

ПРОБЛЕМАТИКА ПРОЦЈЕНЕ ВРИЈЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА

THE PROBLEM OF ENTERPRISE VALUE ASSESSMENT

Драган Микеревић*

Резиме

Један од најсложенијих проблема у економији је процјена вриједности предузећа. Глобална криза и неактивна и великвидна финансијска тржишта условљавају питање процјене вриједности предузећа. С обзиром на мисију предузећа да у пословном процесу створи вриједност, основано је питање: шта одређује вриједност предузећа и како тржиште процјењује ту вриједност? Одговоре на ова питања, у ствари, треба да да Извјештај о процјени који у том процесу користи одговарајуће принципе (трошковни, тржишни, приносни) и методе процјене (базиране на супстанци, мултипликацији и приносној моћи).

Након примјене више метода процјене, овлашћени процјењивач врши тестирање добијених резултата и врши избор процијењене вриједности предузећа.

Кључне ријечи: вриједност, вриједност предузећа, фер вриједност, биланси, принципи и методе процјене, овлашћени процјењивач.

* Др Драган Микеревић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

Summary

One of the most complex problems in economy is Business Appraisal. Global crisis and inactive and illiquid financial markets influence the Business Appraisal. Given the mission of a business to create value in a business process, the question what determines BA and how the market appraises the given value is reasonable. In fact, the answers to these questions should be given by the Business Appraisal Report which deploys the appropriate approaches (cost approach, market data approach, and income approach) and appraisal methods (based on the substance, multiplication and income).

After applying several appraisal methods, a certified appraiser conducts the testing of the results obtained and makes the choice of the appraised business value.

Key words: value, business value, fair value, balances, principles and methods of appraisal, certified appraiser.

Увод

Процена вриједности предузећа је један од најсложенијих проблема у економији. Глобална криза ће многа предузећа (привредна друштва) на-тјерати на размишљања о њиховом прилагођавању како би опстали на тр-жишту и евентуално у новонасталим условима наставили расти и развија-ти се. Нови Закон о привредним друштвима Републике Српске, који је ступио на снагу 1. јануара 2010, увео је нови институт, "овлашћени про-цјењивач", који има веома важну улогу у процесима:

- промјене правне форме предузећа,
- статусних промјена,
- реструктурисања и реорганизације предузећа односно привредних дру-штава.

У свим тим и другим случајевима незаобилазан је проблем процене вриједности предузећа, односно капитала. Зато смо увјерени да је у наред-ном периоду професију процјењивача потребно изградити и подигнути на одговарајући ниво. Глобална криза и потпуно поремећена финансијска тр-жишта су додатни разлог да у садашњем времену скренемо пажњу на овај проблем тј. проблем процене вриједности предузећа, како би ова профе-сија у догледно вријеме и код нас имала одговарајући рејтинг.

То је посебно важно када се зна да концепт фер вриједности у МРС/МСФИ неће објективно испунити циљ који јој је намијењен након дугогодишњег присуства концепта историјског трошка. Очигледно, фи-нансијска тржишта, нарочито након глобалне кризе су неактивна и нели-

квидна и као таква тешко да могу да "правилно" мјере било коју вриједност, па и вриједност предузећа. У таквим условима и уопште на располагању су нам различити принципи и методе за процјену вриједности предузећа било да котирају или не котирају на берзи, што је у фокусу овог написа.

Зато ћемо размотрити основне појмове о вриједности предузећа, сврху процјене, кристализацију фактора од утицаја на избор принципа и метода процјене.

1. Основни појмови о вриједности предузећа

Предузеће као привредноправни ентитет који располаже ресурсима за обављање конкретне привредне дјелатности је једно од најважнијих социјалних творевина савременог доба. Његова мисија је да у пословном процесу створи **вриједност** и на тај начин увећа богатство власника капитала. Дакле, ради остваривања својих циљева предузетници оснивају предузећа и утемељују основну циљну функцију пословања.

Пошто је основна циљна функција савременог предузећа вриједност, односно у најширем смислу ријечи **максимирање вриједности предузећа**, и у ужем смислу, максимирање цијене акција, односно удјела – основано је поставити питање: шта одређује вриједност предузећа и како тржиште процјењује ту вриједност. Одговори на ова питања су посебно компликовани ако се има у виду да је савремено предузеће отворени систем који је у сталној интеракцији са окружењем и гдје практично не постоји црвена линија која их раздваја, већ се, напротив, међусобно прожимају.

Имајући у виду претходно истакнуту флуидност граница између предузећа и окружења, те да би у том смислу нека пословна активност повећала вриједност, она мора да испуни један или више од наведених услова:

- генерише новчане токове који остварују постојеће инвестиције,
- повећа очекивану стопу раста зарада (нето добитак),
- продужи период високог раста,
- смањи трошак капитала који служи за дисконтовање новчаног тока.¹

Остваривање једног или више наведених услова заправо је претпоставка остваривања мисије предузећа – стварање вриједности. Да би се вриједност увећала, неопходно је остварити раст, што упућује на закључак да између раста и вриједности постоји високи степен корелације. Међутим,

¹ Aswath Damodaran: *Корпоративне финансије – теорија и пракса*, Модус, Подгорица, 2007, стр. 792.

ни сваки раст не води до вриједности и таквих примјера је у пракси много. Ријечју, исто као што раст канцерозне ћелије није здрав, тако ни сваки раст није здрав. Курентност на тржишту роба и услуга је свакако потребан, али не и довољан услов за опстанак, раст и развој предузећа. Уз претходно, неопходно је обезбиједити курентност предузећа и на финансијском тржишту.

Враћајући се претходном питању – шта одређује вриједност предузећа, можемо се запитати да ли је то вриједност имовине којом предузеће располаже (упошљава) или финансијски инструменти јавних акционарских предузећа који котирају на активним тржиштима или пак нека друга вриједност. Другим ријечима, основано је питање зашто се купопродајна цијена предузећа разликује од вриједности њене имовине. На основу тога може се утврдити да ће се вриједност имовине предузећа и вриједност предузећа као цјелине у суштини разликовати.² Разлог је у томе што је вриједност предузећа одређена начином коришћења и комбиновања појединих врста имовине коју оно користи у свом пословању. Аутор даље констатује: "Приказан дуалитет вриједности предузећа упућује на комплексност њезина утемељења, као и на разне могуће приступе самом вредновању предузећа који свој пуни израз добивају у бројности метода процјене вриједности предузећа." Професори Родић и Филиповић указују на уобичајену дефиницију вриједности предузећа према којој је "вредност предузећа нето актива, а нето актива је разлика између активе и обавеза".³ Дамодаран пак указује на то да се вриједност предузећа одређује на основу тога колико добро предузеће управља постојећим средствима и колико добро инвестира у нова средства.⁴

2. Сврха процјене вриједности предузећа

Сврха процјене представља битну карактеристику овог процеса. Наиме, прије приступања процјени вриједности предузећа веома је важно знати сврху процјене, јер постоји релативно много метода процјене вриједности предузећа. Свака од њих се не може примјенити независно од сврхе процјене вриједности предузећа. Ријечју, сврха процјене предузећа условљава избор методе његове процјене. Примјера ради, пракса судова Сје-

² Silvije Orsag: *Вредновање предузећа*, Инфоинвест, Загреб, 1997, стр. 15.

³ Јован Родић, Милован Филиповић: *Процена вредности предузећа*, ASIMEX ДОО, Београд, 2010. стр.1.

⁴ Aswath Damodaran: *Корпоративне финансије – теорија и пракса*, Модус, Подгорица, 2007, стр. 9.

дињених Америчких Држава је показала да у условима када одлучују о спору странака око вриједности предузећа не прихватају процјену вриједности предузећа на бази будућих (прогнозираних) података, већ уважавају и прихватају процјену само на бази стварних прошлих, односно садашњих података. То има за посљедицу да се код таквих процјена вриједности предузећа не могу примијенити, рецимо, методе дисконтовања будућег приноса, већ метода капитализације или нека друга метода која почива на стварним историјским или садашњим подацима. У тржишно развијеним земљама бројни су разлози процјене вриједности предузећа. У Препоруци поступака који финансијски експерти треба са примјењују приликом процјене вриједности предузећа Европског савеза рачуноводствених, економских и финансијских експерата (УЕЦ) истиче се да се процјена вриједности предузећа врши нарочито из сљедећих разлога:

- куповина или продаја предузећа или дијела предузећа,
- интеграција, улагања новог капитала, правне трансформације, са измјеном односа између улагача,
- одређивање законских или уговорених обештећења улагачима који иступају, односно других обештећења,
- доношење интерних пословних одлука,
- у случају фискалних потреба.

У Препоруци поступака је назначено да се "у наведеним случајевима вриједност предузећа... увијек одређује с пословне тачке гледишта, односно тачке гледишта инвеститора (предузећа или појединца) који жели да стекне власништво над цјелокупним предузећем, а не са берзанске тачке гледишта". То практично значи да су у фокусу процјене вриједности предузећа користи инвеститора и с тим у вези наглашава се примјена теорије инвестирања и тој теорији примјерених метода, као, рецимо, дисконтовање будућих приноса. Тај став долази у супротност са праксом судова Сједињених Америчких Држава за фискалне потребе, који при процјени вриједности ради утврђивања пореза на имовину, односно пореза "ad valorem" (пореза на вриједности), преферирају праву тржишну вриједност утврђену на бази историјских података.⁵

Бројни аутори наводе различите сврхе (разлоге) процјене вриједности предузећа.

Сврха процјене вриједности предузећа у Сједињеним Америчким Државама може бити:

- порези на поклоне, имовину и наслеђивање,

⁵ Shannon P. Pratt, *Valuing a Business, the Analysis and Appraisal of Closely Tied Companies*, Second Edition, Dow Jones-Irwin Homewood, Illinois, 1989, str. 21.

