



XXIV Интернационални научни симпозијум
Стратегијски менаџмент и системи подршке одлучивању у
стратегијском менаџменту

17. мај 2019, Суботица, Република Србија

Бојана Вуковић

Универзитет у Новом Саду
Економски факултет у Суботици
Суботица, Република Србија

Јасмина Хајнрих

Рачуноводствена агенција „Коректа“
Нови Сад, Република Србија

ПРОЦЕНА ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА У ФУНКЦИЈИ СТРАТЕГИЈСКОГ ОДЛУЧИВАЊА

Апстракт: У процесу доношења стратешких одлука заснованих на гоинг концерн (*going concern*) принципу пословања предузећа, менаџерима и власницима предузећа се намеће потреба процене вредности имовине и капитала. Адекватна процена вредности предузећа заснована на мишљењу о вредности капитала предузећа детерминисана је одредницама нормативног регулаторног оквира. Као таква представља кључну претпоставку одлучивања о даљем пословном комбиновању предузећа и промени делатности. Полазну претпоставку утврђивања вредности капитала чини сврха утврђивања вредности, специфичности у пословању самог предузећа и анализа његових пословних перформанси заснована на финансијским извештајима у претходном периоду. Процена вредности у основи може бити заснована на приносном, тржишном и трошковном методолошком концепту. Сходно изабраном методолошком концепту, примењују се одговарајуће методе утврђивања вредности. Циљ рада јесте да укаже на адекватност и практичну примену појединих метода вредновања приликом детерминисања стратегије пословања предузећа у будућности.

Кључне речи: процена вредности, стратегијско одлучивање

ESTIMATION OF CAPITAL VALUES IN THE FUNCTION OF STRATEGIC DECISION MAKING

Abstract: In the process of making strategic decisions based on going concern business principle, the managers and owners of the company impose the need to assess the value of assets and capital. An adequate estimate of the value of a company based on an opinion on the value of the capital of a company is determined by the terms of the normative regulatory framework. As such, it is a key assumption for deciding on the further business combination of a company and changing its business. The initial assumption of determining the value of the capital is the purpose of determining the value, specificity of the business of the company itself and the analysis of its business performance based on the financial statements in the previous period. Estimates of value can basically be based on yield, market and cost methodological concept. According to the selected methodological concept, appropriate methods of determining values are applied. The aim of the paper is to point out the adequacy and practical application of individual valuation methods in determining the company's business strategy in the future.

Key words: Valuation methods, Strategic decision making

УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Приликом детерминисања вредности предузећа полази се од њеног основног одређења у економији тако да вредност предузећа представља вредност нето имовине у предузећу као разлике између укупне имовине и обавеза предузећа. Дакле, вредност предузећа јесте једнака вредности капитала у предузећу, односно висини капитала који се улаже приликом оснивања и који се увећава у току пословања по основу суме добити која није исплаћена власницима. Приликом одређивања вредности полази се од садашње вредности будућих власничких користи, односно претпоставке да инвестиција има смисла, само ако је садашња вредност очекиваних власничких користи минимум једнака куповној цени. Крајњи исход вредновања јесте мишљење проценитеља о вредности капитала који представља власнички интерес једног или већег броја власника. Савремена пракса стратегијског менаџмента детерминише да је управљање вредношћу једна од кључних одлука која се доноси у компанијама. Стална процена имовине и капитала утиче на највиши ниво руковођења приликом доношења одлука. Вредност је увек потребно проценити узимајући у обзир позитивне законске одредбе земље у којој предузећа обављају своју пословну активност. Извештај о спроведеној процени вредности пружа могућност предузећима да разумеју приходе, обим и вредност посла, као и висину пореских последица. На основу спроведене процене вредности најчешће се детерминишу смернице стратегије предузећа у будућности, обезбеђује бољи положај на тржишту и штите инвестициони подухвати.

Процена вредности представља теоријски концепт у оквиру кога се цена трансакције формира под утицајем тржишта, појединачних мотива за куповину и продају, стратегије продаваца и купаца, као и тога колико је утржив предмет процене. Сходно томе, резултати процене се у највећем броју случајева заснивају на субјективном суду и професионалном просуђивању. На питање коме је потребна процена вредности, одговор је усмерен ка свим екстерним стејхолдерима (привредним друштвима, купцима, продавцима, инвеститорима, консултантима, судским вештацима). Предузећа најчешће имају потребу за проценом вредности као резултат законских или других обавеза, односно статусних промена и захтева финансијског извештавања. Купцима и продавцима је процена вредности битна приликом доношења одлука о понуди и одређивања прихватљиве продајне цене. Инвеститори процену вредности користе како би исправно детерминисали стратегију инвестирања, док је консултантима које чине рачуновође, ревизори и други правни заступници и саветници, процена вредности битна приликом избора различитих алтернатива и одлучивања о предностима и ограничењима поменутих алтернатива. Судским вештацима је процена вредности битна у циљу реализације одштетних захтева, односно одређивања реалне вредности у случају судских спорова.

