

UDK 005.52:330.133.1
10.7251/FIN1504035R
Tajana Serdar Raković*

PREGLEDNI RAD

Primjena diskonata i premija u procjeni vrijednosti preduzeća

The use of discounts and premiums in appraisal of companies

Rezime

Ubrzanim razvojem tržišta kapitala tokom XX vijeka i širenjem zastupljenosti akcionarskih društava u praksi, primjena diskonata i premija dobija na značaju. Vrijednost preduzeća, kao i diskonti, sagledavaju se sa pozicija većinskog interesa (diskonti na nivou preduzeća) i manjinskih interesa (diskonti na nivou akcionara). Diskonti na nivou preduzeća utiču na vrijednost preduzeća kao cjeline i primjenjuju se na vrijednost kontrolnog nivoa, dok se diskonti na nivou akcionara (diskont za nedostatak kontrole i diskont za neutrživost) odnose na određenu grupu akcionara, odnosno manjinske akcionare. Diskonti za nedostatak kontrole i za neutrživost imaju značajnog efekta na visinu vrijednosti preduzeća. Cilj istraživanja je da se ukaže na stanje u procjenjivačkoj profesiji Republike Srpske s aspekta važnosti i učestalosti primjene diskonata i premija u procjenama vrijednosti preduzeća. Rezultati istraživanja u Republici Srpskoj ukazuju na to da većina ispitanih procjenjuje vrijednost većinskog interesa, dok analiza manjinskog interesa ima nešto manji stepen primjene u praksi. Korišćenje kontrolne premije, kao i diskonata za nedostatak kontrole i za neutrživost, imaće za rezultat različite procijenjene vrijednosti za većinske i manjinske akcionare. Primjena diskonata i premija zahtijeva značajan nivo angažovanja, profesionalnog rasuđivanja i veoma dobro poznavanje date materije, međutim, diskonti i premije nezaobilazan su dio procjena vrijednosti preduzeća, kako bi konačna procijenjena vrijednost odražavala stvarno stanje u zavisnosti od posmatranja sa pozicije većinskog ili manjinskog interesa.

Glavne riječi: diskont za nedostatak kontrole, diskont za neutrživost, premija za kontrolu, procjena vrijednosti preduzeća, procijenjena vrijednost.

Abstract

With accelerated development of capital markets during the XX century and the expanding presence of joint-stock companies in practice, the use of the discounts and premiums has been gaining on importance. Values of companies as well as discounts are perceived from the positions of: majority interest (discounts at company level) and minority interests (discounts at shareholder level). Discounts on company level affect the value of the enterprise as a whole and they are applied on the value of the control level, while the discounts on the level of shareholders (discount for lack of control and discount for lack of marketability) are related to a particular group of shareholders namely minority shareholders. Discounts for lack of control and lack of marketability have a significant effect on the amount of the company value. The purpose of the research is to show the situation in appraisal profession of Republic of Srpska from aspects of importance and frequency of use of discounts and premiums in appraisals of companies. Research results in the Republic of Srpska indicate that the most respondents have estimated value of the majority interest while the minority interest analysis has had slightly lower degree of implementation in practice. The use of the control premium and discounts for lack of control and lack of marketability will result in different estimated values for the majority and minority shareholders. The use of discounts and premiums requires a significant level of engagement, professional judgment and a very good knowledge of the given subject matter; however, discounts and premiums are an unavoidable part of the appraisals of the companies in order to accomplish the final estimated value reflecting the real situation, depending on the observation from the position of the majority or minority interest.

Keywords: discount for lack of control, discount for lack of marketability, control premium, appraisal of companies, estimated value of company.