- планирање акционарског власништва запослених и други планови са бенефицијом запослених,
- порези "ад воларем", тј. порези на вриједност,
- распродаја, спајање, набавка или лишавање богатства,
- прелазак са приватног на јавно пословање (мисли се на одлуку предузећа да емитоване акције продају преко берзе),
- купопродајни уговори,
- разводи бракова, распуштање партнерстава и корпорација,
- случајеви обештећења,
- реорганизација у случају банкротства.⁶

Процјена вриједности предузећа је у суштини процјена вриједности капитала. Разлози процјене вриједности, у основи, могу бити:

- нова емисија и јавна продаја акција,
- *купопродаја предузећа*, гдје је процијењена вриједност капитала полазна основа за погодбу садашњег и будућег власника,
- *спајања или припајања предузећа*; У овом случају процјену вриједности капитала усваја одговарајући управљачки орган предузећа што завршава сачињавањем биланса спајања у склопу кога се утврђује јединствена номинална вриједност акција и број акција за сваког акционара, односно утврђује се вриједност удјела сваког од сувласника,
- *процјена вриједности предузећа ради подјеле и раздвајања*. Ову процјену усвајају власници, а потом слиједи сачињавање биланса и раздвајања и подјеле у склопу кога се идентификују власници и њихови удјели у капиталу,
- промјена правне форме предузећа када се врши и промјена власника капитала,
- процјена вриједности *ради санирања* предузећа,
- процјена вриједности ради власничке трансформације (приватизације) по националним прописима,
- процјена вриједности предузећа може да буде и ради стратешког одлучивања власника – шта радити у догледној будућности: продати предузеће, спојити га са другим предузећем, припојити, дијелити или основати ново предузеће, ићи на јавно-приватно партнерство и слично.

Процјена вриједности је поступак који резултира мишљењем овлашћеног процјењивача односно тима експерата (који обухвата експерте за тржиште, технологију, опрему, рачуноводство и финансије) о вриједности предузећа на одређен дан. Власнички интерес се може односити на соп-

⁶ Shannon P. Pratt, цитирани опус, стр. 20.

ствени капитал предузећа или на укупно инвестирани капитал, који поред сопственог обухвата и позајмљени капитал. У оба случаја процјена вриједности с обзиром на различите сврхе подразумијева примјену специфичне методологије процјене, стандарда вредновања и етичких правила.

3. Кристализација фактора од утицаја на избор принципа и метода процјене вриједности предузећа

Једно од најсложенијих питања у економији је процјена вриједности предузећа. Зато се избору метода процјене мора дати одговарајући значај. У теорији и пракси у употреби је велики број метода процјене, а свака од њих полази од различитих претпоставки што за посљедицу има и различите процијењене вриједности. Ријеч је, дакле, о инструментарију који у оквиру вриједносног система, примјеном релевантне апаратуре треба квантификовати различите циљеве и интересе у сумарни исказ – у вриједност. Различити аутори класификацију појединих метода врше на различите начине, али се све методе могу подијелити на оне које се темеље на:

- супстанци (имовини),
- зарађивачкој (приносној) моћи.

Комбинацијом ових двију основних група метода долази се до бројних допунских (осталих) метода.

Методе процјене темељене на **супстанци (имовини)** базирани су на утрживој (уновчивој) вриједности стицања имовине, залиха, потраживања, новца и права. Због тога и процјене темељене на супстанци предузећа имају одређени степен објективности, јер се заснивају на реалним вриједностима које се налазе у предузећу. Опипљиве (материјалне) вриједности су по својој природи мање подложне промјенама у односу на могуће промјене зарађивачке моћи предузећа у будућности. Због тога ове методе имају много присталица међу процјењивачима, јер су окренуте више садашњости, гдје се процјењује:

- вриједност нето имовине,
- ликвидациона вриједност.

Методе процјене темељене на **зарађивачкој (приносној) моћи** имају основицу у заради (приносу, добити) која се остварује на имовини у вријеме свог физичког и економског вијека трајања.

С обзиром на то да ћемо у наставку изложити директни начин процјене нето активе примјеном приносних метода, у том случају треба разликовати:

- статичке приносне методе,
- динамичке приносне методе.

Вриједност сопственог капитала примјеном **статичких приносних метода** процјењује се *капитализацијом* очекиваног добитка, а вриједност сопственог капитала примјеном динамичких приносних метода процјењује се *дисконтовањем* на садашњу вриједност или добитка или нето новчаног тока. Процјењивање вриједности сопственог капитала примјеном комбинованих (осталих) метода врши се, у основи, различитим комбиновањем процијењене вриједности супстанце и процијењене вриједности сопственог капитала приносним методама.

Статичка приносна метода може да има више варијанти у зависности од начина утврђивања стабилизованог добитка или начина утврђивања сопственог капитала (нето активе). Ријеч је о:

1. *процјени вриједности предузећа капитализацијом стабилизованог добитка, и то:*
 - на бази корекције оствареног добитка,
 - на бази пројекције очекиваног добитка,
 - комбинацијом коригованог оствареног добитка и очекиваног добитка.
2. *процјени вриједности предузећа капитализацијом добитка који расте по одређеној стопи (z).*

Динамичке приносне методе се користе код процјене вриједности предузећа уз помоћ пројектованог (очекиваног) резултата и цијене капитала гдје очекивани резултат може да буде у виду добитка или нето новчаног тока, док цијена капитала треба да буде конзистентна са пројектованим резултатом.⁷ Овдје може бити ријечи о процјени вриједности предузећа на бази:

- садашње вриједности очекиваног добитка,⁸
- садашња вриједност нето добитка,
- садашње вриједности очекиваног нето новчаног тока.

За разлику од статичких приносних метода које упростију величине и ставља их у исту раван, динамичке методе ствари посматрају у кретању. Те пројекције могу да се врше на бази линеарног раста, методом тренда и слично.

У привредама у којима је развијено тржиште капитала једна од могућности је да се у процјени вриједности предузећа примијени *тржишни принцип* на бази *упоређивања компанија, упоређивања трансакција и примјеном гранских мултипликатора*. У том смислу чини се интересантним став Silviја Orsaga који указује да је "тржиште од пресудног значаја за

⁷ Проф. др Јован Родић, Пословне финансије и процена вредности предузећа, Економика, Београд, 1993. стр. 403.

⁸ који се данас не користи често

предузеће јер оно, с једне стране, представља мјесто прибављања потребног капитала за финансирање пословања, док, с друге стране, представља мјесто тржишног вредновања фирме, односно предузећа."⁹

Најзад, бројне су **допунске (остале) методе** које су мање значајне и рјеђе се примјењују у пракси, због чега их нећемо овдје детаљније обрађивати. Ријеч је о: методи средње вриједности, штутгардској методи, методи екстра добитка, методом мултипликације (П/Ф) и другим методама.

Еклатантан примјер за разликовање метода темељених на супстанци (имовини) и на зарађивачкој (приносној) моћи је, рецимо, примјер процјене вриједности бензинских пумпи које су готово идентичне, осим што је једна смјештена на прометном аутопуту, а друга у некој споредној улици. Уколико бисмо ове двије бензинске пумпе процијенили методама темељеним на супстанци, утврдили бисмо да имају приближно једнаку вриједност супстанце (имовине). Међутим, примјеном метода темељених на зарађивачкој моћи утврдили бисмо да бензинска станица смјештена уз аутопут има неколико пута већу вриједност од идентичне пумпе смјештене уз споредну улицу гдје је мањи промет. Слично би било и у ситуацији процјене двају предузећа готово идентичних, али једног са способним менаџментом, који остварује нето добитак, и другог с неспособним менаџментом, који остварује губитак, што указује да углед и способност менаџмента може бити један од фактора вриједности предузећа.

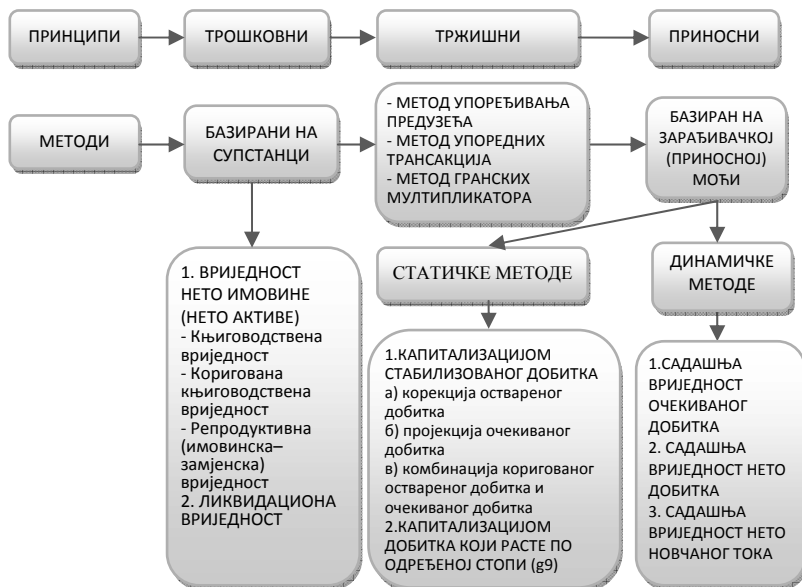
Дакле, методе темељене на зарађивачкој моћи полазе од приноса који ће се остварити у будућности, било да је у питању добитак или новчани ток који су само на крају вијека трајања предузећа идентични. У вијеку трајања разлике међу њима се јављају јер се у одређеним периодима приноси не изједначавају с примицима а расходи са издацима.

Иако је субјективност већа код процјене вриједности предузећа на бази зарађивачке моћи, мора се истаћи чињеница да је у пракси процјене овај метод распрострањенији, јер је инвеститор (купац) заинтересован за куповину предузећа само у условима када очекује веће користи у будућности од садашњих давања, што је у складу и са дефиницијом вриједности предузећа која практично представља садашњу вриједност будућних користи.

