

UDK 339.76:336.761]:338.22
10.7251/FIN1204043C
Bojan Ćurić*

PREGLEDNI RAD

Primjenjivost tržišnih metoda vrednovanja preduzeća u ekonomijama u razvoju

Rezime

Procjena vrijednosti preduzeća spada u red najsloženijih ekonomskih aktivnosti. Profesija procjenjivača u razvijenim ekonomijama koristi odgovarajuće principe, metode i tehnike za procjenu vrijednosti preduzeća. Razvojem određene ekonomije raste i tražnja za uslugama procjene. U razvijenim ekonomijama vrijednosti preduzeća dobijene primjenom tržišnih metoda vrednovanja spadaju u primarne, dok su za tržišta u razvoju samo uslovno relevantne. S tim u vezi, u radu se razmatraju uslovi, posljedice i ograničenja primjene tržišnih metoda procjene vrijednosti preduzeća kada je riječ o zemljama odnosno tržištima u razvoju. Ključne razloge koji idu u prilog tome prije svega treba tražiti u neadekvatnoj informacionoj osnovi koja je vezana za kvalitet i kvantitet informacija a posljedica je nedovoljne efikasnosti tržišta u ovim zemljama.

Ključne riječi: Procjena vrijednosti preduzeća, tržišne metode procjene vrijednosti, tržišta u razvoju.

UVOD

Procjena vrijednosti preduzeća je složen postupak, koji se sastoji od velikog broja aktivnosti čiji je krajnji rezultat mišljenje o njegovoj vrijednosti na određeni dan. Praksa procjene vrijednosti preduzeća razvila je veliki broj metoda koje su zasnovane na tri osnovna pristupa, odnosno principa, i to tržišnom, prinosnom i troškovnom. U uslovima efikasnosti tržišta, primjena ovih metoda teorijski bi trebalo da rezultira jednakim vrijednostima. Međutim, činjenica je da se primjenom aktuelnih metoda u određenim uslovima vrednovanja, mogu dobiti bitno različiti rezultati, pogotovo kada je riječ o tržištima u razvoju. Ograničenja koja se javljaju prilikom formiranja informacione osnove neophodne za procjenu vrijednosti i primjenu metoda za vrednovanje preduzeća na tržištima u razvoju su brojna. Kako su metode procjene vrijednosti nastale u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištem, njihova primjena zahtijeva određene pretpostavke, koje na tržištima u razvoju često ne postoje. Uzimajući u obzir sve karakteristike tržišta u razvoju, nestabilne uslove poslovanja, nerazvijenost tržišta kapitala, prilikom procjene vrijednosti javljaju se brojna ograničenja kao što su: nedostatak

kvalitetnih informacija o preduzećima, nedovoljno razvijeno finansijsko tržište, neriješena imovinska pitanja u preduzećima, nedostatak efektivnih regulatornih okvira iz oblasti procjene i druga ograničenja. Faktori koji otežavaju primjenu metoda koji pripadaju tržišnom pristupu obrađeni su u ovom radu kako bi se skrenula pažnja na sve komplikacije i modifikacije koje to uvodi u postupak procjene. Važnost ovog problema ogleda se u činjenici da primjena ovog metoda u zemljama u razvoju može imati nepouzdan rezultate procjene koji neće odražavati stvarnu vrijednost preduzeća.

1. PROBLEMI IZBORA METODA VREDNOVANJA

Prema međunarodnim standardima vrednovanja¹ postoje tri osnovna pristupa odnosno principa procjene vrijednosti, i to prinosni, tržišni i troškovni. Na slici 1 prikazani su pristupi i na njima zasnovane metode koje se koriste u procjeni vrijednosti imovine, kapitala i obaveza².

* Glavna služba za reviziju javnog sektora RS–finansijski revizor, bojan.curic@gsr-rs.org

¹ Međunarodni standardi vrednovanja, osmo izdanje, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Luka, 2009.

² Mikerević D.: *Princip i praksa procjene vrijednosti preduzeća*, Finrar, Banja Luka, 2010, str. 148.

Slika 1: Pristupi i metode vrednovanja imovine, kapitala i obaveza



Izvor: Mikerević D.: *Princip i praksa procjene vrijednosti preduzeća*, Finrar, Banja Luka, 2010.

