

Тајана Сердар¹

Процјена вриједности предузећа у условима неактивног тржишта капитала

The companies' appraisal in terms of inactive capital market

Резиме

На неактивним тржиштима капитала вриједности предузећа није нимало једноставно утврдити. Евидентно је да је у случају неактивних тржишта процес доласка до интуија за процјену вриједности много компликованији, а и сама вриједност предузећа је из разлога неинформационости, недоступности информација и других својствених ризика мање релевантна него што би била на активним тржиштима. У процјени вриједности предузећа у условима неактивног тржишта капитала, неизоставно се анализира ниво значаја везан за трансакционе цијене у поређењу са другим индикаторима фер вриједности. Ниво значаја трансакција зависи од чињеница и околности као што су: обим трансакција, временска близина трансакције датуму мјерења и уредивости трансакције са активом или обавезом чија се фер вриједност мјери.

У раду полазимо од двије хипотезе. Прва је да је тржиште капитала у Рейудлици Српској неактивно и недовољно развијено. Друга хипотеза је да неактивно тржиште капитала значајно ограничава и детерминистичку могућност коришћења вриједности и метода процјене, цијене капитала као и концепта вриједности. У складу с тим, на неактивним тржиштима капитала прегуслов релевантне процјене вриједности предузећа јесте прет-

¹ Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, tajana.serdar@efbl.org

ходна анализа значаја трансакционих цијена и карактеристика неактивности тржишта. Циљ истраживања је најласићи важности истраживања карактеристика тржишта капиталала у процесу процјене која ће наручиоцима бити релевантна и корисна за доношење исправних пословних и инвестиционих одлука.

Кључне ријечи: неактивно тржиште капиталала, карактеристике неактивности, концепти вриједности, фер вриједности, методе процјене, дисконтна стопа.

Summary

In the inactive capital market value of company is not easy to determine. It is evident that in the case of inactive markets, the process of input determination for assessing the value is more complicated, and the value of the company itself, for reasons of lack of transparency, unavailability of information and other inherent risks is less relevant than it would be in active capital markets. In companies' appraisal in terms of inactive capital markets, the level of importance attached to transaction prices is inevitably analyzed, compared to other indicators of fair value. The level of transaction significance depends on the facts and circumstances, such as: transaction volume, transaction temporal proximity to the measurement date and transactions comparability with asset or liability whose fair value is measured.

In the paper we have started from two hypotheses. The first one is that the capital market in the Republic of Srpska is inactive and underdeveloped. The second hypothesis is that the inactive capital market significantly restricts and determines the ability of using approaches and methods of appraisal, the cost of capital and the concepts of value. Accordingly, in the inactive capital markets precondition of relevant appraisal is previous analysis of transactions prices significance and aspects of market inactivity. The aim of research is to emphasize the importance of the examination of capital markets characteristics in the process of appraisal that thereby will be relevant and useful for purchasers in making the right business and investment decisions.

Key words: *inactive capital market, characteristics of inactivity, concepts of value, fair value, appraisal methods, discount rate*

Увод

Теоријске претпоставке многих финансијских модела претпостављају савршене услове: ликвидност и активност тржишта, поузданост, релевант-

ност и доступност информација, обавијештеност и вољност свих тржишних учесника, ефикасност тржишта те поузданост и ревидираност финансијских извјештаја. У развијеним тржишним економијама многе од тих претпоставки су оствариве пошто су изведене из карактеристика тржишта капитала са вишедеценијском традицијом и развијеним механизмима пословања. Процијенити компанију са развијене свјетске берзе није изазов имајући у виду доступност свих макро и микроекономских података, активност тржишта и велики број међусобно упоредивих трансакција и предузећа. Чак и приватна предузећа у развијеним тржишним економијама могу да се сведу под одређена правила и постоје модели за њихову процјену. Међутим, шта се дешава са предузећима која послују у неразвијеним тржишним економијама и при том, на неактивним тржиштима капитала?

У процјени предузећа на неактивним тржиштима капитала многе методе нису примјенљиве – тржишни приступ процјени који обухвата метод упоредних трансакција и метод мултипликатора предузећа врло је тешко примјенити уколико се акцијама процјењиваног предузећа тргује неколико пута годишње. Чак и ако се предузећа процјене примјеном ових метода, резултат процјене неће бити релевантан. Надаље, при примјени приносног приступа, велики проблем јесте израчунавање бете у CAPM моделу утврђивања цијене капитала и упитност претпоставки од којих се полази при пројекцији новчаних токова.

Овдје треба споменути и утицај тржишне ефикасности на проблематику процјене предузећа. Тржиште, чак и неефикасно, може процијенити хартије од вриједности прецизније од процјењивача (Микеревић, 2009, стр. 20). Поред неизвјесности у процјени, други доказ који иде у прилог овој тврдњи јесте тенденција дугорочног кретања тржишних цијена ка стварној вриједности предузећа. Стога иако се може тврдити да тржиште није савршено ефикасно не постоје конкретни докази да би неки други систем одређивања цијена боље функционисао, те у раду полазимо од претпоставке да је тржиште ефикасно и анализирамо искључиво концепт неактивности тржишта капитала.