Међутим, методологија процјене обухвата примјену већег броја метода. Да би процјењивачи дошли до вриједности предузећа, обично користе више метода. При томе је избор метода у корелацији са сврхом процјене вриједности предузећа. На избор метода и комбинацију појединих принципа процјене утичу бројни фактори:

⁹ Orsag Silvije: Проблематика финансирања пословања и развоја инкорпоративног подuzeћа, Институт за јавне финансије, Загреб, 1990, стр. 13.

- природа и историјат предузећа,
- права, користи и услови који прате власнички интерес, било да је у форми корпорације, партнерства или предузетништва,
- економски фактори,
- стање имовине, обавеза и капитала, као и општи финансијски положај предузећа,
- способност предузећа да генерише добит и да је исплаћује путем дивиденде,
- постојање нематеријелне (неопипљиве) имовине,
- релативна величина удјела власника чија се вриједност утврђује и питање контроле,
- претходне трансакције у промјени власништва датог предузећа,
- тржишне вриједности акција или партнерских удјела и остварене вриједности при куповини удјела у предузећу.



Зависно од расположивих информација, приликом процјене вриједности предузећа, употребљавају се различити принципи и методе процјене. Једна од класификација принципа (приступа) процјени је:

- трошковни,
- тржишни,
- приносни.

Сваком од ових принципа корелира и одређени број метода процјена, што на најбољи начин илуструје претходна слика.

3.1. Методе процјене супстанце

3.1.1. Књиговодствена (билансна) вриједност предузећа

Док неки аутори¹⁰ ову методу сврставају у помоћне методе процјене као и кориговану књиговодствену методу, проф. др Г. Илић и проф. др Никола Стевановић указују на значај књиговодствених метода процјене. Уважавајући књиговодствене вриједности у једнократним процјенама вриједности предузећа као цјелине, они имају у виду праву књиговодствену вриједност засновану на општеприхваћеним начелима уредног књиговодства и биланса.¹¹ Аутори даље констатују да због пада рачуноводствено-извјештајне културе, одсуства ревизије финансијских извјештаја и пореских и других билансно-политичких циљева предузећа књиговодствене вриједности код нас у званичним билансима често одступају од правих књиговодствених вриједности што претходно захтијева усаглашавање с рачуноводственим начелима из чега неријетко проистиче биланс кориговане (праве) књиговодствене вриједности.

Ова књиговодствена метода процјене супстанце очигледно је изворна имовинска метода која се темељи на историјском трошку. Чини се значајним указати на став проф. др Јована Родића¹² који истиче: "Књиговодствена вредност супстанце се процењује на основу биланса које је процењивано предузеће сачинило у складу са прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима."

Дакле, овај метод процјене вриједности изводи се из података сачињених финансијских извјештаја који скривају мноштво замки за овлаштеног процењивача. Биланс је користан индикатор вриједности, али он не одражава вриједност или пак цијену предузећа, јер та вриједност више припада прошлости. У реалном животу тешко је вјеровати да историјске вриједности - (трошкови) одговарају садашњим тржишним, имовинским (замјенским) вриједностима и ликвидационој вриједности. С друге стране, биланси су неријетко оптерећени латентним резервама и скривеним губицима¹³ што указује на то да биланс приликом процјене вриједности предузећа треба прилагодити. У условима прилагођених вриједности, када се од активе

¹⁰ Др Владимир Познанић и мр Миливоје Цветановић, *Процена вредности предузећа*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, стр. 67-73.

¹¹ Проф. др Г. Илић и проф. др Никола Стевановић, *Процена вриједности предузећа*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 1994, стр. 15.

¹² Проф. др Јован Родић, оп. цит. опус, стр. 388.

¹³ Проф. др Драган Микеревић, *Финансијски менаџмент*, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2009, стр. 159.

одузму обавезе (дугорочне и краткорочне), разлика представља заправо књиговодствену вриједност предузећа, што се може илустровати следећим подацима у табели 1. за **предузеће А**.

Табела 1.

у КМ

	Књиговодствена вриједност капитала
I. СТАЛНА ИМОВИНА (1 до 3)	526.617
1. Нематеријална улагања	57.782
2. Некретнине, постројења и опрема	358.336
3. Дугорочни финансијски пласмани	110.499
II. ОБРТНА ИМОВИНА (1 до 4)	694.354
1. Залихе и стална средства намијењена продаји	400.519
2. Краткорочна потраживања	291.317
3. Готовина	631
4. Порез на додату вриједност	1.887
A. ПОСЛОВНА ИМОВИНА	1.220.971
I. ДУГОРОЧНА РЕЗЕРВИСАЊА	500
II. ДУГОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ	179.030
1. Дугорочни кредити	168.892
2. Остале дугорочне обавезе	10.138
III. КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ	648.140
1. Краткорочне обавезе из пословања	116.579
2. Обавезе из пословања	462.908
3. Остале краткорочне обавезе	35.806
4. Обавезе по основу ПДВ	24.664
5. Обавезе за порез на добитак	3.280
IV. ОДЛОЖЕНЕ ПОРЕСКЕ ОБАВЕЗЕ	4.903
V. ОБАВЕЗЕ (I ДО II)	827.670
КЊИГОВОДСТВЕНА ВРИЈЕДНОСТ КАПИТАЛА (А - Б)	393.301

3.1.2. Коригована књиговодствена вриједност предузећа

За разлику од књиговодственог метода процјене, коригована књиговодствена вриједност се практично добије адаптирањем примарних књиговодствених података који се налазе у финансијском извјештају. Према проф. Родићу, "коригована књиговодствена вредност супстанце односно сопственог капитала процењује се тако, што се најпре све билансне позиције преиспитују да ли су процењене у складу са прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима."¹⁴

Кориговани биланс има исте билансне позиције као и официјелни, и ако нека позиција биланса није процијењена у складу са прописима о би-

¹⁴ Проф. др Јован Родић, оп. цит. опус., стр. 391.

лансирању и рачуноводственим стандардима, процјењивач процјењује те позиције биланса у складу са прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима. Након преиспитивања свих билансних позиција сачињава се кориговани биланс.

Разлике које се јављају између официјелног и коригованог биланса исказују се као недозвољене латентне резерве и/или скривени губици. Корекција се врши само оних билансних позиција у официјелном билансу које садрже латентне резерве изнад дозвољених прописима о билансирању и рачуноводственим стандардима или пак скривене губитке. Ријечју, корекцијом се латентне резерве свде на ниво дозвољених, а скривени губици се у потпуности елиминишу, што се може илустровати на следећи начин:

Табела 2.

	Књиговодствена вриједност капитала	Коригована књиговодствена вриједност капитала
I. СТАЛНА ИМОВИНА (1 до 3)	526.617	536.769
1. Нематеријална улагања	57.782	57.782
2. Некретнине, постројења и опрема	358.336	368.488
3. Дугорочни финансијски пласмани	110.499	110.499
II. ОБРТНА ИМОВИНА (1 до 4)	694.354	694.354
1. Залихе и стална средства намијењена продаји	400.519	400.519
2. Краткорочна потраживања	291.317	291.317
3. Готовина	631	631
4. Порез на додату вриједност	1.887	1.887
A. ПОСЛОВНА ИМОВИНА	1.220.971	1.231.123
I. ДУГОРОЧНА РЕЗЕРВИСАЊА	500	500
II. ДУГОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ	179.030	179.030
1. Дугорочни кредити	168.892	168.892
2. Остале дугорочне обавезе	10.138	10.138
III. КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ	648.140	648.140
1. Краткорочне обавезе из пословања	116.579	116.579
2. Обавезе из пословања	462.908	462.908
3. Остале краткорочне обавезе	35.806	35.806
4. Обавезе по основу ПДВ	24.664	24.664
5. Обавезе за порез на добитак	3.280	3.280
IV ОДЛОЖЕНЕ ПОРЕСКЕ ОБАВЕЗЕ	4.903	4.903
Б. ОБАВЕЗЕ (I ДО IV)	827.670	827.670
КЊИГОВОДСТВЕНА ВРИЈЕДНОСТ КАПИТАЛА (А - Б)	393.301	403.453

Разлика између кориговане активе и коригованих обавеза увећаних за дугорочна резервисања и пасивна временска разграничења је коригована књиговодствена вриједност.

3.1.3. Имовинска (замјенска) вриједност предузећа

Замјенска вриједност је једна од најкомплекснијих имовинских метода процјене како с аспекта оперативних корака које треба направити тако и различитих техника примјене. Билансне позиције се процјењују на бази владајуће цијене на дан биланса (процјене). Овдје је у потпуности заступљен принцип замјенске еквиваленције који актуелизује историјске издатке на ниво њиховог замјенског еквивалента на дан процјене коригујући еквивалент степеном искоришћене корисности до дана процјене. Ријеч је, рецимо, о вриједности сталне (фиксне) имовине када би се она поново изграђивала или набављала умањеној за аликвотни отпис (амортизацију) такве имовине. При томе се подразумијева и коришћење те имовине по принципу њеног континуираног коришћења.

Метод процјене имовинске вриједности, у овом случају сталне имовине, поштује рачуноводствени алгоритам утврђивања књиговодствене (садашње) вриједности. Наиме, аналогно набавној вриједности у књиговодству овдје имамо ситуацију утврђивања најприје вриједности сталне имовине, а након тога и степен амортизованости (отписаности). Разлика између те двије величине чини новопроцијењену садашњу вриједност сталне имовине. Иако се овој методи приговара субјективизам процјењивача, ипак се у пракси доста користи, нарочито у условима немогућности одређивања тржишне цијене сталне имовине, али и као контролна тачка одређивања тржишних цијена у условима недовољне транспарентности тржишта неких дијелова имовине.

Дакле карактеристика имовинског биланса је у томе што има за циљ да искаже имовину а тиме и сопствени капитал у пуном износу, што се остварује путем процјењивања билансних позиција по цијенама на дан биланса и тиме из биланса искључују и латентне резерве и скривени губици. Из претходног се може констатовати да је имовинска вриједност предузећа равна разлици вриједности пословне имовине по тржишним цијенама на дан процјене и обавеза увећаних за транзиторне позиције пасиве (дугорочна резервисања и пасивна временска разграничења).