1. ОСНОВНА ОБЕЛЕЖЈА ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ

Савремени услови привређивања засновани на тржишним флукуацијама и утицају инфлације условили су да примена постојећих поступака обрачуна која се у основи ослања на амортизацију и ревалоризацију доводи до нереалног вредновања имовине и извора имовине. Будући да наведени обрачуни поступци не осликавају на најбољи начин тржишне и економске услове пословања, имовинске и финансијске категорије биле су под утицајем депресијације и апресијације, односно нереалног вредновања и неприказивања стварног стања имовине и извора имовине предузећа. Поступак процене вредности треба да буде заснован на експертском мишљењу о вредности и поступку утврђивања вредности у којима је потребно:

- физички и правно идентификовати имовину која се вреднује и права над имовином која се вреднују,
- утврдити сврху и датум процене,
- прикупити и анализирати податке неопходне за примену метода процене и применити исте,
- извести закључке о добијеним вредностима, односно формирати мишљење и израдити извештај о вредности.

Поступак процене претпоставља поступак утврђивања вредности, као и мишљење о вредности имовине или капитала, у зависности од тога шта је предмет процене. Процена вредности претпоставља употребу одређених методологија, приступа, стандарда и етичких принципа чији је циљ изражавање мишљења о вредности имовине или капитала, у зависности од тога шта је циљ процене, на тачно одређени дан. Кључни циљ процене јесте одређивање прихватљиве вредности за купца и продавца. Процењена вредност је увек заснована на расположивим информацијама у одређеном временском тренутку, обзиром да се процена врши на одређени датум. Расположиве информације у одређеном временском тренутку су засноване на стицању знања о прошлим, тренутним и будућим пословним догађајима и трансакцијама, анализи економског окружења предузећа, анализи компетиторских услова индустрије у којој послује предузеће, анализи финансијских информација, као и примени одговарајућих метода процене како би се извели задовољавајући резултати процене вредности предузећа. Приликом примене стандарда процењивања, односно вредновања од нарочите важности је придржавати се стандарда професионалног понашања проценитеља, будући да стандарди прописују минималне смернице за процену, а на проценитељима је професионално расуђивање и избор одговарајућих метода процене.

Процена вредности предузећа (капитала) најчешће се врши у околностима када:

- акције предузећа се први пут котирају на финансијској берзи, тако да се на основу процењене вредности капитала и укупног броја емитованих акција одређује номинална вредност акције;
- врши се продаја предузећа у целини, а полазну продајну цену чини управо процењена вредност капитала;
- врши се спајање два или више предузећа тако да се процењује вредност оба предузећа, те се на основу биланса са процењеним вредностима саставља биланс спајања;
- одвајањем дела предузећа врши се процена вредности постојећег предузећа, тако да се у биланс укључује процењена вредност, те по том основу саставља биланс раздвајања;
- постојеће предузеће дели се на два или више предузећа, тако да се процењује постојеће предузеће, те у биланс укључује процењена вредност и на основу тога саставља биланс раздвајања;
- из друштва са ограниченом одговорношћу, командитног или ортачког друштва излази један од сувласника, те је потребно проценити вредност правног лица из кога излази сувласник. Процењена вредност се укључује у биланс на основу кога се утврђује вредност капитала лица које излази, те по том основу саставља биланс раздвајања;
- врши се приватизација те се по том основу процењује вредност предузећа. Процењена вредност је основ за закључивање уговора о приватизацији, тако да се цена приватизованог предузећа и други услови приватизације утврђују путем аукције или тендера;
- је кључно вршити процену у функцији доношења стратешких одлука, односно да ли задржати постојеће предузеће, продати или мењати делатност предузећа, односно вршити спајање предузећа. Одлуку о процени вредности доносе власник и менаџмент и та процена јесте основ стратегијског одлучивања у будућности (Родић, Филиповић, 2012).