Svaki od navedenih metoda procjene može se primijeniti samo ukoliko su ispunjeni određeni uslovi za njihovu primjenu. Prilikom izbora metoda za vrednovanje preduzeća, procjenjivači se mogu suočiti sa različitim problemima od čijeg rješavanja zavisi i relevantnost primjene ovog metoda. Problemi uglavnom nastaju u vezi sa informacionom osnovom i odnose se na kvantitet ili na kvalitet podataka, a često i na jedno i na drugo. Nedostatak odgovarajućih podataka može biti problem u svim fazama ili koracima postupka vrednovanja. Međutim, on je posebno karakterističan prilikom odlučivanja o pristupu koji će biti primijenjen u vrednovanju odnosno metodi koju bi trebalo izabrati. Isto važi i za kvalitet podataka, od koga takođe direktno zavisi da li će biti izabrane najprikladnije metode za vrednovanje preduzeća.³

Izbor tržišnih metoda zavisi od mogućnosti da se za potrebe vrednovanja obezbijedi kvalitetna baza podataka. Za razliku od prinosa, tržišne metode ne zahtijevaju samo podatke o preduzeću koje se vrednuje, već i podatke o uporedivim preduzećima ili o transakcijama u kojima su predmet kupoprodaje bila uporediva preduzeća. Da li postoji dovoljan broj preduzeća koja su slična preduzeću koje se vrednuje i kolika je njihova sličnost, ne može se uvijek utvrditi sa dovoljnom pouzdanošću. Zbog toga raspoloživost i kvalitet baza podataka o uporedivim preduzećima mogu predstavljati značajno ograničenje za izbor tržišnih metoda. Prilikom odlučivanja o primjeni tržišnih metoda, procjenjivač bi trebalo da vodi računa o raznim vrstama rizika, koji su neophodni za korigovanje ili prilagođavanje multiplikatora vrijednosti zasnovanih na podacima o uporedivim preduzećima. Prilično jednostavna, ali moćna metodologija vrednovanja je putem multiplikatora vrijednosti koja je izuzetno popularna među profesionalnim procjenjivačima. Iako popularna, može biti vrlo rizična ako se nepažljivo primjenjuje u određenom ambijentu, što se često dešava.⁴

U nastavku će ova problematika biti detaljnije razmatrana.

Ograničenja ili problemi zbog kojih procjenjivači nisu uvijek u mogućnosti da izaberu odgovarajuće metode za preduzeća koja vrednuju, često predstavljaju uzrok neizvjesnosti u procjeni. Sa obzirom na savremene tendencije da su korisnici izvještaja o vrednovanju posebno zainteresovani za pouzdanost rezultata, odnosno

intezitet njegovog odstupanja od tržišne vrijednosti preduzeća, od procjenjivača se očekuje da objelodani razloge za relevantnost rezultata određene metode u postupku vrednovanja.

2. OSNOVNE KARAKTERISTIKE TRŽIŠNIH METODA VREDNOVANJA

Tržišni pristup polazi od pretpostavke da je vrijednost neke imovine, u ovom slučaju preduzeća, zasnovana na cijenama slične imovine na tržištu. Ovaj pristup obuhvata metode koji se zasnivaju na podacima o uporedivim preduzećima, a vrijednost preduzeća utvrđuje na osnovu hipoteze da preduzeće vrijedi onoliko koliko i slično kotirano preduzeće, čija je cijena poznata sa berze ili na bazi podataka o cijeni nedavno obavljene transakcije, kada uporedivo preduzeće ne kotira na berzi. Tržišnim pristupom vrednovanja, do vrijednosti preduzeća uglavnom se dolazi na dva načina.