У раду доказујемо двије хипотезе. Прва је да је тржиште капитала у Републици Српској неактивно и недовољно развијено. Друга хипотеза је да неактивно тржиште капитала значајно ограничава и детерминише могућност коришћења приступа и метода процјене, цијене капитала као и концепата вриједности. У складу с тим, на неактивним тржиштима капитала предслов релевантне процјене вриједности предузећа јесте испитивање карактеристика и аспеката неактивности тржишта капитала. У циљу доказивања ових тврдњи, осврнућемо се на идентификовање и основне карактеристике неактивних тржишта капитала, анализираћемо тржиште капитала у Репу-

блици Српској/ Босни и Херцеговини. Затим ћемо навести методологију којом смо се користили у раду, изнијети резултате истраживања, те дати одговарајуће ставове и закључке о теми истраживања.

1. Основне карактеристике неактивних тржишта капитала

Према Одбору за међународне рачуноводствене стандарде (IASB, Emerging Economies Group, 2011, pp. 8-9) карактеристике неактивних тржишта су:

- велике разлике између понуде и тражње за одређеним или свим хартијама од вриједности на финансијском тржишту;
- нередовне купопродајне трансакције;
- непостојање тржишних цијена;
- недовољна дубина тржишта и
- (релативно) слаба ликвидност тржишта.

Неактивно тржиште према Општеприхваћеним рачуноводственим стандардима (GAAP) и Стандардима финансијског рачуноводства (FAS) подразумева да постоји веома мали број купопродајних трансакција за посматрану хартију од вриједности или за хартије од вриједности сличних карактеристика, цијене у реализованим трансакцијама нису текуће, цијене хартија од вриједности у реализованим трансакцијама значајно варирају током времена или између појединих тржишних учесника, чиме се битно смањује потенцијална релевантност ових цијена (FASB Staff Position, 2008, p. 5).

Насупрот томе, активно тржиште је развијено тржиште хартија од вриједности на ком се према ставовима FASB -а:

- обавља велики број трансакција;
- вољни и обавијештени купци и продавци могу се наћи у сваком моменту;
- постоји мноштво сличних хартија од вриједности које се могу упоредити са посматраном;
- цијене су релевантне и формирају се на основу понуде и тражње;
- трансакциони трошкови су ниски;
- информације о трансакцијама су поуздане и доступне.

Поред цијена које су доступне и заинтересованих купаца и продаваца, активно тржиште захтијева постојање хомогених ставки којима се тргује (MPC 38 - Нематеријална имовина).

(Не)активност тржишта ће свакако имати утицаја на вриједност предузећа које се процјењује. Процес процјене вриједности је исти без обзира на активност тржишта. Међутим, постоје два стандардна проблема који се

јављају у случају неактивних тржишта: непостојање или ирелевантност тржишних цијена било за дуг, било за властити капитал и неажурирани финансијски извјештаји који садрже мање важних детаља и више пропуста. У оваквим условима тржишна вриједност као основни концепт вриједности у процјени предузећа не може да се користи на исти начин као на активним тржиштима капитала. Тада ће од велике важности бити сврха процјене вриједности предузећа.

Сврха процјене вриједности на неактивним тржиштима одредиће поступак процјене, али и коначну вриједност предузећа. У трансакцијама продаје предузећа на неактивним тржиштима треба имати на уму да не постоји одговарајућа диверзификација таквих предузећа, те модели који се концентришу само на недиверзификовани ризик могу довести до потцијенљивања дисконтне стопе. Надаље, ове инвестиције су неликвидне, што значи да ће у процјену вриједности увијек бити укључен ризик неликвидности. На неактивним тржиштима често се јавља и вриједност кључне особе (Познанић и Цвијановић, 2011, стр. 76), односно вриједност има значајну личну компоненту, а приходи и профит не рефлектују само успјешност пословања већ и присуство садашњег власника.

На неактивним и неликвидним тржиштима капитала вриједност предузећа није нимало једноставно утврдити. Одбор за стандарде финансијског рачуноводства (FASB) у САД успоставио је следећи оквир за идентификовање нередовних трансакција и утврђивање фер вриједности активе и обавеза на неактивним тржиштима. Први корак јесте утврђивање да ли је тржиште неактивно; постоји листа фактора које предузеће или инвеститор треба процијенити да утврди да ли је било значајног смањења у обиму или нивоу активности за активу или обавезу (FASB Staff Position, 2009, р. 4):

- Постоји веома мали број недавних трансакција;
- Цијене котације нису засноване на текућим информацијама;
- Цијене котација значајно варирају током времена, између појединих сегмената тржишта или дилера;
- Индекси који су у претходном периоду били високо корелисани са фер вриједностима активе или обавеза су евидентно неповезани са недавним показатељима фер тржишне вриједности за такву активу или обавезу;
- Значајно повећање премија за ризик ликвидности, промјена приноса или показатеља перформанси (као што су стопа превара или висина губитка) код посматраних трансакција или промјена цијена котација у поређењу са процјенама очекиваних новчаних токова од стране предузећа, узимајући у обзир све тржишне податке о кредитима и другим ризицима неповезаним с перформансама за активу или обавезу;

- Неуобичајено висок распон између понуде и тражње или значајна повећања овог распона;
- Значајно смањење или одсуство тржишта за нове емисије (примарног тржишта) за дату или сличну активу, односно обавезе;
- Веома мали број јавно планираних информација.