Да би се сачинио имовински биланс на дан процјене, свака билансна позиција се процјењује посебно (у складу са Међународним стандардима вредновања¹⁵) што ћемо у наставку објаснити.

¹⁵ Међународни стандарди вредновања, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске - превод Осмог издања, Бања Лука, 2009.

3.1.3.1. Процјена имовинске вриједности нематеријалних и материјалних улагања

Нематеријална улагања. Нематеријална улагања се процјењују са становишта употребне вриједности (нпр. лиценце, патента, заштитног знака и др.) и доприноса остварењу резултата (повећања прихода и/или уштеда у трошковима или друге користи). Када је ријеч о процјени нематеријалних улагања, чини нам се сврсисходним овдје дати више детаља, посебно због измијењених МРС односно МСФИ.

Нематеријална улагања се признају само када је вјероватно да ће од тог улагања притицати економске користи и када је набавна вриједност улагања поуздано мјерљива, а чине их:

- улагања у развој, наравно уколико се од њих очекују директне или индиректне користи, а уколико тих користи нема онда се ова улагања не исказују у имовинском билансу,
- улагања у концесије, патенте, лиценце и слична права, гдје се у имовинском билансу вреднују на следећи начин:

$$\text{Тржишна цијена концесија патената и лиценци на дан} \times \frac{\text{Преостали вијек корисности}}{\text{Укупни вијек корисности}}$$

- куповином стечени гудвил,
- улагања у осталу нематеријалну имовину (трошкови закупа, право коришћења државног земљишта, програми за рачунаре – софтвер и слично).

Нематеријална улагања могу се агрерисати у двије групе:

- а) нематеријална улагања настала одлагањем трошкова, гдје спадају улагања у развој;
- б) нематеријална улагања настала куповином, тј. издавањем готовине, а то су: концесије, патенти, лиценце, индустријска својина (know-how), гудвил и дугорочни закуп (оперативни лизинг).

На висину нематеријалних улагања која настају одлагањем трошкова - може се утицати економичношћу потрошње за те сврхе. Али предузеће је често склоно да прецењује те трошкове да би текући добитак био нижи, с обзиром на то да се ова улагања путем амортизације алоцирају на расходе. Индиректно, често и несвјесно ово је уважавање временске вриједности новца, заборављајући да нематеријална улагања негативно дјелују на финансијску стабилност.

Нематеријална улагања која настају куповином у готову имају особину да њихова висина зависи од погодбе са трећим лицем уз слабо дејство тржишних закона на вриједност тих улагања. Стога, предузеће мора са пуно опрезности прилазити тој погодби. Наравно, и ова нематеријална улагања негативно дјелују на финансијску стабилност.

Када се нематеријална улагања путем отписивања алоцирају на расходе, она се смањују и позитивно дјелују на финансијску стабилност, док се добитак због трошкова амортизације смањује. Будући да се нематеријална улагања не обнављају последице потпуног амортизовања, поновна набавка ради замјене нема поновног негативног утицаја на финансијску стабилност.

На основу наредног текста констатујемо да има извјесних разлика код гудвила. Када предузеће мијења власника путем продаје по вриједности капитала која је виша од фер вредности препознатљиве имовине, обавеза и потенцијалних обавеза је гудвил. Будући да се на рачун капитала књижи продајна вриједност капитала на рачуну гудвил, књижи се разлика између продајне и књиговодствене вриједности капитала. То практично значи да настанак гудвила нема негативно дејство на финансијску стабилност јер се за исти износ повећава и стална имовина и капитал.

Успјешна стратегија и тактика нематеријалних улагања, изузимајући гудвил, јесте ако се ова улагања сведу на најнижи могући ниво и ако се амортизују у што краћем времену да би се отклонио негативан утицај на финансијску стабилност.

Нематеријална улагања, изузимајући гудвил, вреднују се у складу са МРС 38 – Нематеријална улагања. Почетно признавање нематеријалних улагања врши се по набавној вриједности (параграф 74). Накнадно признавање врши се ревалоризацијом (параграф 75). У условима када за дато нематеријално улагање не постоји активно тржиште то улагање се вреднује по набавној вриједности (параграф 81. и 82). Позитивни ефекти ревалоризације нематеријалних улагања евидентирају се у корист капитала на позицију ревалоризационе резерве (параграф 85), а негативни ефекти евидентирају се директно на терет капитала у оквиру позиције ревалоризационе резерве (параграф 86), а ако ревалоризационе резерве нема, негативни ефекти евидентирају се на терет расхода обезвређења.

Куповином стеченог гудвила стицалац набавну вриједност утврђује у складу са параграфом 51 МСФИ 3 – Пословне комбинације. Гудвил стечен у пословној комбинацији се не амортизује (параграф 55 МСФИ 3), већ се његова вриједност тестира (у складу са параграфом 88 МРС 36 – Обезвређење имовине) и евентуално смањење вриједности имовине евидентира на терет расхода по основу обезвређења.

Поступак с гудвилем

МСФИ 3 – Пословне комбинације о гудвилу кажу:

"На дан стицања, стицалац:

- а) признаје гудвил стечен у пословној комбинацији као средство;
- б) врши почетно мјерење гудвила по набавној вриједности, која представља вишак набавне вриједности пословне комбинације над интер-

есом стицаоца у нето поштеној вриједности препознатљивих средстава, обавеза и потенцијалних обавеза признатих у складу са ставом 36" (параграф 51).

Гудвил који је стечен у пословној комбинацији представља плаћање које је стицалац извршио у очекивању будућих економских користи од средстава која није могуће независно идентификовати и одвојено признати (параграф 52).

До степена до кога препознатљива средства, обавезе и потенцијалне обавезе стеченог правног лица не задовољавају критеријуме из става 37. за одвојено признавање на дан стицања, постоји резултирајући учинак на износ признат као гудвил (или рачуноводствено обухваћен у складу са ставом 56). Ово је због тога што се гудвил мјери као резидуална вриједност пословне комбинације послје признавања препознатљивих средстава, обавеза и потенцијалних обавеза стеченог правног лица (параграф 53).

Након почетног признавања стицалац мјери гудвил стечен у пословној комбинацији по набавној односно плаћеној вриједности умањеној за сваки акумулирани губитак због обезвређења (параграф 54).

Према томе, гудвил код предузећа чији је капитал продат књижи се овако:

- рачун гудвила
- рачун сопственог капитала.

Ако постоје мањински власници капитала, они ће код себе књижити дио гудвила који припада њима (*укупан гудвил x проценат капитала мањинских власника*) на сљедећи начин:

- рачун учешћа у капиталу осталих правних лица,
- рачун прихода од усклађивања вриједности имовине.

Цитирани параграф 55 каже да се гудвил не амортизује већ да се сваке године или чешће провјерава да ли је обезвријеђен у складу са МРС 36 – Обезвређење средстава¹⁶.

Битни параграф МРС 36 – Обезвређење средстава, који се односе на тестирање гудвила је:

"На сваки датум биланса, правно лице треба да провјери да ли постоје било какве индикације да је неко средство обезвријеђено. Ако такве индикације постоје, правно лице треба да изврши примјену надокнадиве вриједности таквог средства" (параграф 9).¹⁷

¹⁶ Према хрватским стандардима финансијског извјештавања, Народне новине 4/09, годвилл се и даље амортизације.

¹⁷ Проф. др Јован Родић, *Билансирање goodwill-а*, 11. конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, 2007.

Професори Родић и Филиповић¹⁸ указују да теоријски у билансу - процјењиваног предузећа може да постоји интерни и екстерни гудвил који се вреднују на следећи начин:

Интерни гудвил¹⁹

У коригованом билансу интерни гудвил, који настаје када процијењивано предузеће раније купи физичко лице, раније настало спајањем предузећа, раније припојило друго предузеће, раније одвојило дио предузећа у засебно предузеће и раније промијенило праву форму, вреднује се на следећи начин:

1. Интерни гудвил
2. Основни капитал процјењиваног предузећа умањен за откупљене сопствене акције
3. Остали капитал процјењиваног предузећа (резерве и нераспоређени добитак)
4. Губитак процјењиваног предузећа
5. Губитак изнад осталог капитала (4-3)
6. Коефицијент смањења основног капитала (5/2)
7. Интерни гудвил у коригованом билансу ($(1 \times (1 - \text{коефицијент на редном броју } 6))$).

У коригованом билансу на позицију *Гудвил* уноси се:

- износ на редном броју 1 уколико је губитак мањи од осталог капитала,
- износ на редном броју 7 уколико је губитак већи од осталог капитала.

Екстерни гудвил

Екстерни гудвил, који настаје када процијењивано предузеће купи цијели или већински дио капитала другог предузећа по цијени изнад књиговодствене вриједности цијелог или већинског дијела капитала, код купљеног предузећа разлика између плаћене цијене и вриједности цијелог или већинског дијела капитала купљеног предузећа је екстерни гудвил изказан у билансу процијењиваног предузећа који се за потребе коригованог биланса утврђује на следећи начин:

1. Екстерни гудвил процијењиваног предузећа
2. Учешће процијењиваног предузећа у ентитету код кога је остварен екстерни гудвил
3. Плаћени капитал (1+2)
4. Основни капитал умањен за откупљене акције ентитета код кога је остварен екстерни гудвил

¹⁸ Јован Родић, Милован Филиповић, оп. цит. опус, стр. 26. до 29.

¹⁹ Јован Родић, Милован Филиповић: Процена вредности предузећа, AFMEX, Београд, 2010, стр. 27-28.