Најчешћи разлози вршења процене вредности јесу купопродајне трансакције у којима обе заинтересоване стране настоје да добију непристрасну процену реалне вредности капитала који је предмет купопродаје. Процена вредности се често спроводи у споровима који резултирају изгубљеном добити или економском штетом. Таква процена вредности је кључна за утврђивање висине настале штете. По том основу предузеће се процењује два пута, једном имајући у виду околности које су условиле економску штету или изгубљену добит, а други пут не узимајући у обзир тај догађај. Процењујући вредност капитала на поменута два начина утврђена разлика представља висину настале штете. Поред тога, то могу бити неке специфичне околности у којима је потребна процена вредности, као што су, примера ради, спорови који могу да постоје између већинских и мањинских улагача и који захтевају процену у сврху разрешења истих. Исто тако, то могу бити разлози који се огледају у распоређивању цене преузимања, ликвидацији или реорганизацији предузећа, екстерном финансирању или потраживањима по основу осигурања.

2. НОРМАТИВНИ РЕГУЛАТОРНИ ОКВИР ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ

Приликом детерминисања захтева нормативног регулаторног оквира полази се од одредница професионалне, законске и интерне регулативе. Захтеви професионалне регулативе огледају се у усвајању стандарда вредновања чија је примена неопходна за процењивање вредности имовине и капитала. Кључну улогу у усвајању и развоју стандарда вредновања су имали:

- Комитет за међународне стандарде вредновања-International Valuation Standards Council (IVSC),
- Европска група проценитеља (TEG_oVA),
- Међународни стандард финансијског извештавања 13-Одмеравање фер вредности,
- Национално удружење проценитеља (НУПС),
- Краљевски институт овлашћених проценитеља (RICS).

Комитет за међународне стандарде вредновања јесте непрофитна организација која представља глобалног доносиоца стандарда вредновања који послује у јавном интересу. У том погледу, IVSC развија међународне стандарде вредновања и подстиче усвајање ових стандарда. У свом саставу броји више од 100 организација чланица и подстиче сарадњу својих чланица, предузећа регистрованих за пружање финансијских услуга, међународних тела и академских институција (IVSC, 2019., <https://www.ivsc.org/about>). Комитет за међународне стандарде вредновања усваја Међународне стандарде вредновања који се састоје од:

- Основних концепата општеприхваћених стандарда
- Кодекса професионалног понашања овлашћених проценитеља
- Међународних стандарда вредновања 1,2,3
- Међународне примене вредновања за финансијско извештавање
- Међународне примене вредновања у циљу осигурања зајма
- Међународне примене вредновања средстава јавног сектора за финансијско извештавање и петнаест смерница за примену међународних стандарда вредновања (Андрјић, 2018).

TEGoVA је европска организација националних удружења проценитеља. Њен главни циљ је стварање и ширење усклађених стандарда за праксу вредновања, за образовање и квалификацију, као и за корпоративно управљање и етику за проценитеље. Она подржава своје асоцијације чланице у увођењу и имплементацији ових стандарда. TEGoVA заступа интересе 71 удружења из 37 земаља са укупно преко 70.000 чланова који су запослени у корпорацијама, државним органима и предузећима (TEGoVA, 2019., <https://www.tegova.org/en/p48e32a519bec9>). Стандарди вредновања TEGoVA се у основи ослањају на Међународне стандарде вредновања.

Међународни стандард финансијског извештавања 13-Одмеравање фер вредности јесте саставни сегмент регулаторног оквира, будући да се на њега ослањају Комитет за међународне стандарде вредновања и Европска група проценитеља приликом детерминисања смерница и одредница процењивања вредности непокретности у контексту финансијског извештавања. МСФИ 13-Одмеравање фер вредности појмовно одређује фер вредност, унутар само једног МСФИ детерминише оквир за одмеравање фер вредности и захтева одмеравање и обелодањивање фер вредности (Министарство финансија, 2018).

Последњу групу стандарда чине национални стандарди процењивања који су усвојени од стране удружења проценитеља на националном нивоу. Национално удружење проценитеља Србије (НУПС) је основано 2006. године у Београду у циљу промоције значаја професије проценитеља, као и метода и техника процене вредности непокретности и капитала. Национално удружење проценитеља у Републици Србији члан је International Valuation Standards Committee (IVSC-a), The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) и The International Institute of Business Valuers (IIBV). Национално удружење проценитеља Србије тренутно има око 160 чланова преваходно из области процене непокретности, док се из области процене капитала број вишеструко повећава. Кључне области процене које су у ингеренцији НУПС-а су:

- Процена капитала
- Процена вредности опреме и производних погона
- Процена непокретности
- Процена финансијске имовине (НУПС, 2019., <https://procenitelji.org.rs/o-nama/>).