Prvi način je korišćenjem multiplikatora vrijednosti koji se baziraju na podacima o uporedivom preduzeću, kao što su: tržišna cijena akcije/ dobit (P/E) racio koji se najčešće koristi, zatim tržišna cijena akcije/ prihod po akciji, tržišna cijena akcije/ dividenda po akciji, tržišna cijena akcije/ neto novčani tok. Vrijednost preduzeća se izračunava tako što se pomenuti multiplikatori, nakon određenih prilagođavanja, pomnože sa podacima o dobitku, prihodu, dividendi ili novčanom tokom preduzeća čija se vrijednost procjenjuje. Takav pristup je sličan kapitalizaciji, jer ako je, na primjer, multiplikator kapital/ dobit jednak 4, onda je on ekvivalentan kapitalizaciji dobiti primjenom stope od 25%. Multiplikator se prvo utvrđuje na osnovu podataka o kapitalu i dobiti preduzeća sa kojim se vrši poređenje, a zatim se dobit preduzeća koje se procjenjuje množi sa 4 ili dijeli sa 0,25 radi dobijanja indikacije o vrijednosti njegovog kapitala. U praksi je vrlo teško pronaći slična preduzeća sa kojima se može izvršiti poređenje. Zbog toga se, prilikom utvrđivanja multiplikatora, mora uzeti u obzir, na primjer, razlika u veličini preduzeća, očekivani rast prihoda, rizik ulaganja i slično.⁵

³ Poznanić V., Cvijanović M. J.: *Metode vrednovanja preduzeća*, Ekonomski institut, Beograd, 2011, str. 41.

⁴ Pereira L., *Valuation of Companies in Emerging Markets*, Wiley Finance, New York, 2002, p. 247.

⁵ Leko V., Vlahović A., Poznanić V.: *Procena vrednosti kapitala – metodologija i primeri*, Ekonomski institut, Beograd, 1997, str. 14.

Prva poteškoća sagledavanja istinski uporedivih kompanija može rezultovati divergencijama pokazatelja i vrijednosti. U praksi je jako teško naći kompanije slične po tržištima koja opslužuju, ponudi proizvoda, nivou leveridža i veličini. Takođe, poređenja u daleko različitim vremenskim momentima mogu dati primjetno različite rezultate. Ovo može biti minimizirano ako procjenjivač sagledava pokazatelje u prosjeku za šest mjeseci ili godinu dana. Drugo, upotreba ovog metoda na tržištima u razvoju može rezultovati u značajnom potcjenjivanju ili precjenjivanju tokom perioda pada ili rasta tržišta akcija, jer pristup reflektuje trenutnu tržišnu psihologiju. Ako se koristi ovaj pristup vrednovanja, bitno je imati na umu da uporedive kompanije koje smo koristili za evaluaciju preduzeća ne reflektuju plaćenu premiju na tržišnu cijenu, s ciljem dobijanja kontrolnog paketa kompanije koja je meta. Generalno, premija će biti određena kao rezultat pregovaračkog procesa i mora reflektovati premije plaćene na sadašnje akvizicije sličnih kompanija. Da li je procijenjena vrijednost imovine od strane procjenitelja mjera vrijednosti ili vrijednost postignuta na tržištu? Poznato je da je Apatinska pivara u Srbiji procijenjena na 120 miliona evra, a da je prodata za 360 miliona evra. To znači da je premija na procijenjenu vrijednost preduzeća iznosila 200% procijenjene vrijednosti pivare. Analitičari bi trebalo voditi računa o tome da mehanički ne dodaju akvizicionu premiju na metu, ako postoje dokazi da tržišne vrijednosti "uporedivih firmi" već odražavaju efekte akvizicione aktivnosti, bilo gdje u industrijskoj grani.

Dostupnost izvora o uporedivim preduzećima na tržištima u razvoju je otežana, za razliku od dostupnosti na razvijenim tržištima. Na primjer, najpoznatiji izvori su baze podataka međunarodnih institucija koje se bave berzanskim poslovanjem i koje omogućuju uvid u te baze, pod komercijalnim uslovima. Pored toga, postoje i baze podataka o transakcijama, u kojima se nalaze podaci o kupovini i prodaji preduzeća iz raznih oblasti i djelatnosti. Ove baze su dostupne zainteresovanim korisnicima pod posebnim uslovima.

Problemi korigovanja finansijskih izvještaja uporedivih preduzeća su često veoma izraženi što zbog različitosti računovodstvenih politika, primjenjivosti međunarodnih računovodstvenih standarda kao i mogućnosti procjenitelja da dobije detaljne podatke o pojedinim bilansnim pozicijama. Iz finansijskih izvještaja nije moguće dobiti složenije informacije o pojedinim interesantnim pozicijama, jer obično su nam dostupni samo obrasci završnih ili zaključnih listova.

