizni kurs na osnovu kojeg je transakcija zaštićena treba da se uključi u jednačinu vrednovanja.

Ilustracijom, kako možemo meriti tokove gotovine u domaćoj valuti, razmotrimo situaciju u jednoj kompaniji koja očekuje zaradu od 1.000.000 jedinica domaće valute i 1.500.000 jedinica strane valute. Pretpostavimo da je odnos vrednosti domaće i strane valute  $SV:DV = 1:0.60$ . Na osnovu toga, tokovi gotovine izraženi u domaćoj valuti su:

$$\begin{aligned} E(CF_{dv,t}) &= \sum_{j=1}^n [E(CF_{j,t}) \times E(ER_{j,t})] \\ &= 1.000.000. + (1.500.000. \times 0.60) \\ &= 1.000.000. + 900.000. \\ &= 1.900.000. \end{aligned}$$

Tokovi gotovine multinacionalne kompanije krajem svakog perioda u budućnosti mogu biti procenjivani na isti način. Iako, vrednost multinacionalnih kompanija može biti merena određivanjem sadašnje vrednosti očekivanih tokova gotovine u domaćoj valuti, koji je zbir diskontovanih tokova gotovine u domaćoj valuti koji su očekivani u svim budućim periodima. U primeru su korišćene dve valute, ali ako multinacionalna kompanija ima transakcije koje se realizuju u više valuta, može se koristiti isti postupak.

Očekivani tokovi gotovine za svaku od četiri valute trebalo bi da budu procenjivani odvojeno za svaki budući period. Mogu biti kombinovani unutar svakog perioda zbog izvođenja ukupnih tokova gotovine po periodu. Konačno, tokovi gotovine u svakom periodu treba da budu diskontovani zbog izračunavanja vrednosti multinacionalne kompanije. (Shapiro, 2009:354)

Opšta formula za tokove gotovine koje je jedna multinacionalna kompanija primila u određenom vremenskom periodu je:

$$E(CF_{dvt}) = \sum_{j=1}^n [E(CF_{j,t}) \times E(ER_{j,t})]$$

Vrednost multinacionalne kompanije se može jasno razlikovati od vrednosti domaće kompanije zamenom izraza  $E(CF_{j,t}) \times E(ER_{j,t})$  izrazom  $E(CF_{dvt})$  u sledećem modelu:

$$V = \sum_{j=1}^n [\sum_{j=1}^n [E(CF_{j,t}) \times E(ER_{j,t})] / (1+k)^t]$$

Gde  $CF_{j,t}$  predstavlja tokove gotovine uključujući tokove gotovine denominirane u odnosnim valutama (uključujući funtu) i  $ER_{j,t}$  predstavlja devizni kurs na osnovu kojeg multinacionalna kompanija konvertuje stranu valutu krajem perioda t. Ipak, na vrednost multinacionalne korporacije mogu uticati promene u očekivanjima u pogledu  $CF_{j,t}$  ili  $E(ER_{j,t})$ . Samo oni tokovi gotovine multinacionalne korporacije koji su primljeni u određenom periodu se uzimaju u obzir. Treba izbegavati dvostruko obračunavanje tokova gotovine na nivou filijala i matične kompanije. Ipak, bilo koji očekivani tok gotovine primljen od strane inostrane filijale trebalo bi uključiti u jednačinu koja se odnosi na izračunavanje vrednosti kompanije.

Sadržina modela procene vrednosti multinacionalnih kompanija ostaje nepromenjena u odnosu na model procene vrednosti domaće kompanije. Međutim, poznato je da je prosečna cena troškova kapitala multinacionalnih kompanija bazirana na

finansiranju projekata koji se odnose na poslovanje u različitim zemljama. Na taj način, bilo koja odluka od strane matične multinacionalne kompanije podržavanjem projekata u određenim zemljama može uticati na prosečne troškove kapitala (i njihovu zahtevanu stopu prinosa) i stoga može da utiče na njenu vrednost.