Краљевски институт овлашћених проценитеља (RICS) представља глобално професионално тело које промовише и примењује међународне стандарде вредновања, управљања, развоја земљишта, некретнина, изградње и инфраструктуре. Седиште ове организације јесте на Парламентарном тргу у Лондону од 1868. године (RICS, 2019., <https://www.rics.org>).

Процес европских интеграција намеће потребу да се професија проценитеља усклади са регулативом европског тржишта, односно Директивом о професионалним квалификацијама (Директива 2005/36/ЕС)/заштићена професионална звања) и Директивом Европског парламента и Савета за кредитне споразуме који се односе на резиденцијалне некретнине и допуњујућом Директивом 2008/48/ЕС (Директива о хипотекарним кредитима-Mortgage Credit Directive-MCD).

Са аспекта законске регулативе коју треба узети у обзир при процени вредности, релевантно је сагледати одредбе законских прописа, међу којима се истичу:

- Закон о проценитељима вредности непокретности („Службени гласник РС”, број 108/16),
- Закон о приватизацији („Службени гласник РС”, број 83/2014, 46/2015, 112/2015 и 20/2016),
- Закон о експропријацији ("Службени гласник РС", број 2/2015-одлука УС и 79/2015),
- Закон о привредним друштвима („Службени гласник РС”, број 36/2011, 99/2011, 83/2014-др. закон, 5/2015, 44/2018 и 95/2018),
- Закон о порезима на имовину („Службени гласник РС”, број 95/2018 и 99/2018-одлука УС),
- Закон о планирању и изградњи („Службени гласник РС”, број 145/2014 и 83/2018),
- Закон о рачуноводству („Службени гласник РС”, број 62/2013 и 30/2018).

Правилник о Националним стандардима, кодексу етике и правилима професионалног понашања лиценцираног проценитеља („Службени гласник РС”, број 70/2017), Уредба о методологији за процену вредности капитала и имовине („Службени гласник РС", број 45/2001, 45/2002) и Упутство о начину примене метода за процену вредности капитала и имовине и начину исказивања процењене вредности капитала ("Службени гласник РС", број 57/2001) представљају основну интерну регулативу која се допуњује интерним актима које је усвојило Национално удружење проценитеља Србије као што су: Правилник о континуираном професионалном усавршавању, Правилник о садржини програма и начину полагања, као и Одлука о садржају, роковима и начину достављања извештаја о проценама.

3. МЕТОДЕ ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА

Иако је процес интензивне приватизације у нашој земљи окончан, бројни разлози опредељују власнике капитала да у одређеном периоду пословања изврше процену његове вредности. Ти разлози обухватају реалне ситуације које настају у току животног циклуса предузећа, а свакако су најважнији они који су у функцији стратешког одлучивања. Ове одлуке се тичу пре свега да ли предузеће продати или наставити пословање променом делатности, да ли извршити статусну промену или једноставно ликвидирати.