Najčešće korišćeni multiplikator vrijednosti u vrednovanju preduzeća je multiplikator cijena/ dobit. Prije nego što se izračuna procijenjena vrijednost preduzeća pomoću ovog multiplikatora potrebno je izvršiti korigovanje tog multiplikatora za pokazatelje likvidnosti, zaduženosti, profitabilnosti i sl. Ukoliko je preduzeće koje se vrednuje, prema većini pokazatelja, uspješnije od uporedivih preduzeća, onda multiplikatore treba povećati ili obrnuto.

Drugi način koristi analizu informacija o transakcijama, odnosno o kupovini ili prodaji sličnih preduzeća u bliskoj prošlosti. Ukoliko su takve informacije raspoložive, do indikacije o vrijednosti kapitala dolazi se na osnovu iznosa za koji su slična preduzeća kupovana ili prodavana. Takođe, razlike između preduzeća sa kojim se vrši poređenje i preduzeća koje se procjenjuje moraju biti identifikovane i uzete u obzir prilikom donošenja zaključka o vrijednosti primjenom ovog pristupa.

Faze, odnosno koraci u primjeni tržišnih metoda se mogu sistematizovati u nekoliko koraka:

1. korigovanje i normalizovanje finansijskih izvještaja preduzeća čija se vrijednost procjenjuje;

2. identifikovanje uporedivih preduzeća;
3. korigovanje i normalizovanje finansijskih izvještaja uporedivih preduzeća;
4. izbor multiplikatora vrijednosti;
5. primjena metoda uporedivih preduzeća.

Međutim, primjena ovog pristupa vrednovanja preduzeća se ne preporučuje u tržištima u razvoju. Razlog zato, jeste taj što je postojanje tržišne ekonomije, razvijene berze hartija od vrijednosti i tržišna orijentisanost privrednih subjekata osnovna pretpostavka primjene tržišnog pristupa. Ta pretpostavka nije ispunjena na takvim tržištima ni danas u potpunosti, a naročito u periodu kada se počelo sa praksom procjene vrednovanja preduzeća za svrhe privatizacije.

3. FAKTORI KOJI UTIČU NA VRIJEDNOST PREDUZEĆA DOBIJENU PRIMJENOM TRŽIŠNIH METODA U ZEMLJAMA U RAZVOJU

Da bi ovaj metod mogao da se primjenjuje, neophodno je identifikovati listu uporedivih preduzeća. Ona moraju biti slična sa preduzećem koje je predmet procjene po djelatnosti, tipu aktivnosti, stopi rasta, izloženosti rizicima, finansijskoj strukturi, imidžu u javnosti i dr. Važno je i da preduzeća proizvode za isto tržište, jer ukoliko preduzeća pripadaju istom sektoru, imaju iste druge karakteristike, a ne proizvode za isto tržište, ta činjenica može uticati na to da se njihove vrijednosti razlikuju. Ali, pored sličnosti sa preduzećem čija se vrijednost utvrđuje po svim prethodno navedenim osobinama, da bi jedno preduzeće bilo na listi uporedivih preduzeća, neophodno je da su podaci o tim preduzećima raspoloživi. Treća činjenica koja može uticati na izbor uporedivih preduzeća je faza životnog ciklusa preduzeća. Ukoliko postoji veliki broj uporedivih preduzeća, ali ako su ta preduzeća u zoni visokog rasta, a preduzeće koje se vrednuje u zoni stabilnog rasta, moguće je da nećemo moći informacije o tim preduzećima da koristimo za procjenu parametara preduzeća koje je predmet procjene.⁶ Ova dva uslova teško je ispuniti i u praksi razvijenih tržišnih ekonomija, dok je to u manjim, tranzicionim privredama, sa nedovoljno razvijenim tržištem, kao što je naše, gdje postoje neke djelatnosti u kojima posluje mali broj preduzeća, pa je teško u tako suženim mogućnostima napraviti izbor uporedivih preduzeća, naročito onih koja kotiraju na berzi, pa se ne raspolaže podacima o tržišnoj ceni akcija, koja je sastavni dio multiplikatora vrijednosti. Takođe, na tim tržištima je mali broj izvora informacija o preduzećima koja pripadaju pojedinim privrednim oblastima, kao što su razne publikacije, baze podataka i slično, koje postoje u daleko većem broju u razvijenim zemljama.