Након што се обави први корак, слиједи утврђивање да ли су трансакције на неактивном тржишту редовне. Наиме, чак и у случају неактивног тржишта капитала, процјењивач не смије да одмах претпостави да су све трансакције на том тржишту нередовне. Постоје околности које треба оцијенити у циљу утврђивања редовности трансакција и тиме релевантних инпута за сврхе процјене фер вриједности, према FASB:

- Неадекватно излагање на тржишту у периоду који претходи датуму мјерења да би се омогућиле уобичајене и редовне маркетиншке активности под важећим тржишним условима за трансакције датом активом или обавезама;
- Продавац на тржишту је продао активу или обавезе само једном тржишном учеснику;
- Продавац је под извјесном пријетњом стечаја или узимања под принудну управу (односно под притиском) или је принуђен да прода активу да би се прилагодио регулаторним или правним захтјевима;
- Трансакциона цијена је изузетак када се упореди са другим недавним трансакционим цијенама исте или сличне активе, односно обавеза.

Уколико се утврди постојање једног или више наведених случајева, сматра се да трансакције на тржишту капитала нису редовне. Предузеће или процјењивач нису обавезни да утврде да ли су трансакције редовне, али не смију да игнорише информације које су им доступне без неразумно високих трошкова да би дошли до спознаја о редовности трансакција. Трансакције као што су форсиране ликвидације или трансакције када је предузеће присиљено или под притиском не могу се узети као релевантне за утврђивање активности тржишта.

Евидентно је да је у случају неактивних тржишта процес доласка до инпута за процјену вриједности много компликованији, а и сама вриједност предузећа је из разлога нетранспарентности и недоступности информација и других својствених ризика мање релевантна него што би била на активним тржиштима капитала. Иако се смјернице FASB односе на утврђивање фер вриједности, оне могу да се примијене и на тржишну вриједност која је концепт на ком се заснива највећи број процјена. Шта чинити у таквим условима? Неизоставно треба анализирати колики значај може да се придаје трансакцији у утврђивању фер вриједности активе или обавезе. Ако чињенице указују да трансакција није редовна, процјењивач треба да,

у поређењу с другим индикаторима, прида веома мало значаја цијени из те трансакције у процјени фер вриједности или премије тржишног ризика. С друге стране, ако је трансакција доказано редовна, процјењивач ће размотрити цијену из те трансакције као релевантан индикатор (FASB Staff Position, 2008).

Ниво значаја који се везује за трансакционе цијене у поређењу са другим индикаторима фер вриједности зависи од чињеница и околности као што су: обим трансакција, временска близина трансакције, датуму мјерења и упоредивост трансакције са активом или обавезом чија се фер вриједност мјери. Уколико предузеће или процјењивач нема довољно информација да закључи да ли су трансакције редовне или не, трансакциона цијена ће се уобзирити при утврђивању фер вриједности и премије тржишног ризика иако можда неће бити једини или примарни фактор у процјени.

Надаље, уколико предузеће за процјену фер вриједности користи цијене котације које пружа трећа страна, треба да процијени да ли се те цијене заснивају на тренутним информацијама које рефлектују редовност трансакције или техникама процјене вриједности које одражавају претпоставке тржишних учесника. У утврђивању значаја котационих цијена као инпута у процјени, мање ће се уважавати котације које не рефлектују резултате трансакције.

2. Тржиште капитала у Републици Српској / Босни и Херцеговини

Тржиште капитала у нашој земљи је недовољно развијено, слабо координисано и неактивно, што потврђују и истраживања домаћих аутора. Анализе података с Бањалучке и Сарајевске берзе показала је да је финансијско тржиште неразвијено по обиму и броју инструмената, вишеслојно организовано и нефункционално, док су у банкарском сектору који је на средњем нивоу развијености високо заступљени основни агрегати што га чини осјетљивијим и ризичнијим (Kumalić, 2013).

Стање финансијског тржишта мјери се преко развијености финансијске структуре, банкарског сектора и тржишта капитала, односа банкарског система и тржишта капитала и развијености небанкарских финансијских посредника (Џонје, 2005; према Kumalić, 2013). У Босни и Херцеговини је учешће банака у финансијском сектору заступљено са око четири петине, док су инвестициони фондови имали учешће активе у просјеку око 5,5% (у периоду од 2005. до 2012. године) (SASE, 2014, BLSE, 2014). Лизинг компаније, осигуравајућа друштва и микрокредитне организације имале су још нижи ниво учешћа у укупној активи финансијског сектора и то: 5,2%, 3,8% и 3,6%, респективно. Учешће небанкарских финансијских институција је

испод 20%, што свједочи о недовољној развијености небанкарских финансијских институција. Дакле, финансијско тржиште у нашој земљи је структурно неразвијено.

Однос активе финансијског сектора према БДП креће се од 89% до 105% (највиши ниво достигао је 2007. када је износио 112,4%), што показује да је банкарски сектор далеко најразвијенији дио финансијског тржишта Босне и Херцеговине. Учешће активе банкарског сектора према БДП у развијеним земљама овај омјер прелази 100% па чак до 150% (Kumalić, 2013, str. 63).

Однос тржишне капитализације и БДП након кризом изазваног пада из 2007. године када је износио 112 %, креће се на нивоу 33-50% (просјечно 55% за период 2005-2012) (Kumalić, 2013. str. 65). Укупан промет ХОВ у односу на БДП² је 1,5% до 3% (просјек је 3,7%, с тим што је 2007. године износио 7,4%,). Обрт промета варирао од је од 3,5 до 6,5 у (5,44 у просјеку, а највиши ниво од 10,2 достигао је 2005.) У поређењу с Италијом и Шпанијом према подацима Свјетске банке (World Bank, 2013) које су имале однос промет/БДП 40,4% и 96,1%, односно обрт промета 236,8 и 128,9 респективно, очигледно је да је наше тржиште слабо развијено и неактивно.