5. Остали капитал (резерве, ревалоризационе резерве, нераспоређени добитак) ентитета код кога је остварен екстени гудвил
6. Губитак ентитета код кога је екстерни гудвил
7. Губитак изнад осталог капитала (5-6)
8. Коефицијент смањења основног капитала (6/4)
9. Екстерни гудвил у коригованом билансу ((1 x (1 – коефицијент редног роја 8))
10. Учешће у капиталу коригованом билансу ((2 x(1 – коефицијент на редном броју 8))

У коригованом билансу на позицији *Гудвил* уноси се:

- износ са редног броја 1 уколико је губитак мањи од осталог капитала,
- износ са редног броја 9 уколико је губитак већи од осталог капитала.

У условима када је губитак већи од осталог капитала под редним бројем десет исказано је и учешће у капиталу у коригованом билансу.

У моменту сачињавања имовинског биланса, вриједност гудвила се преузима из коригованог биланса.²⁰ Када се изврши процјена приносне вриједности капитала и ако је она нижа од имовинске вриједности у имовинском билансу, вриједност гудвила се смањује за проценат ниже приносне од имовинске вриједности капитала.

Земљиште. Процјењује се по тржишној цијени на дан процјене која је остварена за исту категорију земљишта или по цијени коју општина пријемљује при утврђивању основице пореза на промет земљишта на територији гдје се оно налази.

Грађевински објекти. Процјењују се по тржишној цијени градње на дан процјене узимајући у обзир: квалитет градње, материјал од кога је грађевински објекат изграђен, изграђеност инфраструктуре везане за објекат, функционалност и локацију, што даје имовинску набавну вриједност. Затим се имовинска набавна вриједност своди на садашњу имовинску вриједност тако што се множи коефицијентом преостале корисности који се добије из односа прецијењеног преосталог и укупног вијека трајања грађевинског објекта. При процјени преосталог вијека трајања грађевинског објекта узима се у обзир његово физичко стање и функционалност и полази од претпоставке да ће се и даље вршити уобичајено (нормално) инвестиционо и текуће одржавање грађевинског објекта.

Постројења и опрема. Процјењује се по тржишној цијени на дан процјене (поновна набавна цијена), што даје имовинску набавну вриједност. Потом се имовинска набавна вриједност своди на садашњу имовинску вриједност, тако што се имовинска набавна вриједност множи коефици-

²⁰ Ibidem, str. 41.

јентом преостале корисности, који се добија из односа процијењеног преосталог и укупног вијека трајања. При процјени преосталог вијека трајања узима се у обзир физичко стање, функционалност и интензитет коришћења опреме, а полази се од претпоставке да ће се у њему вршити нормално (уобичајено) инвестиционо и текуће одржавање. Код опреме чији је вијек трајања условљен интензитетом коришћења, као што су пољопривредне машине, транспорт средстава и слично, коефицијент преостале корисности се може утврдити из односа процијењеног преосталог броја сати рада (на примјер, за тракторе), односно броја дана рада (за комбајне), или броја пријеђених километара (за транспортна средства) и укупног могућег броја сати рада, односно дана рада, односно пријеђених километара. Најзад, ако се међу опремом налази опрема изван употребе, она се процјењује по нето ликвидационој вриједности (ликвидациона вриједност минус трошкови ликвидације на дан процјене).

Вишегодишњи засади (воћњаци, виногради и сл.) процјењују се на бази трошкова подизања засада на дан процјене, што даје имовинску набавну вриједност. Садашња имовинска вриједност добије се множењем имовинске набавне вриједности коефицијентом преостале корисности. Коефицијент преостале корисности може се утврдити на два начина:

1. из односа процијењеног вијека трајања и укупног вијека трајања вишегодишњих засада;
2. из односа физичког приноса у преосталом вијеку трајања и укупног физичког приноса у току читавог вијека трајања засада.

Други начин је прихватљивији за засаде који немају равномјеран физички принос у читавом вијеку трајања. То су они засади који у првом дијелу вијека трајања одбацују физички принос по растућој стопи, а у другом одбацују физички принос по опадајућој стопи.²¹

Основно стадо. Процјењује се по владајућој тржишној цијени на дан процјене (поновна набавна цијена, односно цијена замјене). Међутим, тржишна цијена исте расе стоке варира у зависности од њене старости, што отежава прибављање информације о тржишној цијени на дан процјене која би била компатибилна старосној структури основног стада. Уз то, код основног стада је релативно висока ликвидациона вриједност која је равна кланичкој вриједности, а код крава принос млијека у првој фази производног животног циклуса расте, а у другој опада. Сагласно томе, ако се не може докучити тржишна цијена на дан процјене која би одговарала старосној структури процјењиваног основног стада, треба поћи од тржишне ци-

²¹ Bush, W., *Taxationslehre fur Landwirtschaftl und Gartenban*, Verlag Paul Parey, Hamburg und Berlin, 1969, стр. 199 (према: Др Јован Родић, *op. cit. opus*, стр. 394).

јене на дан процјене грла на почетку његове оспособљености за производне сврхе (што представља имовинску набавну вриједност), а садашњу имовинску вриједност утврдити на следећи начин:

$$\text{Садашња имовинска вриједност} = (TV - KV) \times k + KV,$$

гдје је:

TV = тржишна вриједност на дан процјене грла на почетку његове оспособљености за производне сврхе,

KV = кланичка вриједност грла на дан процјене,

k = коефицијент преостале корисности који се добија код крава из односа процијењене количине млијека која ће се добити у преосталом вијеку трајања и укупне количине млијека која се добија у току цијелог вијека трајања, а код осталог основног стада из односа преосталог и укупног вијека трајања.

Материјална средства у припреми. Дати аванси се процјењују са становишта правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће да ће добављач испоручити авансом плаћену опрему, односно изградити грађевински објекат. Ако је аванс дат у инострану валуту, прерачунава се у домаћој по реалном курсу на дан процјене. Испоручена опрема и грађевински материјал процјењују се по владајућој тржишној цијени на дан процјене. Инвестиције у току се процјењују тако што се њихови трошкови усклађују с владајућим тржишним цијенама на дан процјене.

Након процјене имовинске вриједности сачињава се преглед разлика - између имовинске и књиговодствене садашње вриједности, што показује наше примјер:

Табела 3.

Позиција	Књиговодствена вриједност			Имовинска вриједност			Разлика (6-3)
	Набавна вриједност	Исправка вриједности	Садашња вриједност	Набавна вриједност	Исправка вриједности	Садашња вриједност	
	1	2	3	4	5	6	7
I. НЕМАТЕРИЈАЛНА УЛАГАЊА	7300	-	7300	7300	-	7300	-
II. ОСНОВНА СРЕДСТВА (1 до 5)	766.540	369.280	397.260	2.559.600	1.127.000	1.432.600	+1.035.340
1. Земљиште, шуме и вишегодишњи засади	7340	-	7.340	16500	-	16500	-9160
2. Грађевински објекти	271.000	61.200	209.800	820.000	170.000	650.000	+440.200
3. Опрема	470.000	304.000	166.000	1.700.000	950.000	750.000	+584.000
4. Алати и инвентар	14100	4080	10.020	19.000	7.000	12.000	1980
5. Аванси и основна средства у припреми	4100	-	4100	4100	-	4100	-
III. СВЕГА (I+II)	773.840	369.280	404.560	2.566.900	1.127.000	1.439.900	+1.035.340

3.1.3.2. Процјена имовинске вриједности залиха и активних временских разграничења

Залихе материјала, резервних дијелова, ситног инвентара и трговинске робе. Ове залихе процјењују се по владајућим набавним цијенама на дан процјене. Ако међу њима има застарјелих или неупотребљивих, оне се процјењују по цијенама по којима се највјероватније могу уновчити. Оне су нешто више или су равне ликвидационој цијени.

Залихе незавршене производње и готових производа процјењују се по цијени коштања, али ако су набавне цијене на дан процјене, услед коњунктурних разлога или инфлације више од набавних на основу којих је утврђена та цијена, тада се она актуелизује с набавним цијенама на дан процјене. Међутим, ако је актуелизована цијена коштања виша од нето продајне цијене, сагласно начелу ниже вриједности, залихе незавршене производње и готових производа се процјењују по нето продајној цијени. При томе је нето продајна цијена за процјену вриједности недовршене производње равна продајној цијени умањеној за додатне варијабилне трошкове неопходне за финализацију недовршеног производа и трошкове продаје. За процјену вриједности готових производа нето продајна цијена је равна продајној, умањеној за трошкове продаје.

Активна временска разграничења. На активним временским разграничењима могу да остану трошкови који су заиста плаћени а односе се на наредне обрачуне периодичног резултата и антиципирани приход који ће бити фактурисан и наплаћен у наредном обрачунском периоду.

3.1.3.3. Процјена имовинске вриједности монетарне активе

Потраживања у домаћој валути. Сви облици потраживања у КМ процјењују се по номиналној вриједности уз уважавање правног основа и рачуноводствене документованости вјероватноће наплативости.

Девизна потраживања. Ова потраживања процјењују се по реалном курсу на дан процјене уз уважавање правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће наплате.

Хартије од вриједности. Поједине хартије од вриједности који гласе на КМ а не котирају се на берзи процјењују се по номиналној вриједности уз уважавање вјероватноће наплативости. Хартије од вриједности које гласе на страну валуту а не котирају се на берзи процјењују се по реалном курсу на дан процјене. Оне које се котирају на берзи (било у КМ или у другој валути) процјењују се по берзанској цијени на дан процјене, примјењујући МРС 39.

Готовина у страниј валути процјењује се по реалном курсу на дан процјене. Код предузећа из нашег примјера већа је имовинска од књиговодствене вриједности у области краткорочних потраживања из пословања, тачније, потраживања од купаца. Потраживања од купаца у домаћој валути повећана су зато што су процјењивачи закључили да ће ненаплатива потраживања бити 4% од бруто потраживања у КМ. У билансу је тај проценат био чак 54,6%. Девизна потраживања од купаца процјењивачи су прерачунали на реалан курс на дан процјене и смањили исправку вриједности са 61% на 20%, јер су сматрали да ће се 80% ових потраживања наплатити. Сагласно томе, разлика између имовинске и књиговодствене вриједности краткорочних потраживања из пословања је:

Табела 4.