U suštini, model vrednovanja pokazuje da na vrednost multinacionalne kompanije mogu uticati iznosi tokova gotovine u različitim valutama ( $CF_j$ ) devizni kurs na osnovu kojeg se vrši konverzija u matičnu valutu ( $ER_j$ ), ili prosečni troškovi kapitala multinacionalne korporacije ( $k$ ).

## ZAKLJUČAK

Multinacionalne kompanije mogu povećati svoju vrednost povećanjem tokova gotovine (prinosa) ili smanjenjem troškova kapitala (rizik). Stoga je za njih izazov donošenje odluka na osnovu kojih će ostvariti jedan ili oba cilja. Multinacionalna kompanija donosi finansijske odluke koje se odnose na to koliko poslova realizovati u svakoj od zemalja i koliko u kojoj zemlji zaraditi. Njihove finansijske odluke su determinisane njihovom izloženošću okruženju u kojem posluju. Ako se radi o veoma malom internacionalnom biznisu, potencijal za povećanje vrednosti je ograničen, ali takđe i nestabilnost u pogledu promena u deviznim kursovima ili drugi uslovi u međunarodnom okruženju. Obrnuto, ako jedna multinacionalna kompanija posluje na tržištima na kojima postoji veliki potencijal za razvoj, ona može značajno uvećati svoje tokove gotovine i time povećati svoju vrednost, ali će u velikoj meri biti izložena značajnom uticaju deviznih kurseva, ekonomskim i političkim uslovima na ovim tržištima. Kao i u poslovanju nacionalnih preduzeća radi se o „kompromisu“ između rizika i prinosa. Međunarodne investicije, uglavnom, podrazumevaju visoke rizike ali i visoke prinose. Shodno tome, cilj menadžmenta kompanije bi trebalo da bude minimiziranje rizika uz prihvatljiv novo prinosa.

## BIBLIOGRAFIJA

- Business Valuation.2013. *Cash Flow Method of Company Valuation* [http://www.business-valuations.biz/cash\\_flow\\_method.asp](http://www.business-valuations.biz/cash_flow_method.asp), (pristupljeno 23.01.2013.)
- Economist.2013. Country risk. [www.economist.com/ranking](http://www.economist.com/ranking)(pristupljeno 05.03.2013.g.)
- Damodran, A.(2007) *Korporativne finansije*, (autorizovani prevod), Modus, Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 318-342
- Damodran, A. (2012). "Basic of Discounted Cash Flow Valuation", <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/basics.pdf>
- Fernandez, P.(2002). „Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine

Theories“, *IESE Business School University Navarra*, 3-31

- Keck, T., E. Levensgood, and A. Logfield. (1998) „Using Discounted Cash flow Analysis in an International Setting: A Survey of Issues in Modelling the Cost Capital, *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), 82-99
- Madura, J.(2007), *International Financial Management*, South Western Cengage, 15-68
- Rurback, R.S. (2011). *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*, <http://www.ulb.ac.be>
- Shapiro, A.C.(2009) *Multinational Financial Management*, 9<sup>th</sup> Edition, Wiley Blackwell, 256-289

---

## EVALUATION OF CASH FLOWS IN ORDER TO INCREASE THE VALUE OF MULTINATIONAL COMPANIES

Miljana Barjaktarovic

**Summary:** *The value of an MNC is relevant to its shareholders and debtholders. As shareholders are the owners of the company, when managers make decisions that maximize the value of the firm, they maximize the value of the firm. Cash flow management aims to increase the value of multinational companies. Consequently, it is necessary to analyze some of the fundamental concepts of valuation of cash flows and their impact on the value of multinational companies. The model analyzes will be used in the text to bring various aspects of financial management by maximizing the value of the company.*

*It is known that the average cost of capital cost of multinational companies based on the financing of projects related to operations in different countries. In this way, any decision by the parent multinational companies supporting projects in certain countries may affect the average cost of capital (and their required rate of return) and therefore may affect its value. In fact, the valuation model shows that the value of the multinationals may affect amounts of cash flows in different currencies exchange rate on the basis of which is converted to the home currency and/or average cost of capital of a multinational corporation.*

**Key words:** *cash flow, international projects, discounting, cost of capital, valuation, multinational companies*

**JEL:** *G32, F2, F3*