2.1. Утврђивање дисконтне стопе

За утврђивање дисконтних стопа на неактивним тржиштима не може се користити само недиверзификовани ризик. Конвенционални финансијски модели ризика и поврата полазе од претпоставке да су маргинални инвеститори у компанијама диверзификовани и стога се бава само ризиком који се не може диверзификовати. Тај ризик се мјери преко бете или бета, обично процијењених на основу прошлих података о цијенама и повратима. На неактивним тржиштима треба користити такозване *bottom-up* бете (бете зидања) да би се дошло до непондерисане бете (Beneda, 2003).

Укупна непондерисана бета мјери сав ризик као количник тржишне бете и корелације датог предузећа са тржиштем (Damodaran, 2012). Тиме се утврђује колико ризика предузећа долази од тржишта, а колико је специфично за предузеће. Коначан корак у процјени бете је утврђивање рација дуг/сопствени капитал и израчунавање трошка сопственог капитала. Пондерисана бета ће се израчунати када се примијени рацио дуга и властитог капитала на непондерисану бету. Дакле, пондерисана бета је бета за власничку инвестицију у предузећу односно власничка бета пошто је детерминишу ризик пословања и ниво ризика финансијског леверица. (Fernández, 2006). За из-

² Укупан промет на тржишту капитала у односу на БДП не достиже 5 % на неразвијеним тржиштима, у средње развијеним тај проценат је између 20 и 40 %, док у високо средње развијеним тржиштима варира од 40 до 60 %. На развијеним тржиштима капитала учешће промета ХОВ на тржишту капитала прелази 60 % БДП (World Bank, 2013).

рачунавање трошка капитала користи се исти индустријски просјек рација дуга који се користио за пондерисање бете.

Поред проблема дисконтне стопе, треба анализирати ефекат неликвидности, који се увијек сусреће на неактивним тржиштима капитала. Ликвидност тржишта као веома важан фактор доношења инвестиционих одлука на тржишту капитала, инвеститорима пружа сигурност и смањује ризик да неће бити у могућности затворити своје позиције без великог губитка вриједности финансијске имовине (Yeayati, Schmukler & van Horen, 2007). Ликвидност се сматра основним фактором развоја тржишта капитала. Уопштено, ликвидност почива на постојању великог броја купаца и продаваца у сваком тренутку, могућности да се наредна трансакција обави по једнакој цијени као претходна и да тржиште може апсорбовати куповине и продаје веће количине ХОВ, а да то битније не утиче на цијену (Benić i Franić, 2008, str. 483). При том, предузећа које су већа, бољих перформанси и имају ликвиднију активу, имаће мање дисконте за неликвидност од малих компанија које послују с губитком. Ликвидност је као таква много значајнија када је економија у стању рецесије него у условима економског раста. Такође, знатно је важнија купцима који имају краћи временски хоризонт одлучивања и већу потребу за новцем него дугорочним инвеститорима који су вољни да задрже инвестицију.

3. Методолошка основа анализе

Неактивност и неликвидност тржишта капитала и њен утицај на поступак и процес процјене вриједности предузећа предмет су бројних иностраних радова и истраживања (Damodaran, 2012, Pereira, 2002, Lesmond, 2005, Bekaert, Harvey & Lundblad, 2005). Релевантне информације везане за редовност трансакција и неактивност тржишта капитала налазимо у истраживањима FASB-а и IASB-а. Студије о узроцима финансијске кризе из 2007. и 2008. године које је спровео Савјет за међународне стандарде вредновања (IVSC) дале су закључке да су инвеститори у преткризном периоду често имали превише повјерења у процјене вриједности предузећа, засноване на неактивним и нефункционалним тржиштима. Аспекти неактивног тржишта капитала утичу на процес процјене вриједности предузећа, избор приступа и метода процјене вриједности, као и на избор модела за утврђивање дисконтне стопе. Циљ истраживања је нагласити важност анализе карактеристика тржишта капитала у процесу процјене која ће тиме наручиоцима бити релевантна и корисна за доношење исправних пословних и инвестиционих одлука.

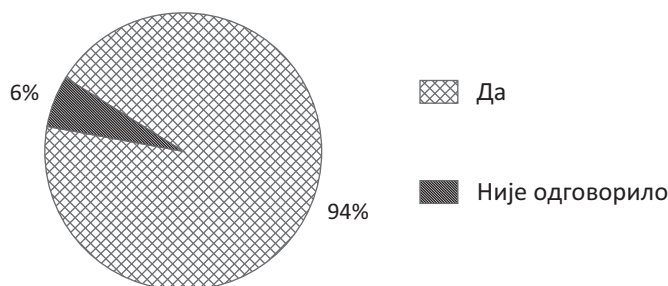
При истраживању смо користили информације добијене анкетањем 50 овлашћених процјенивача у Босни и Херцеговини, који су посједовали лиценцу за процјену. Већина питања је затвореног типа: директна питања, и питања са понуђеним одговорима набрајања и интензитета. Испитаници су означили карактеристике неактивности тржишта капитала за које сматрају да постоје у Републици Српској. Од испитаника је затражено да се изјасне о концептима које користе у својим процјенама, о приступима и методама којима се најчешће служе те о моделу утврђивања цијене капитала. Анкета је ограничена на испитивање неактивности тржишта капитала у Републици Српској.