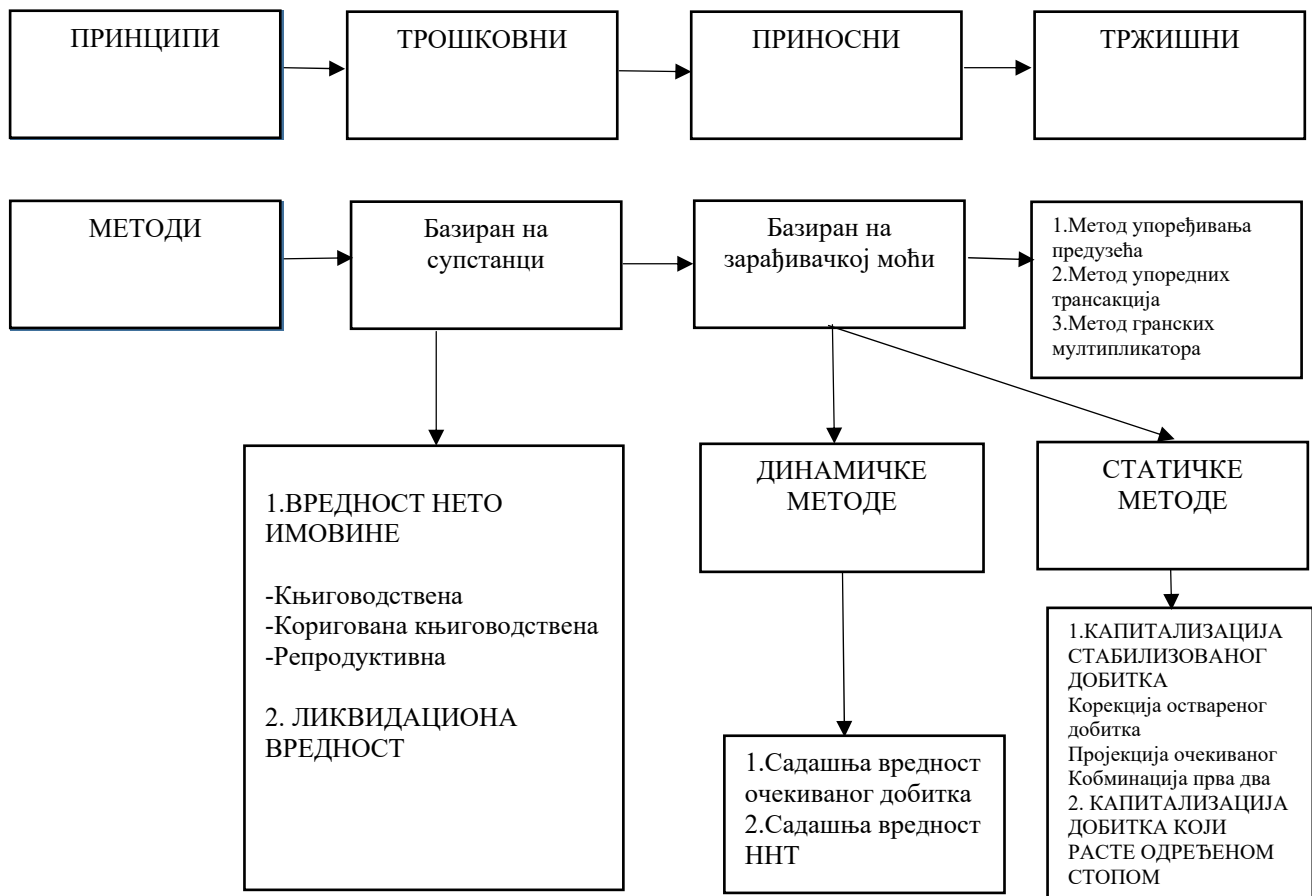
Значај правилне процене вредности капитала која произилази из побројаних ситуација, утицао је да професија независних проценитеља на тржишту Републике Србије добија изузетан значај не само у болном процесу приватизације друштвених предузећа са којом смо били суочени од 2000. године, већ и у реалном и финансијском сектору свих егзистирајућих корпорација које доносе стратешке одлуке. Проценитељ може да има улогу независног проценитеља или улогу саветника, али његов ангажман мора бити дефинисан пре почетка самог процеса процене документом који се назива Писмо о ангажовању. У свом ангажману проценитељ мора да поштује кодекс независности и објективности, не сме да подлегне утицајима који би за резултат имали нереалну процену вредности која угрожава интерес једне од укључених странака. Проценитељ не сме да има власнички или финансијски извештај у предузећу које процењује. С обзиром да је у питању изузетно комплексан посао, проценитељ мора да буде едукован и да поседује вештине из разних области, јер управо је он особа која на основу прикупљених података о предузећу бира методолошки поступак на основу ког ће вредновати његов капитал. Дакле у питању је мултидисциплинарни приступ који подразумева одређене кораке у својој реализацији.

Један од најважнијих корака је избор методе вредновања капитала. Од правилно изабраног метода зависи у којој мери ће процена одговарати реалној ситуацији. Не постоји метод процене вредности предузећа који је 100% исправан у примени код свих предузећа. Ово из разлога што се циљеви власника капитала често не подударају и зато што се предузећа разликују по својим пословним карактеристикама, величини, бранши у којој обављају делатност. Због тога не постоји јединствен метод на основу кога се врши процена вредности капитала, већ је проценитељ тај који одлучује о избору методе чијом ће се применом добити објективан резултат.