Osnovni problem primjene ove metode na razvojnim tržištima jeste taj što osnovna pretpostavka koja mora biti ispunjena za njegovu primjenu, a koja se odnosi na razvijenost tržišta kapitala nije zadovoljena. Ispunjenje ove pretpostavke je neophodno da bi cijene akcija uporedivih preduzeća bile objektivno formirane na tržištu. Ako cijene nisu objektivno formirane, onda ni multiplikatori vrijednosti neće biti realni, pa će se doći do iskrivljenih vrijednosti, koje ne odgovaraju realnom stanju. Da bi se cijene objektivno formirale, neophodno je da postoji ponuda i platežno sposobna tražnja. Ukoliko je tražnja mala, ne može se očekivati ni objektivno formiranje tržišne vrijednosti.

⁶ Damodaran A.: *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables*, Stern School of Business, New York, 1999, p. 21.

Plitko i nerazvijeno tržište kapitala omogućava i značajne promjene berzanskog kursa usljed manjeg obima transakcija. Broj akcija, frekvencija njihove razmjene na tržištu, kao i obuhvatnost tih transakcija, jesu faktori koji određuju pouzdanost ove metode procjene vrijednosti preduzeća. Kako su upravo karakteristike takvog tržišta mali broj akcija, mali broj transakcija, pojedinim akcijama na berzi se ne trguje i po više mjeseci, odnosno niska likvidnost akcija, mali broj zainteresovanih investitora, slijedi da čak i ukoliko je moguće primijeniti ovo metodu, rezultati koji bi bili dobijeni imali bi nizak nivo pouzdanosti.

Kao rješenje ovog prethodno pomenutog problema, koji se odnosi na izbor uporedivih preduzeća mogao bi se koristiti izbor uporedivih preduzeća na drugim tržištima, odnosno izborom inostranih kompanija kao uporedivih preduzeća. Međutim, ni to ne bi bilo odgovarajuće rješenje, jer se u tom slučaju javljaju druga ograničenja koja otežavaju primjenu ovog metoda procjene. Ta ograničenja proističu iz specifičnosti privrednog ambijenta, koji karakterišu platno-bilansni deficiti, rastuća zaduženost, inflacija, i politička nestabilnost. Iz ovih razloga teško je porediti preduzeća na razvojnim tržištima sa preduzećima u drugim državama, jer se ambijent u kom posluju preduzeća na tim tržištima i preduzeća iz drugih zemalja značajno razlikuje. A to je faktor koji značajno utiče na poslovanje i na vrijednost preduzeća, iz tog razloga se mora biti izuzetno oprezan prilikom izbora uporedivih preduzeća iz drugih zemalja, jer čak i ukoliko pripadaju istoj djelatnosti, iste su veličine, imaju istu finansijsku strukturu, njihove vrijednosti se mogu razlikovati ukoliko jedno preduzeće potiče iz BiH, a drugo iz npr. Austrije, a zbog izuzetno različitog privrednog ambijenta i daleko stabilnijih makroekonomskih uslova u Austriji. Taj problem se može donekle riješiti odgovarajućim korekcijama multiplikatora vrijednosti za pojedine rizike zemlje. Takođe, iako je od prije nekoliko godina većina zemalja u razvoju propisala sastavljanje finansijskih izvještaja u skladu sa međunarodnim računovodstvenim standardima i međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja, finansijski izvještaji na tržištima u regionu pa i u BiH i dalje nisu istog kvaliteta kao finansijski izvještaji u razvijenim zemljama. To otežava poređenje preduzeća, ali se iz tih razloga i vrši korekcija finansijskih izvještaja i uporedivih preduzeća i preduzeća čija se vrijednost procjenjuje (njihovo usklađivanje sa međunarodnim računovodstvenim standardima), kao i njihovo normalizovanje, kroz otklanjanje nekonzistentnosti između njihovih izvještaja, koje mogu biti posljedice nekih ekstremnih događaja ili primjene različitih računovodstvenih politika.