Резултати других истраживања упоређени с нашим истраживањем потврђују наше хипотезе. Користили смо и податке са Бањалучке берзе, Сарајевске берзе, информације из извјештаја Централне банке, Статистичког завода Републике Српске, као и податке из студија Свјетске банке, FASB-а, IASB-а и IVSC-а.

4. Резултати истраживања

Резултати истраживања показују висок степен слагања испитаника са тврдњом да је тржиште капитала у нашој земљи неактивно и недовољно развијено. Од 50 испитаника, 94% сматра да је тржиште капитала у Републици Српској неактивно, док 6% испитаника није одговорило на питање. Од укупног броја испитаника, ниједан није изјавио да је тржиште капитала у нашој земљи активно.

Тржиште капитала у РС је неактивно и недовољно развијено?



Графикон 1. Изјашњавање о (не)активности тржишта капитала у Републици Српској. Извор: Истраживање аутора

Када су у питању карактеристике неактивности, испитаници су потврдили да тржиште капитала одликују све карактеристике неактивности, с тим што је различит степен огледања појединих аспеката. Наведено је презентовано на сљедећем графикаону.



Графикон 2. Карактеристике неликвидности на тржишту капитала у Републици Српској. Извор: Истраживање аутора

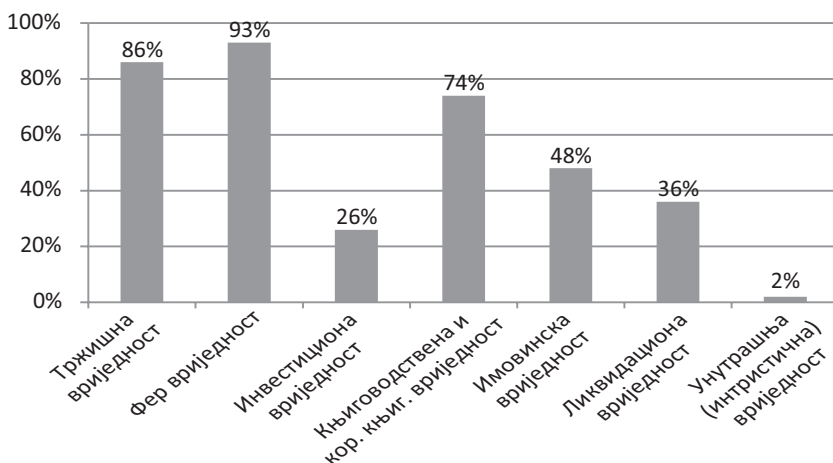
Да на тржишту капитала постоји веома мали број трансакција за посматрану ХОВ, или за ХОВ сличних карактеристика сматра 95% испитаника.

Такође, слаба ликвидност тржишта и незадовољавајућа дубина тржишта капитала (број и финансијски потенцијал купаца и продаваца) уочена је од стране 94% и 91% анкетираних процјењивача, респективно. Надаље, процјењивачи сматрају да је недовољан број сличних ХОВ које се могу упоредити с посматраном ХОВ велики проблем на нашем тржишту капитала (92%). Нешто мањи број испитаника сматра да се не могу пронаћи вољни и обавијештени купци и продавци у сваком моменту (78%).

Међутим, мање од половине испитаника, односно 45%, сматра да информације о трансакцијама нису поуздане и доступне. Као најмање изражене карактеристике неактивног тржишта капитала истичу се високи трансакциони трошкови (16%) и значајно варирање цијена ХОВ током времена, или између појединих учесника (14%).

Како наводе Међународни стандарди вредновања, *тржишна вриједност* је најприкладнији концепт вриједности. Међутим, у специфичним условима, алтернативни концепти вриједности могу да одговарају процјени. У такве специфичне околности убраја се и неактивно тржиште капитала, када се користе процијењена фер вриједност, али и други концепти вриједности. На сљедећем графикону приказана је учесталост коришћења појединих концепата вриједности у процјенама у Републици Српској.

Концепти вриједности у процјенама вриједности предузећа у РС

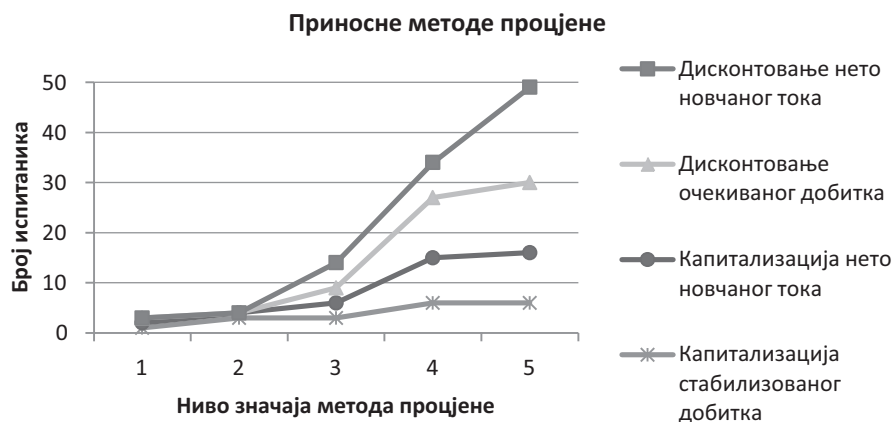


Графикон 3. Концепти вриједности у процјенама вриједности предузећа у Републици Српској. Извор: Истраживање аутора

Анкетирани процјењивачи изјаснили су се да највише користе концепт фер вриједности (93%), те концепт тржишне вриједности (86%). Ова чињеница свједочи о томе да тржиште капитала показује карактеристике неактивности, будући да се на развијеним и активним тржиштима капитала претежно користи тржишна вриједност као основни и најприкладнији концепт вриједности, у складу с МСВ. Књиговођствена и коригована књиговођствена вриједност такође се користе у значајној мјери (74%), док имовинску вриједност употребљава 48% испитаника. Овако висок проценат коришћења метода трошковног (имовинског) приступа подразумева знатно мању примјену тржишних метода него што је случај на активним тржиштима капитала. Ликвидациону вриједност користи 36%, а инвестициону вриједност, као специфичан концепт вриједности, 26% испитаника. Унутрашња вриједност се употребљава у занемарљиво малом броју случајева (2%) вјероватно захваљујући потешкоћама при дефинисању овог концепта вриједности.