Позиција	Књиговодствена вриједност			Имовинска вриједност			Разлика (6-3)
	Бруто	Исправка вриједности	Нето (1-2)	Бруто	Исправка вриједности	Нето (4-5)	
	1	2	3	4	5	6	7
1. Купци – потраживања у домаћој валути	35.500	19.400	16.100	35.500	1500	34000	+17.900
2. Купци – девизна потраживања	47.500	29.000	18.500	126.000	25.000	101.000	+82.500
3. Друга потраживања	200	-	200	200	-	200	0
4. СВЕГА - КРАТКОРОЧНА ПОТРАЖИВАЊА И ПЛАСМАНИ (1 ДО 3)	83.200	48.400	34.800	161.700	26.500	135.200	+100.400

3.1.3.4. Процјена имовинске вриједности обавеза и транзиторне пасиве

Обавезе. Обавезе у домаћој валути процјењују се у номиналној вриједности уз уважавање правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће плаћања. Девизне обавезе се процјењују на основу реалног курса на дан процјене уз уважавање правног основа, рачуноводствене документованости и вјероватноће плативости.

Табела 5.

	Књиговодствена вриједност	Имовинска вриједност	Разлика (2-1)
	1	2	3
1. Обавезе према повезаним правним лицима	3600	3600	0
2. Дугорочни кредити у земљи	10.000	10.000	0
3. Остале дугорочне обавезе	50	50	0
4. Дугорочни кредити у иностранству	47.000	250.000	+203.000
5. Свега дугорочне обавезе (1 до 4)	60.650	263.650	+203.000

Код предузећа из нашег примјера једино је утврђена разлика између имовинске и књиговодствене вриједности код дугорочних обавеза због тога што су страни зајмови (у доларима) прерачунати на реалан курс на

дан процјене. Отуда је разлика између имовинске и књиговодствене вриједности дугорочних обавеза приказана у табели 5.

Транзиторне позиције пасиве. *Дугорочна резервисања* се процјењују у износима највјероватнијих ризика и трошкова који се покривају на терет дугорочних резервисања. На *пасивним временским разграничењима* укалкулисани трошкови се процјењују у износима очекиваних стварних трошкова који се односе на претходни обрачунски период. Обрачунати приходи исказани на пасивним разграничењима се исказују ако се истину односе на наредни периодични обрачун финансијског резултата.

3.1.3.5. Сачињавање биланса имовинске вриједности

Послије извршене процјене на већ описани начин сачињава се биланс имовинске вриједности и утврђује се за сваку билансну позицију разлика између имовинске и књиговодствене вриједности. Цијела та процедура из нашег примјера управо је изложена. На основу датог биланса имовинска вриједност супстанце је:

Табела 6.

у КМ

Позиција	Књиговодствена вриједност	Имовинска вриједност	Разлика (3-2)
1	2	3	4
АКТИВА			
А) СТАЛНА СРЕДСТВА	404.560	1.439.900	+1.035.340
1. Нематеријална улагања	7300	7300	
2. Основна средства	397.260	1.432.600	+1.035.340
2.1. Земљиште, шуме и вишегодишњи засади	7.340	16.500	+9160
2.2. Грађевински објекти	209.800	650.000	+440.200
2.3. Опрема	166.000	750.000	+584.000
2.4. Алат и инвентар	10.020	12.000	+1.980
2.5. Аванси и основна средства у припреми	4100	4100	
Б) ТЕКУЋА ИМОВИНА			
1. Краткорочна потраживања и пласмани	34.800	135.200	+100.400
1.1. Купци – потраживања у КМ	16.100	34.000	+17.900
1.2. Купци – девизна потраживања	18.500	101.000	+82.500
1.3. Друга потраживања	200	200	
Ц) ПОСЛОВНА АКТИВА	439.360	1.575.100	+1.135.740
Д) Ванбилансна актива			
ПАСИВА			
А) Капитал	378.710	1.261.450	882.740
Б) Дугорочна резервисања			
Ц) Обавезе	60.650	313.650	+253.000
1. Дугорочне обавезе	60.650	263.650	+203.000
1.1. Обавезе према повезаним правним лицима	3600	3600	
1.2. Дугорочни кредити у земљи	10.000	10.000	
1.3. Остале дугорочне обавезе	50	50	
1.4. Дугорочни кредити у иностранству	47.000	250.000	+203.000
2. Краткорочне обавезе		50.000	+50.000
ПОСЛОВНА ПАСИВА	439.360	1.575.100	+1.135.740
Д) Ванбилансна пасива			

На основу претходног биланса **имовинска вриједност супстанце** је:

1. Имовинска вриједност пословне активе	1.575.100
2. Губитак исказан у активи	-
3. Имовинска вриједност дугорочних резервисања	
4. Имовинска вриједност дугорочних обавеза	263.650
5. Имовинска вриједност краткорочних обавеза	50.000
6. Имовинска вриједност пасивних временских разграничења	-
7. Имовинска вриједност нето активе, односно имовинска вриједност сопственог капитала (1-2-3-4-5-6)	1.261.450

3.1.4. Динамичка приносна вриједност послије сервисирања дугова

Вриједност предузећа, тачније нето активе, односно сопственог капитала процијењеног на бази садашње вриједности очекиваног нето тока готовине условљена је са пет варијабли:

- висином цијене капитала,
- висином очекиваног нето тока готовине,
- осцилацијом нагоре и надоље очекиваног тока готовине у појединим годинама у периоду за који је пројектован,
- дужином периода за који је ток готовине пројектован,
- висином резидуалне вриједности.

Претходно указује на то да је неопходно најприје одредити период за који ће се вршити пројекција нето тока готовине, дефинисати и квантификовати нето ток готовине и резидуална вриједност.

Дефиниција и квантификација нето тока готовине. Ток готовине (cash flow) се схвата и квантификује различито, али се може израчунавати на сљедећи начин:

$$\text{Нето добитак} + \text{амортизација} \pm \text{промјена нето обртних средстава} - \text{отплата главнице кредита} + \text{повећање дугорочних резервисања} - \text{смањење дугорочних резервисања} = \text{нето ток готовине}$$

При томе, смањење нето обртних средстава је са знаком (+), а повећање нето обртних средстава је са знаком (-). Међутим, квантификација новчаног тока мора да буде конзистентна с цијеном капитала и начином процјене нето активе (сопственог капитала). С тим у вези подсјетимо се:

- ако цијена капитала не обухвата порез на резултат, из тока готовине се искључује порез на резултат;
- ако цијена капитала обухвата порез на резултат, из тока готовине се не искључује порез на резултат;

- ако се директно процјењује нето актива, из тока готовине се искључује сервисирање дугова;
- ако се индиректно процјењује нето актива (садашња вриједност тока готовине минус дугови), из тока готовине се не искључује сервисирање дугова.

За процјењивање предузећа из нашег примјера потребни су:

- пројекција биланса успјеха,
- пројекција биланса стања,
- пројекција нето тока готовине,
- утврђивање цијене капитала,
- процјена резидуалне вриједности,
- процјена приносне вриједности капитала.

3.1.4.1. Пројекција биланса успеха

Биланс успјеха пројектован је за наредних пет година овако:

Приход од продаје робе пројектован је са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Приход од продаје учинака пројектован је са стопом раста од 10% у односу на претходну годину, што је у складу с ресурсима и тржишним положајем предузећа "А" АД Бања Лука.

Промјена залиха учинака коригује приход навише (када је остварено повећање) и наниже (када је остварено смањење), а квантификовани су као разлика између крајњих и почетних залиха учинака.

Набавна вриједност продате робе пројектована је са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Трошкови материјала пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Трошкови енергије пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Трошкови зарада пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Трошкови производних услуга пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Трошкови амортизације пројектовани су на бази набавне вриједности нематеријалних улагања, грађевинских објеката и опреме по стопама амортизације које примјењује предузеће "А" АД Бања Лука.

Нематеријални трошкови пројектовани су са стопом раста од 10% у односу на претходну годину.

Табела 7.

ПРОЈЕКЦИЈА БИЛАНСА УСПЈЕХА

у КМ

Позиција	ГОДИНА				
	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Приходи од продаје робе	34.000	37.400	41.140	45.254	49.779
2. Приходи од продаје учинака	1.990.216	2.189.238	2.408.161	2.648.977	2.913.875
3. Повећање вриједности залиха учина-	1.935	25.753	31.756	35.428	39.043
4. Финансијски приходи	545	522	499	476	453
I. УКУПАН ПРИХОД (1 +2)	2.026.696	2.252.913	2.481.556	2.730.135	3.003.150
5. Набавна вриједност продате робе	27.950	30.745	33.820	37.201	40.922
6. Трошкови материјала	657.344	723.078	795.386	874.924	962.417
7. Трошкови енергије	31.384	34.522	37.975	41.772	45.949
С. Трошкови зарада	230.941	254.035	279.439	307.382	338.121
9. Трошкови производних усуга	836.597	920.257	1.012.282	1.113.511	1.224.862
7. Трошкови амортизације	37.065	37.065	37.065	37.065	37.065
8. Нематеријални трошкови	50.000	55.000	60.500	66.550	73.205
9. Трошкови камата	29.836	28.504	26.975	25.120	24.546
II. УКУПНИ РАСХОДИ (5 до 12)	1.901.117	2.083.206	2.283.442	2.503.525	2.747.087
III. БРУТО ДОБИТАК (I-II)	125.579	169.707	198.114	226.610	256.063
IV. ПОРЕЗ НА ДОБИТАК (10%)	12.558	16.971	19.811	22.661	25.606
НЕТО ДОБИТАК (III-IV)	113.021	152.736	178.303	203.949	230.457

Табела 8.