По Ђурићу (2014) проблем вредновања предузећа није у недостатку метода процене, већ у томе што је тих метода и превише. Према Међународним стандардима вредновања постоје три приступа процене:

- Тржишни приступ подразумева да постоји слично предузеће чија је продаја јавно реализована у скорашњем времену, те се могу добити упоредни подаци о вредности капитала на данашњи дан. Вредновање се своди на анализу упоредних предузећа или упоредивих трансакција сличних предузећа. Најчешће су то јавна предузећа чијим се акцијама тргује на берзи, али могу бити и приватна ако су присутна на тржишту капитала. Поред метода упоредних предузећа и упоредивих трансакција, овај приступ користи методологију засновану на мултипликаторима вредности – цена/добит, цена/дивиденда, цена/брutto новчани ток, цена/приходи, цена/књиговодствена вредност, цена/приходи, цена/вредност нето имовине.
- Приносни приступ подразумева конверзију будућих новчаних токова у садашњу вредност капитала применом дисконтне стопе. Дисконтна стопа у себи садржи све ризике који су комплементарни са стварањем користи од власништва. Методе које се користе су дисконтовање будућих приноса и капитализованих приноса.
- Трошковни приступ подразумева утврђивање трошкова замене (репродукције) сопствених средстава. Овај приступ се користи код предузећа чија се имовина не размењује на активном тржишту. Методе које су основа овог приступа су метод нето имовине и метод ликвидационе вредности.

На Слици број 1 приказан је велики број метода који се могу применити приликом процене вредности капитала, а све то у оквиру три групе основних приступа који су дефинисани Стандардима. Проценитељ мора на основу припремних радњи која подразумева прикупљање и сумирање података о конкретном предузећу да одабере ону методу која ће најпоузданије да прикаже веродостојну имовинску позицију предузећа.



Слика 1: Приступ и методе вредновања имовине, капитала и обавеза
Извор: Микеревић (2010)

3.1 КАРАКТЕРИСТИКЕ ТРОШКОВНОГ ПРИСТУПА ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА

Трошковни метод процене вредности предузећа се користи за имовину чија се вредност не може утврдити на активном тржишту пошто нема довољно трансакција продаје такве врсте имовине. Нарочито је погодна за предузећа која имају велику материјалну, а не поседују нематеријалну имовину. Базиран је на супстанци, дакле на средствима, и у зависности од тога да ли предузеће наставља са радом или не, у оптицају су два могућа приступа вредновању капитала:

- Предузеће наставља са радом, послује по принципу „going concern“, процена вредности се заснива на избору метода књиговодствене вредности, кориговане књиговодствене вредности или репродуктивне вредности – метод нето имовине,
- Предузеће није у могућности да настави нормално пословање по принципу „going concern“, процена вредности се заснива на утврђивању ликвидационе вредности јер се приступа поступку редовне или убрзане ликвидације – метод ликвидационе вредности.

Метод нето имовине према Лeko, Влаховић, Познанић, (1997) заснива се на процени вредности имовине (средстава) и процени вредности обавеза, а нето резултат индицира вредност капитала предузећа. Овај метод подразумева континуитет пословања. Предузеће вреди онолико колико вреди његова имовина. Најчешће се користи књиговодствена или коригована књиговодствена вредност која се преузима из биланса стања на дан процене. С обзиром да су предузећа која су обвезници ревизије већ прошли верификацију свог имовинског положаја исказану кроз билансе позиције, ревизорском оценом се потврђује да вредност исказана у пословним књигама било да је у питању књиговодствена или фер вредност, веродостојно приказује све ставке имовине и обавеза онолико колико заиста и вреди.

$$\text{Процењена вредност капитала} = \text{Процењена вредност имовине} - \text{Процењена вредност обавеза}$$

Према Уредби о методологији за процену вредности капитала (2002), коригована књиговодствена вредност подразумева утврђивање основне кориговане вредности и њене доње и горње границе. Основна се утврђује тако што се укупна актива предузећа умањује за износ губитка и укупних обавеза. На основу добијене вредности капитала израчунава се доња граница њеним множењем са коефицијентом 0.5, а потом и горња граница множењем са коефицијентом 1. Уколико је вредност капитала негативна или се утврди да она значајно одступа од тржишне вредности, треба применити друге методе као што су ликвидациона вредност или дисконтовани новчани ток.

Метод ликвидационе вредности израчунава вредност капитала као разлику између ликвидационе вредности средстава и реалне вредности обавеза предузећа по свим основама. Предузеће губи приносни потенцијал и престаје са пословањем по принципу *going concern*-а. Прво се формира ликвидациона маса, а затим се врши процена и утврђују се обавезе.