Dodatni problem koji se javlja pri primjeni tržišnog pristupa procjene vrijednosti preduzeća jeste pribavljanje neophodnih podataka o uporedivim preduzećima. Do podataka o uporedivim preduzećima može se doći samo na osnovu javno dostupnih finansijskih izvještaja i publikacija, baza podataka. Kao što je već pomenuto ne postoji veliki broj javnih publikacija o poslovanju preduzeća, a čak i finansijski izvještaji doskoro nisu bili uvijek javno dostupni. Iako je osnovna funkcija finansijskih izvještaja pružanje informacija eksternim korisnicima, u našem regionu su doskoro finansijski izvještaji svrstavani pod „poslovnu tajnu“. Sada postoji obaveza objavljivanja finansijskih izvještaja, koja je prije svega važna za preduzeća koja se kotiraju na

berzi, ali je problem što se izvještaji za prethodnu godinu objavljuju dosta kasno i za ona preduzeća čijim akcijama se trguje, a naročito za ona preduzeća koja nisu kotirana na berzi.

UMJESTO ZAKLJUČKA

Iako su tržišne metode vrednovanja najčešće korišćene za definisanje vrijednosti preduzeća, primjena ovih metoda u zemljama u razvoju, u koje spada i BiH, može dati iskrivljenu sliku vrijednosti. Problemi uglavnom nastaju u vezi sa informacionom osnovom koja se odnosi na kvantitet i kvalitet podataka. Osnovni razlog je nedovoljno efikasno tržište, koje bi omogućilo objektivno formiranje cijena. Iz tog razloga rezultati dobijeni ovim metodom procjene moraju se uzimati u obzir sa posebnom dozom opreza, gdje do izražaja dolaze profesionalne kompetencije lica koje izražava mišljenje o vrijednosti.

LITERATURA

1. Damodaran A.: *Damodaran on Valuation*, John Wiley, 2006.
2. Pereiro L., *Valuation of Companies in Emerging Markets*, Wiley Finance, New York, 2002.
3. Međunarodni standardi vrednovanja, osmo izdanje, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Luka, 2009.
4. Rodić J., Filipović M.: *Procena vrednosti preduzeća*, ASIMEX, Beograd, 2010.
5. Leko V., Vlahović A., Poznanić V.: *Procena vrednosti kapitala – metodologija i primeri*, Ekonomski institut, Beograd, 1997.
6. Poznanić V., Cvijanović M. J.: *Metode vrednovanja preduzeća*, Ekonomski institut, Beograd, 2011.
7. Božić R., *Finansiranje preduzeća i finansijsko tržište*, Institut za ekonomska istraživanja, Priština 1998.
8. Pavlović V., Knežević G.: *Adekvatnost tržišne metode procene vrednosti kapitala za potrebe privatizacije*, Računovodstvo, Savez računovođa i revizora, 2008.
9. Poznanić V.: *Izbor metoda za vrednovanje preduzeća*, Zbornik radova sa Simpozijuma o korporativnom upravljanju, Teslić, 2011.
10. Mikerević J.D.: *Principi i praksa procjene vrijednosti preduzeća*, Finrar i Finansing, Banja Luka, 2009.
11. Ćurić B.: *Kako se prodaju preduzeća?*, Semberske novine, Bijeljina, 2012.
12. <http://www.appraisers.org>
13. <http://www.damodaran.com>

Abstract

Valuation of the company is one of the most complex economic activities. Appraisal profession in developed economies uses appropriate principles, methods and techniques for assessing the value of the company. With development of a certain economy also grows a demand for the services of valuation. In developed economies, value of a company obtained using market valuation methods is a primary value, while for the emerging market it is only partially relevant. In this context, this paper discusses the conditions, consequences and limitations of implementing market methods for valuation of companies when it comes to countries i.e. emerging markets. Key reasons to support it are primarily to be found in the inadequate informational basis that is related to the quality and quantity of information resulting in a lack of efficiency of the market in these countries.

Key words: valuation of the company, market valuation methods, emerging markets.