ПРОЈЕКЦИЈА ОБРТНИХ СРЕДСТАВА И КРАТКОРОЧНИХ ОБАВЕЗА

у КМ

	Коефицијент обрта	Г О Д И Н А				
		2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Почетне залихе учинака		301.967	303.902	329.655	361.41 1	396.839
2. Трошкови производње		1.793.331	1.968.957	2.162.147	2.374.654	2.608.414
3. Укупно (1 + 2)		2.095.298	2.272.859	2.491.802	2.736.065	3.005.253
4. Крајње залихе учинака (3 x 0,14504)		303.902	329.655	361.411	396.839	435.882
5. Залихе малеријала	12	54.779	60.257	66.282	72.910	80.201
6. Залихе робе	12	2.329	2.562	2.818	3.100	3.410
1. Залихе (4 до 5)		361.010	392.474	430.511	472.849	519.493
7. Потраживања од купаца	12	193.378	212.716	233.987	257.386	283.125
8. Готовина	182	12.750	14.025	15.428	16.970	18.667
9. Плаћени ПДВ	12	25.717	28.289	31.118	34.229	37.652
А. ОБРТНА СРЕДСТВА (1 + 7 + 8 + 9)		592.855	647.504	711.044	781.434	858.937
1. Краткорочни кредит		171.854	177.585	182.439	185.082	199.222
2. Обавезе према добављачима и прим-	12	373.220	410.542	451.596	496.756	546.431
3. Обавезе за зараде	12	19.245	21.170	23.286	25.615	28.177
4. Остала краткорочне обавезе	12	5.191	5.710	6.281	6.909	7.600
5. Наплаћени ПДВ	12	23.345	25.680	28.247	31.072	34.179
Б. КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ (1 до 5)		592.855	640.687	691.849	745.434	815.609

НАПОМЕНА: Пројекција поменутих прихода и трошкова по годишњој стопи раста од 10% урађена је на изричиту тврдњу представника АД предузећа "А" да је та стопа раста реално остварива.

Приходи од финансирања једнаки су каматама које предузеће "А" АД наплаћује по основу дугорочних кредита за станове датих запосленима.

Трошкови камата пројектовани су на бази плана отплате дугорочних кредита и камата на краткорочне финансијске обавезе.

Порез на добитак обрачунат је по стопи од 10%.

Сагласно поменутом, пројекција биланса успеха изгледа како је приказано у табели 7.

3.1.4.2. Пројекција биланса стања

За потребе пројекције биланса стања најприје су пројектована:

- обртна средства и краткорочне обавезе,
- биланс припајања ЗП А1 доо,
- стална имовина,
- капитал,
- дугорочне обавезе.

Пројекција обртних средстава и краткорочних обавеза извршена је на бази одговарајућих позиција пројектованог биланса успеха, прописа о порезу на додатну вриједност и коефицијента обрта, што је приказано у табели 8.

Биланс припајања ЗП А1 д.о.о. Ово друштво ограничене одговорности је у цијелости власништво **предузећа "А" АД**. У току је процес припајања ЗП А1 д.о.о матичном предузећу. За потребе процјене приносне вриједности сачињен је биланс ЗП А1 д.о.о на дан 30.4.2008. године, који изгледа овако:

	У КМ
1. Залихе	2
2. Краткорочни финансијски пласмани	61.375
3. Готовина	3
4. Порез на додатну вриједност	232
ПОСЛОВНА ИМОВИНА (1 до 4)	61.612
1. Капитал	52.268
2. Обавезе из пословања	7.336
3. Остале краткорочне обавезе	354
4. Обавезе по основу пореза на добитак	1.636
5. Одложена пореска средства	18
ПОСЛОВНА ПАСИВА (1 до 5)	61.612

У пројекцију биланса стања **предузећа "А"** АД овај биланс укључен је у 2009. години на овај начин:

- за износ пословне имовине повећана је пројектована обртна имовина,
- за износ обавеза повећане су пројектоване обавезе,
- учешће у капиталу предузећа "А" АД код ЗП А1 д.о.о је 51.496 КМ, за овај износ у пројектованом билансу стања смањује се стална имовина (тачније, смањују се дугорочни финансијски пласмани) и смањен је капитал у билансу припајања ЗП А1 д.о.о па се у пројектованом билансу по основу припајања капитал повећава за 772 КМ (52.268 – 51.496).

Пројекција сталне имовине. Пројекција је урађена на овај начин:

- стална имовина је увећана за набављену опрему у 2009. години,
- стална имовина умањена је за пројектовану амортизацију, за учешћа у капиталу припојене ЗП А1 д.о.о и за износ наплаћене главнице датих дугорочних кредита.

Сагласно томе, пројекција сталне имовине је:

ПРОЈЕКТОВАНА СТАЛНА ИМОВИНА

Табела 9.

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Стање на крају претходне године	536.769	514.238	474.899	435.537	396.152
2. Нова улагања у опрему	68.281				
3. Пројектована амортизација	37.065	37.065	37.065	37.065	37.065
4. Смањење учешћа у капиталу по основу припајања ЗП А1 д.о.о	51.496				
5. Наплата главнице дугорочног кредита	2.251	2.274	2.297	2.320	2.523
СТАЛНА ИМОВИНА НА КРАЈУ ГОДИНЕ (1+2-3-4-5)	514.238	474.899	435.537	396.152	356.564

Пројекција капитала извршена је тако што је књиговодствена вриједност капитала увећана за пројектовани нето добитак, а у 2009. години увећана је и за увећање капитала по основу припајања ЗП А1 д.о.о, што изгледа овако:

ПРОЈЕКЦИЈА КАПИТАЛА

Табела 10.

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Стање на почетку године ²²	403.453	517.246	669.982	848.285	1.052.234
2. Повећање по основу припајања ЗП А1 д.о.о	772				
3. Нето добитак	113.021	152.736	178.303	203.949	230.457
КАПИТАЛ НА КРАЈУ ГОДИНЕ (1 до 3)	517.246	669.982	848.285	1.052.234	1.282.691

²² Кориговани биланс.

Табела 11.

ПРОЈЕКТОВАНИ БИЛАНС СТАЊА

у КМ

	Биланс надан процјене	2009		2010		2011		2012		2013	
		промјена	стање	промјена	стање	промјена	стање	промјена	стање	промјена	стање
1. Стална имовина	536.769	(22.531)	514.238	(39.339)	474.899	(39.362)	435.537	(39.385)	396.152	(39.588)	356.564
2. Залихе	400.519	(39.507)	361.012	31.462	392.474	38.037	430.511	42.338	472.849	46.644	519.493
3. Краткорочна потражи- вања и плаћени ПДВ	293.204	(12.502)	280.702	(39.697)	241.005	24.100	265.105	26.510	291.615	20.162	320.777
4. Готовина	631	12.121	12.752	1.273	14.025	1.403	15.428	1.542	16.970	1.697	18.667
5. Слободна средства		147.841	147.841	186.771	334.612	153.178	487.790	173.087	660.877	226.644	887.521
АКТИВА (1 до 5)	1. 231.123	85.422	1.316.545	140.470	1.457.015	177.356	1.634.371	204.092	1.838.463	264.559	2.103.022
1. Капитал	403.453	113.793	517.246	152.736	669.982	178.303	848.285	203.949	1.052.234	230.457	1.282.691
2. Дугорочне обавезе	179.530	17.570	197.100	(50.754)	146.346	(52.100)	94.237	(53.442)	40.795	(36.073)	4.722
3. Краткорочне финансиј- ске обавезе	116.579	55.275	171.854	5.731	177.585	4.854	182.439	2.643	185.082	14.140	199.222
4. Обавезе из пословања, обавезе за порезе и доп- риносе, за ПДВ и одло- жене пореске обавезе	531.561	(101.216)	430.345	32.757	463.102	46.308	509.410	50.942	560.352	56.035	616.387
ПАСИВА (1 до 4)	1.231.123	85.422	1.316.545	140.470	1.457.015	177.356	1.634.371	204.092	1.838.463	264.559	2.103.022

Пројекција дугорочних обавеза. Дугорочне обавезе пројектоване су на овај начин: у 2008. години дугорочне обавезе на дан 31.12.2007. године увећане су за износ новог дугорочног задужења по основу набавке опреме на основу финансијског лизинга. У свим годинама дугорочне обавезе су умањене за износ главнице која доспијева за плаћање у дотичној години, а утврђена је на основу плана отплате ануитета.

ПРОЈЕКЦИЈА ДУГОРОЧНИХ ОБАВЕЗА

Табела 12.

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Стање на почетку године	179.030	197.100	146.346	94.237	40.795
2. Ново задужење	61.649				
3. Отплата главнице	43.579	50.754	52.109	53.442	36.073
ДУГОРОЧНИ КРЕДИТИ НА КРАЈУ ГОДИНЕ (1 + 2 - 3)	197.100	146.346	94.237	40.795	4.722

Сагласно наведеном, пројектовани биланс стања извршен је у табели 11.