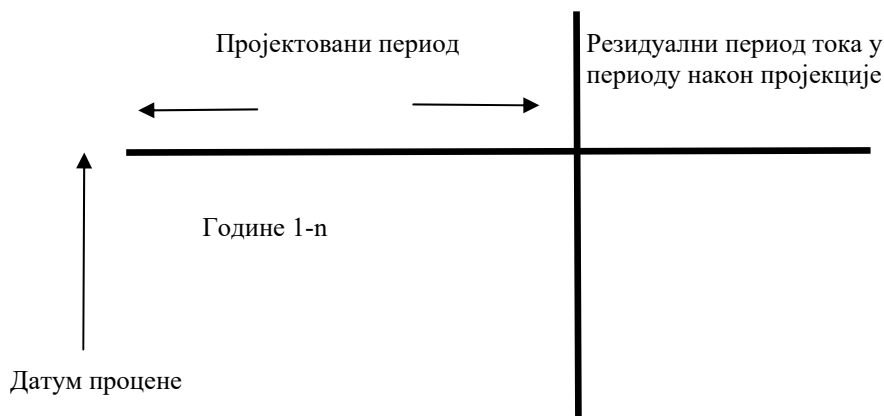
Трошковни приступ у процени вредности капитала је веома заступљен у нашој држави јер се заснива на поузданијим и доступнијим подацима. Оно што је очигледан његов недостатак је да не одражава профитабилност инвестираног капитала.

3.2 КАРАКТЕРИСТИКЕ ПРИНОСНОГ ПРИСТУПА ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА

Овај приступ је према законским прописима наше државе до 2002. године био једини који се могао користити приликом процене вредности друштвеног и државног капитала. Након измене законских прописа он се и даље користи у предузећима овог типа, али и осталим предузећима који нису регулисани законом. Према Ћурић (2014) таква ситуација није само у Србији, већ и у другим развијеним државама, где се овај метод најчешће примењује, највише уважава и има највећи значај јер задовољава интересе и купаца и продаваца капитала предузећа. И овај приступ као и претходни подразумева континуитет пословања.

Основне претпоставке које морају бити испуњене да би метод био примењен су:

- Постоји могућност пројекције новчаног тока уз висок степен поузданости реализације,
- Могућност утврђивања цене капитала као дисконтне стопе,
- Постоји оправдана основа за уверавање да пројектовани новчани ток у будућности прати планирану стопу раста.



Слика 2: Шематски приказ модела ДНТ
Извор: Ћурић (2014)

Према Ћурић (2014), модел приказан на слици број 2 омогућава боље разумевање самог метода ДНТ и саме касније примене овог метода у процени вредности капитала. Пројекција будућих приноса се врши до момента када они достижу стабилан ниво, након чега се утврђује резидуална вредност на основу пројектованог новчаног тока. Дужина пројектованог периода ће бити различита од предузећа до предузећа, у зависности од основне делатности, позиције предузећа у припадајућој грани, постојећег нивоа искориштења капацитета и сл. При томе дужину пројектованог периода не треба директно повезивати са периодом економског живота предузећа већ са моментом достизања стабилног нивоа добити и нето новчаних токова (Леко, Влаховић, Познанић 1997). Да би се добила вредност капитала, пројектовани приноси и резидуална вредност се свде на садашњу вредност применом дисконтне стопе. Дисконтна стопа у овој методи представља стопу повраћаја на средства која би потенцијални инвеститор уложио уз свестан ризик таквог улагања.

Метод дисконтовања је под великим утицајем екстерних фактора као што су инфлација, променљивост девизног курса, политичке осцилације и промене каматних стопа. Због тога га је веома тешко применити у земљама нестабилног привредног амбијента, јер се у њима тешко могу са већом прецизношћу извршити предвиђања и пројекције.

3.3 КАРАКТЕРИСТИКЕ ТРЖИШНОГ ПРИСТУПА ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА

Тржишни приступ полази од претпоставке да постоје упоредива предузећа или упоредиве трансакције. Овде се пре свега мисли да је имовина неког предузећа била предмет скорије продаје на тржишту и да о томе постоје јавни подаци који би били база за процену вредности сопственог капитала. Дакле, вредност се процењује на основу анализе скорије продаје сличне имовине. Да би неко предузеће било упоредиво, његове акције морају да се котирају на берзи, те су у питању најчешће јавна предузећа, али могу бити и приватна ако о њима постоје релевантни подаци.

Први начин вредновања капитала по овом приступу је коришћењем и израчунавањем *гранских мултипликатора* сличних предузећа. Најпре се идентификују упоредива предузећа, затим се израчунавају мултипликатори и на крају се резултат (мултипликатор) примењује на одговарајући ток користи. Ток користи може бити добит, приход, дивиденда или новчани ток предузећа. Веома је важно да се ток користи рачуна на исти начин током периода како за предузеће које се вреднује тако и за упоредиво предузеће. Међутим у пракси је веома тешко пронаћи слична предузећа са којима се може извршити поређење. Због тога се приликом утврђивања мултипликатора мора узети у обзир на пример разлика у величини предузећа, очекивани раст прихода, ризик улагања и слично (Леко, Влаховић, Познанић 1997).