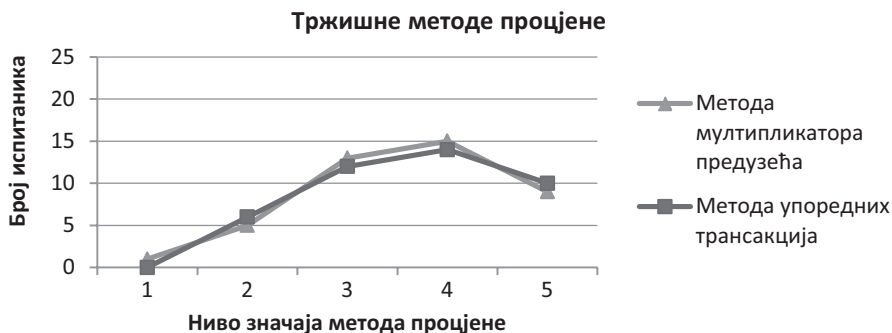
Дакле, резултати истраживања потврђују хипотезу да је тржиште капитала у Републици Српској недовољно развијено и да га карактеришу, у мањој или већој мјери, све карактеристике везане за неактивност тржишта капитала.

Пошто неактивност тржишта капитала значајно утиче на избор приступа и метода процјене, познавајући потешкоће дефинисања инпута код одређених метода, анализирали смо колико процјењивачи у Републици Српској користе поједине методе и колики им значај придају. Скала значаја метода процјене креће од 1 до 5 на сљедећи начин: 1 – метода се не користи у процјенама, 2 – небитно, 3 – мање битно, 4 – средње битно и 5 – веома битно у процјени вриједности.



Графикон 4. Ниво значаја приносних метода у процјенама. Извор: Истраживање аутора

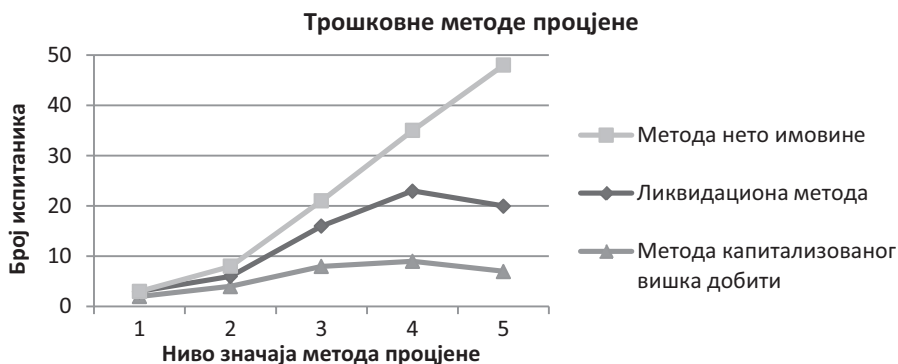
Најчешће коришћена и метода којој се придаје највише значаја јесте метода дисконтовања новчаних токова. Највећи број испитаника (близу 40%), сматра да је ова метода веома битна. Ниједан испитаник није изјавио да не користи методу ДНТ, нити да је она небитна. Метода дисконтовања очекиваног добитка такође се користи у већем броју процјена, с тим што је користи нешто мањи број испитаника него што је то случај са ДНТ. Ову методу за веома битну сматра 28% испитаника. Метода капитализације нето новчаних токова сматрана је средње битном од стране 18% учесника у анкети, а веома битном од стране 20% анкетираних. Напосљетку, с обзиром на ограничења у примјени, најмање се користи метода капитализације стабилизованог добитка: тек 12% испитаника је сматра веома битном за поступак утврђивања вриједности предузећа.



Графикон 5. Ниво значаја тржишних метода у процјенама. Извор: Истраживање аутора

Код тржишних метода процјене уочава се нешто другачији тренд линије значаја. У средишњем дијелу графикана концентрисано је највише изјава о значајности, што значи да кумулативно већина испитаника сматра тржишне методе мање или средње битнима. Методу упоредних трансакција као средње битну означило је 28%, док је методу мултипликатора као средње битну означило 30% испитаника. Око четвртина испитаника означило је и једну и другу тржишну методу мање битнима. С друге стране, веома висок ниво значаја тржишним методама дало је 18% (метода мултипликатора предузећа) и 20% (метода упоредних трансакција). Запажа се да се знатан број анкетираних (близу 40%) није ни изјаснио по питању коришћења метода тржишног приступа.

У поређењу с методама методама дисконтовања (новчаних токова и очекиваног добитка), очигледно је да се тржишне методе мање користе. Ниво значаја обје тржишне методе генерално је на средњем нивоу, што значи да би их процјењивачи користили када би услови на тржишту по питању активности били усклађени са захтјевима тржишног приступа.