3.1.4.3. Пројекција нето тока готовине

Нето ток готовине пројектован је последије сервисирања дугова на бази пројектованог биланса успјеха и пројектованог биланса стања, што изгледа овако:

Табела 13. ПРОЈЕКТОВАНИ НЕТО ТОК ГОТОВИНЕ

у КМ

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Нето добитак ²³	113.793	152.736	178.303	203.949	230.457
2. Амортизација	37.065	37.065	37.065	37.065	37.065
I. ТОК ГОТОВИНЕ ОПЕРАТИВНЕ АКТИВНОСТИ (1+2)	150.858	189.801	215.368	241.014	267.522
3. Стална имовина	14.534	(2.274)	(2.297)	(2.320)	(2.523)
4. Залихе	(39.507)	31.462	38.037	42.338	46.644
5. Краткорочна потраживања	(12.502)	(39.697)	24.100	26.510	29.162
6. Готовина	12.121	1.273	1.403	1.542	1.697
II. ТОК ГОТОВИНЕ ИНВЕСТИЦИОНЕ АКТИВНОСТИ (3 до 6)	(25.354)	(9.236)	61.243	68.070	74.980
7. Дугорочне обавезе	17.570	(50.754)	(52.109)	(53.442)	(36.073)
8. Краткорочне финансијске обавезе	55.275	5.731	4.854	2.643	14.140
9. Обавезе из пословања, обавезе за порезе и доприносе, за ПДВ и одложене пореске обавезе	(101.216)	32.757	46.308	50.942	56.035
III. ТОК ГОТОВИНЕ ФИНАНСИЈСКЕ АКТИВНОСТИ (7 до 9)	(28.371)	(12.266)	(947)	143	34.102
НЕТО ТОК ГОТОВИНЕ (I-II+III)	147.841	186.771	153.178	173.087	226.644

²³ Пројектовани нето добитак увећан је за 772 КМ по основу повећања капитала из биланса припајања ЗП А1 д.о.о.

3.1.4.4. Формирање цијене капитала

Одлуке које доноси инвеститор носе одређени ризик, јер њихове посљедице нису извјесне за доносиоца. Већина инвеститора има аверзију према ризику, али су свјесни да је код одлука о инвестирању иманентан ризик. Стога су на одлуку о инвестирању, па и куповину предузећа спремни само под претпоставком адекватне компензације за сношење процијењеног ризика у облику минималне стопе приноса за улагање у дату имовину која се назива захтјевна стопа приноса. Овдје је ријеч о три врсте ризика:

- **пословни ризик**, који настаје усљед дјеловања фактора који се одражавају на готовински ток из пословања, а може се диференцирати на:
 - *неизбјежни, системски или тржишни ризик* на који утиче стање у економији, технолошке промјене и слични фактори;
 - ризик који се може избјећи, несистемски или корпорацијски ризик *на који утичу фактори везани за саму компанију*;
- **финансијски ризик**, који је у вези с начином финансирања компаније; јавља се код компанија које користе позајмљене изворе финансирања, чиме настаје додатни ризик за акционаре компаније – ризик банкротства, а детерминисан је структуром капитала (односно дуга према акционарској главници) те доспјелошћу обавеза према повјериоцима;
- **укупни ризик**, састоји се од ризика специфичног за сваку компанију и тржишног ризика и у основи се добије умношком пословног и финансијског ризика. Компаније које имају висок пословни ризик не би смјеле имати и висок финансијски ризик како би обезбиједиле прихватљив укупни ризик.

Дакле, цијену капитала чини збир:

- приноса на безризична улагања,
- премија за ризик улагања,
- премија ризика улагања у процјењивано предузеће.

Стопа приноса на безризична улагања утврдила је Дирекција за приватизацију РС од 3% ("Службени гласник РС", 29/04).

Стопу ризика улагања у Републици Српској утврдила је Дирекција за приватизацију РС од 6% ("Службени гласник РС", 30/04).

Премија ризика улагања у предузеће "А" АД Бања Лука, сагласно члану 11. Уредбе о методологији за процјену вриједности капитала предузећа ("Службени гласник РС" 30/04), утврђена је овако:

- величина предузећа, 4,0%
- квалитет организације, кадрова и руководства, 2,0%
- финансијски положај, 3,0%
- продајни потенцијал, 3,0%
- могућност поузданог предвиђања пословања 2,0%
СВЕГА: 14%

Сагласно овоме, цијена капитала је $23\% = (3\% + 6\% + 14\%)$.

3.1.4.5. Процјена резидуалне вриједности

Пошто се метода садашње вриједности будућих токова готовине ослања на процјену токова готовине за предвидиво будуће вријеме – пет или десет година – логично је да након његовог истека то предузеће има одређену вриједност. Због тога је посебан проблем ове методе како схватати резидуалну вриједност предузећа. У начелу, ту постоје двије могућности:

- да се узима у обзир процијењена ликвидациона вриједност имовине предузећа;
- да се процијени вриједност предузећа на принципу претпостављеног континуитета даљњег пословања предузећа.

Како смо видјели, постоји више начина за процјену резидуалне вриједности:

- дисконтована ликвидациона вриједност,
- метод мултипликатора вриједности капитала/добит,
- Гордонов модел, који се најчешће и користи.

Најчешће је, дакле, у употреби Гордонов модел²⁴, који гласи:

$$RV = \frac{DNTG}{(DS - SRr)},$$

гдје су:

RV - резидуална вриједност,

DNTG - дисконтовани нето ток готовине у резидуалној години,

DS - дисконтна стопа,

SRr - стопа раста у резидуалу.

²⁴ Леко, Вера; Влаховић, Александар; Познанић, Владимир: *Процена вредности капитала – методологија и примери*, Економски институт, Београд, 1997.

3.1.4.6. Приносна вриједност капитала (метода ДТГ)

Полазећи од пројектованог нето тока готовине, резидуалне вриједности и утврђене цијене капитала (дисконтне стопе), приносна вриједност капитала **предузећа "А"** је:

у КМ

Година	Ток готовине	Дисконтна стопа 23%	Садашња вриједност
1	2	3	4 = 2 x 3
2009.	147.841	0,813008	120.196
2010.	186.771	0,660982	123.452
2011.	153.178	0,537384	82.315
2012.	173.087	0,436897	75.621
2013.	226.644	0,355201	80.504
I. Свега			482.088
II. Резидуална вриједност	1.100.842 ^{*)}	0,355201	391.020
УКУПНО (I + II)			873.108
	*) $226.644 \times (1,02) / (0,23-0,02)$		

Према томе, приносна вриједност капитала – методом ДТГ је: **873.108 КМ.**

Овдје се чини интересантним указати на расправу проф. др Јована Родића и проф. др Милована Филиповића, који, расправљајући о динамичким методама процјене вриједности предузећа, констатују да постоји :

- приносна вриједност предузећа послје сервисирања дугова,
- приносна вриједност предузећа прије сервисирања дугова.

Након анализирања обје методе аутори ипак преферирају приносни метод послје сервисирања дугова.²⁵

Због ограниченог простора нисмо у могућности елаборирати ове двије методе., али је на овом мјесту важно напоменути да је након примијењених метода и добијених резултата по појединим методама

²⁵ Јован Родић, Милован Филиповић, Процена вредности предузећа, АСИМЕХ ДОО, Београд, 2010, стр.119.

процјене потребно извршити тестирање резултата и извршити тест прихватљивости процијењене вриједности капитала и утврдити објективну вриједност предузећа.

Закључак

Процјена вриједности предузећа увијек се врши на принципу више метода, при чему је, неријетко, обавезна процјена суспенције по књиговодственој, односно коригованој књиговодственој вриједности и по имовинској вриједности, и уз то процјена сопственог капитала примјеном најмање једне од приносних метода. Будући да имамо процјену вриједности предузећа (сопственог капитала) по више метода, тестирање је заправо избор једне од процијењених вриједности или пак њихове комбинације и доказивање да је она прихватљива како за потенцијалног инвеститора тако и за продавца а то се чини тако што се за сваку процијењену вриједност сопственог капитала утврђује стопа приноса на сопствени капитал. С тим у вези, најприје се врши монтажа биланса у коме је уграђена процијењена вриједност сопственог капитала.

Литература

1. Brealey, A. Richard и др: *Основе корпоративних финансија*, Мате, Загреб, 2007.
2. Damodarn Aswath: *Корпоративне финансије – теорија и пракса*, Подгорица, 2007.
3. Gogan, A. Patrik: *Интеграције, аквизиције и реструктурирање корпорација*, Прометеј, Нови Сад, 2004.
4. ИФРС: *Савез рачуновођа и ревизора Србије (прва и друга књига)*, 2007.
5. Илић, др Гаврило и Стевановић, др Никола: *Процена вредности предузећа, принципи и методе*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 1994.
6. Колетник, др Франц: *Колико вриједи предузеће*, Савез рачуноводствених и финансијских радника Хрватске, Загреб, 1991.
7. Леко, Вера; Влаховић, Александар; Познанић, Владимир: *Процена вредности капитала – методологија и примери*, Економски институт, Београд, 1997.
8. Међународни стандарди финансијског извјештавања – II дио, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, Бања Лука, април 2006.

9. Међународни стандарди вредновања: Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске и Финрар, Бања Лука, 2009.
10. Микеревић, др Драган: *Финансијски менаџмент*, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2009.
11. Микеревић, др Драган: *Стратешки финансијски менаџмент*, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2005.
12. Мјесто и улога рачуноводства, ревизије и финансија у новом корпоративном окружењу, 11. конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, 2007.
13. Орсаг, др Силвије: *Вредновање предузећа*, Инфоинвест д.о.о, Загреб, 1997.
14. Познанић, др Владимир и Цветановић, мр Миливоје: *Процена вредности предузећа*, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд.
15. Pratt, P. Shannon: *Valuing a Business, the Analysis and Appraisal of Closely Tied Companies*, Second Edition, Dow Jones-Irwin Homewood, Illinois, 1989.
16. Родић, др Јован: Билансирање гоодвилла, 11. конгрес СРРРС, 2007.
17. Родић, др Јован и Филиповић, др Милован: *Пословне финансије*, Београдска пословна школа, Београд, 2008.
18. Родић, др Јован: *Пословне финансије и процена вредности предузећа*, Економика, Београд, 2003.
19. Родић, др Јован: *Теорија и анализа биланса*, Привредник Беостар, Београд, 1997.
20. Schmalenbach, E.: *Dynamische Bilanz*, Westdeutscher Verlag, Köln, 1962.
21. Шкарић – Јовановић, др Ката: *Финансијско рачуноводство*, Економски факултет, Београд, 2007.
22. Van Horne, J. C.: *Финансијско управљање и политика*, Мате, Загреб, 1997.
23. Закон о привредним друштвима Републике Српске, "Службени гласник Републике Српске", 127/08.