Методе упоређивања предузећа и упоредних трансакција анализирају продају или куповину сличног предузећа у скоријој прошлости или анализирају расположиве информације о трансакцијама. На овај начин вредност предузећа се утврђује на основу износа који је реализован приликом продаје или куповине упоредивог предузећа.

ЗАКЉУЧАК

Процена вредности капитала је интердисциплинаран и веома сложен посао, нарочито у земљама у развоју које немају развијено тржиште капитала и чији је привредни амбијент нестабилан. Иако је процес интензивне приватизације друштвеног капитала са којим смо били суочени скоро двадесет година окончан, бројни разлози опредељују власнике да изврше процену вредности предузећа. У мору метода које су у оптицају, проценитељ је тај који мора донети коначну одлуку о примени методе која ће резултирати реалним приказом вредности. Свака од њих има своје специфичности и недостатке. Тржишне методе се не могу применити у земљама у транзицији јер не постоји тржиште капитала где би се могло доћи до података о упоредивим предузећима или трансакцијама. Добијени резултати би представљали искривљену слику вредности, која може штетити некој од укључених страна. Метод дисконтовања је најчешће примењен метод у развијеним економијама, који подразумева да је предузеће достигло стабилан ниво добити. С обзиром да Србија веома успешно развија финансијско тржиште и да су макроекономски показатељи данас у стабилним границама, закључак је да се ова метода може применити и на нашем тржишту за процену вредности капитала који послује по принципу *going concern*. Метод нето имовине је веома примењен у нашој држави јер се заснива на подацима из финансијских извештаја који су лако доступни. Овде се једино поставља питање квалитета тих података, али ако се узме у обзир да су мала са великим прометом, средња и велика предузећа обвезници ревизије, онда се може рећи да билансне позиције имовине представљају њену реалну вредност.

Због очекиваног развоја финансијског тржишта и статусних промена у пословању предузећа у нашој земљи, процена вредности капитала ће имати изузетан значај у будућности. Такође се очекује наставак приватизације јавних предузећа. Све ово указује на чињеницу да процес вредновања предузећа мора бити добро испланиран и реализован, применом најпоузданије методе процене која ће бити одабрана сагледавањем свих предности и ограничења примене на конкретном предузећу.

РЕФЕРЕНЦЕ

- Андрић, М. (2018). Утицај процене непокретности на истинитост и објективност финансијског извештаја. *Четврта технолошка револуција-изазов или пријетња за рачуноводствену и ревизорску професију* (стр. 12-32). Бања Врућица: Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске.
- Ђурић, Б. (2014). Ограничења у примјени метода дисконтваног новчаног тока за сврхе вредновања предузећа у Србији. *Пословне студије број 11-12*, стр. 171-198. Бања Лука: Универзитет за пословне студије.
- International Valuation Standards. (02. Април 2019.). *About IVSC*. Преузето 02. Априла 2019. са сајта <https://www.ivsc.org/about>
- Леко, В., Влаховић, А., Познанић, В. (1997). *Процена вредности капитала – методологија и примери*. Београд: Економски институт.
- Микеревић, Д. (2010). *Принципи и пракса процене вредности предузећа*. Бања Лука: Финрар.
- Министарство финансија. (05. Април 2019.). *Међународни стандард финансијског извештавања 13-Одмеравање фер вредности*. Преузето 05. Априла 2019. са сајта <http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/MRS/2014/IFRS/IFRS%2013.pdf>
- Национално удружење проценитеља Србије. (03. Април 2019.). *О нама*. Преузето 03. Априла 2019. са сајта <https://procenitelji.org.rs/o-nama>
- Родић, Ј., Филиповић, М. (2012). *Процена вредности капитала*. Београд: Асимекс.
- Royal Institution of Chartered Surveyors. (05. Април 2019.). *About RICS*. Преузето 05. Априла 2019. са сајта <https://www.rics.org/eu/about-rics/>
- Службени гласник Републике Србије. (2002). *Уредба о методологији за процену вредности капитала и имовине*. Службени гласник Републике Србије број 45/2002.
- The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA). (07. Април 2019.). *About TEGoVA*. Преузето 07. Априла 2019. са сајта <https://www.tegova.org/en/p48e32a519bec9>