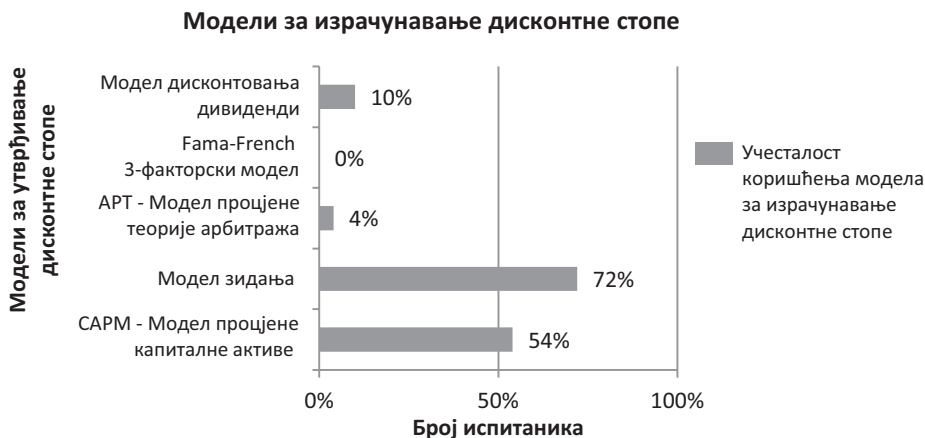


Графикон 6. Ниво значаја трошковних метода у процјенама. Извор: Истраживање аутора

Из графикана се уочава да је најчешће коришћена метода нето имовине коју је као веома значајну означило 56% испитаника, док је 25% сматра средње битном у поступку процјене. Мањи број испитаника (10%) изјаснило се да је метода нето имовине мање битна. Ликвидациону методу веома битном сматра 26%, а средње битном 28% испитаника, што одговара стању у пракси, будући да је у случајевима стечајева који су код нас прилично чести, ликвидациона метода незаобилазна. Метода капитализованог вишка добити се најрјеђе користи, и кумулативно већина испитаника је сматра средње битном (18%) и мање битном (16%). 14% испитаника сматра методу капитализованог вишка добити је веома битном.

Висок ниво значаја који се придаје имовинским у поређењу с тржишним методама, свједочи да је тржиште у Републици Српској неактивно. Резултати су у складу с истраживањима на другим неактивним тржиштима капитала (Lesmond, 2005, Yeyati, Schmukler & Van Horen, 2007), гдје се такође најчешће користе имовинске, а потом приносне методе процјене.

Напосљетку, код избора модела за утврђивање цијене капитала, проблематично је утврђивање бете у CAPM моделу, али и других инпута у једначини за израчунавање цијене капитала. Анкетирани процјењивачи су одговорали на питања о моделима којима се служе у утврђивању дисконтне стопе. Резултати су сљедећи.



Графикон 7. Коришћени модели за утврђивање дисконтне стопе. Извор: Истраживање аутора

Процјењивачи у Републици Српској доминантно користе модел зидања (72%), што је у корелацији са стањем на тржишту капитала. Модел зидања, поред безризичне стопе, садржи неку или све сљедеће компоненте: премију ризика власништва, премију за величину и премију за ризик специфичан за

предузеће. Такође, може да укључује и премију за ризик земље као посљедицу несигурности због политичке и економске нестабилности у земљи, што одговара неактивним тржиштима капитала (Pratt, 2008, р. 70). Наиме, потешкоће утврђивања инпута у САРМ моделу, поготово бете као мјере системског ризика на неактивним тржиштима капитала, отежавају примјену овог модела за утврђивање дисконтне стопе – користи га 54% анкетираних процјењивача. С друге стране, на активним тржиштима капитала, САРМ се највише употребљава за обрачун цијене капитала у процјенама. Његов значај за процјену је у томе што предузеће представља једну од могућих инвестиционих могућности на тржишту капитала, те стога цијена капитала предузећа треба да се посматра према истим економским принципима који регулишу цијене друге инвестиционе активе.

Модел дисконтовања дивиденди користи мали број испитаника (10%) будући да у Републици Српској не постоји редовна пракса исплате дивиденди и тек мањи број предузећа континуирано исплаћује дивиденду. АРТ модел, за разлику од САРМ модела, подразумева више фактора ризика и само 4% испитаника изразило је да постоји значај овог модела за њихове процјене. АРТ се ријетко користи и на развијеним тржиштима капитала јер нема опште сагласности које варијабле у једначини би имале највишу ефикасност. Такође, *Fama French* модел се уопште не користи у Републици Српској. Објашњење за ово јесте што овај мултипли модел линеарне регресије захтијева укључивање додатних тржишних варијабли у циљу бољег објашњења очекиваних поврата предузећа, што је веома тежак посао на неактивним тржиштима капитала.

Можемо закључити да је и друга хипотеза доказана, јер се у Републици Српској најчешће користе трошковне (имовинске) методе, затим слиједи приносне методе, док су тржишне запостављене, а код обрачуна дисконтне стопе доминира модел зидања.

Закључак

Неактивна тржишта нису карактеристика само земаља у развоју, већ се сусрећу и у развијеним тржишним економијама, гдје поједини сегменти или цијела тржишта могу да се суоче са овим проблемом. FASB даје препоруке и смјернице предузећима, ревизорима, инвеститорима и процјењивачима како процијенити фер вриједност активе када је тржиште неактивно, тј. када обим и ниво активности за активу или обавезе значајно опадну у односу на нормалну тржишну активност и када трансакције нису редовне. Када је тржиште неактивно, тржишна вриједност као најприкладнији концепт вриједности према МСВ не одговара условима процјене, те се користе други концепти, а најчешће фер вриједност.

Постоје околности које треба оцијенити у циљу утврђивања редовности трансакција и тиме релевантних инпута за сврхе процјене фер вриједности. Ако чињенице указују да трансакција није редовна, процјењивач треба да прида веома мало значаја цијени из те трансакције у процјени фер вриједности или премије тржишног ризика. С друге стране, ако је трансакција доказано редовна, процјењивач ће размотрити цијену из те трансакције као релевантан индикатор. Уколико процјењивач нема довољно информација да закључи да ли су трансакције редовне или не, трансакциона цијена ће се уобзирити при утврђивању фер вриједности иако можда неће бити једини или примарни фактор у процјени.

За утврђивање дисконтних стопа на неактивним тржиштима не може се користити само недиверзификовани ризик, те и код обрачуна цијене капитала треба користити такозване бете зидања. Поред тога, потребно је анализирати ефекат неликвидности, који је редован прагилац неактивности тржишта, поготово што се ликвидност сматра основним фактором развоја тржишта капитала

Резултати истраживања потврђују да тржиште капитала у Републици Српској карактеришу у мањој или већој мјери све карактеристике неликвидности. Доказана је и друга хипотеза: неактивно тржиште капитала значајно ограничава и детерминише могућност коришћења приступа и метода процјене, цијене капитала као и концепата вриједности. Од метода процјене, најчешће се користе трошковне, па потом приносне методе, док тржишне методе нису битније заступљене. Од модела за утврђивање дисконтне стопе, доминантно се употребљава модел зидања, а затим CAPM. У таквим условима, препоручују се значајна прилагођавања или замјена тржишних метода процјене. Чак је некада потребно потпуности занемарити тржишне инпуте у оном обиму у ком трансакције нису редовне. Детерминисање значаја трансакције и битна прилагођавања тржишних инпута неопходна су у процјенама вриједности на неактивном тржишту капитала, будући да циљ процјене јесте утврђивање најрепрезентативније вриједности у распону разумних процјена фер вриједности.

Литература

- Бањалучка берза. (н.д.) Доступно на: <https://www.blberza.com>
- Beckaert G., Harvey C. R., Lundblad, C. (2005). Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper, No. 11413. Преузето 20.05.2015 са: <http://www.nber.org/papers/w11413>
- Beneda, N. L. (2003). Estimating Cost of Capital Using Bottom-up Betas. *CPA Journal*, vol. 73 (5), 66-71.

- Benić, V.; Franić, I. (2008). Komparativna analiza likvidnosti tržišta kapitala Hrvatske i zemalja regije. *Financijska teorija i praksa*, 32 (4), 481-502.
- World Bank. (2013). Financial Structure Database. Доступно на: www.worldbank.org
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley and Sons, 3rd edition.
- IASB. Emerging Economies Group. (2011). *Guidelines on the application of the fair value measurement standard in emerging economies*. Преузето 18.05.2015. са <http://www.ifrs.org/The-organisation/Advisory-bodies/EEG/Documents/EEG-meeting-July-2011.pdf>
- IVSC – International Valuation Standards Council. (2007). Међународни стандарди вредновања. 8. изде. Бања Лука: Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске и Финрар.
- Yeyati, L. E., Schmukler, S. L., Van Horen, N. (2007). Emerging Market Liquidity and Crises. *Policy Research Working Paper*, 4445. The World Bank. Преузето 14.05.2015. са http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2007/12/13/000158349_20071213152426/Rendered/PDF/wps4445.pdf
- Kumalić, I. (2013). Razvijenost finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini. *Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije*, 3 (1), 57-72.
- Lesmond, D. A. (2005). Liquidity of Emerging Markets. *Journal of Financial Economics*. 77 (2), 411-452
- Микеревић, Д. (2009). *Принципи и пракса процјене вриједности предузећа*. Бања Лука: Финрар, Финанцинг.
- Одбор за међународне рачуноводствене стандарде. (2010). МРС 38 – Нематеријална имовина. Лондон: Аутор
- Pereiro, L. (2002). *Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach*. New York: John Wiley and Sons
- Познанић, В., Цвијановић, Ј. М. (2011). *Методе вредновања предузећа*, Београд: Економски институт.
- Pratt, S. (2008). *Cost of Capital: Estimation and Applications*. New Jersey: John Wiley and Sons
- Сарајевска берза. (н.д.). Доступно на: <http://www.sase.ba/v1>
- FASB Staff Position. (2008). FAS no. 157-3. *Determining the fair value of a financial asset when the market for that asset is not active*. USA: Financial Accounting Foundation. Преузето 10.05.2015. са http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220135667&acceptedDisclaimer=true
- FASB Staff Position. (2009). FAS no. 157-e. *Determining Whether a Market Is Not Active and a Transaction Is Not Distressed*. USA: Financial Accounting Foundation. Преузето 30.05.2015. са http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176154537247&acceptedDisclaimer=true
- Fernández, P. (2006). Levered and unlevered beta. *Working Paper, WP no 488*, January 2003, Rev. May 2006. Преузето 19.05.2015. са <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0488-E.pdf>
- Šonje, V.(2005). *Veza koja nedostaje*. Zagreb: Arhivanalitika.