UVOD

Globalizacija svjetske privrede, rastuća mobilnost kapitala, kao i geopolitička situacija u svijetu dovode do pojave novih izazova u pitanju načina procjene preduzeća i korišćenja informacija dobijenih procjenom da bi se donijele mudrije poslovne odluke. Povećanje vrijednosti preduzeća postaje uslov opstanka na tržištu, pri čemu je ključno definisanje same vrijednosti i načina procjene objektivne, realne vrijednosti preduzeća. Time problematika procjene vrijednosti preduzeća zauzima centralno mjesto u analizama, planovima i poslovnim strategijama savremenih preduzeća. Pored ključnih parametara procjene i koncepta vrijednosti, svrha procjene odlučujuće određuje sam proces i ishod procjenjivanja, u okviru čega je veoma važan vlasnički aspekt vrijednosti s koga se prilazi procjeni. U stručnoj i naučnoj javnosti postoji značajan nivo interesovanja za analizu vrijednosti i razlike između interesa većinskog i manjinskih akcionara. Obračun diskonata i premija predstavlja završnicu procjene preduzeća, koja će dati konačni pečat procijenjenoj vrijednosti vodeći računa o veoma važnom pitanju: da li se procjenjuje vrijednost za većinskog ili manjinskog akcionara.

Vrijednost preduzeća se može sagledati kao vrijednost većinskog vlasnika (kontrolna vrijednost) i vrijednost koja pripada manjinskim akcionarima (manjinska utrživa vrijednost ili ekvivalentna vrijednost javnog trgovanja – tržišna vrijednost akcija). Stoga, diskonti takođe mogu da se posmatraju kao diskonti na nivou preduzeća i diskonti na nivou akcionara. Diskonti na nivou preduzeća tiču se svih akcionara i utiču na vrijednost preduzeća kao cjeline, a primjenjuju se na vrijednost kontrolnog paketa akcija. Diskonti na nivou akcionara (diskont za nedostatak kontrole i diskont za neutrživost) jesu oni koji se odnose na jednog ili specifičnu grupu akcionara, kao što su manjinski akcionari ili akcionari s nedostatkom glasačkih prava. Diskonti na nivou akcionara se primjenjuju nakon onih na nivou preduzeća. U radu polazimo od hipoteze da primjena diskonata i premija dovodi do različite procijenjene vrijednosti za većinske i manjinske akcionare te da je potrebno primjenjivati diskonte i premije da bi procijenjena vrijednost preduzeća odražavala stvarno stanje s aspekta vlasničkog interesa. Cilj istraživanja je ukazati na stanje u procjenjivačkoj profesiji Republike Srpske s aspekta važnosti i učestalosti primjene diskonata i premija u procjenama.

U nastavku rada osvrnućemo se na teorijske osnove obračuna diskonata i premija u procjenama vrijednosti i kvantitativni model utrživosti diskonata. Razmotrićemo pitanje primjene diskonata, naročito diskonata za nelikvidnost u procjenama vrijednosti privatnih preduzeća. Zatim ćemo navesti metodologiju kojom smo se služili u istraživanju, prezentovati rezultate istraživanja u Republici Srpskoj, te naposljetku dati zaključne stavove u vezi sa primjenom diskonata i premija u procjenama vrijednosti preduzeća.

1. TEORIJSKE OSNOVE OBRAČUNA DISKONATA I PREMIJA

Ubrzanim razvojem tržišta kapitala tokom XX vijeka i širenjem zastupljenosti akcionarskih društava u praksi, primjena diskonata

i premija dobija na značaju. U zavisnosti od toga da li se polazi od pozicije kontrolnog ili manjinskog interesa, diskonte dijelimo na dvije opšte kategorije. U diskonte na nivou preduzeća, koji se primjenjuju na vrijednost kontrolnog nivoa, spadaju: diskont za zarobljene kapitalne dobitke, diskont ključne osobe, diskont za poznatu ili potencijalnu ekološku obavezu, diskont za parnice u toku, diskont za portfolio, konglomerat ili nehomogenu aktivu (neatraktivnu aktivu), te diskont za koncentraciju baze kupaca ili dobavljača (Pratt, 2009: 4). Ova vrsta diskonata može biti ukalkulisana u diskontnu ili stopu kapitalizacije u prinosnim metodama ili u multiplikatore tržišnog pristupa, u kom slučaju ova prilagođanja treba jasno objasniti.

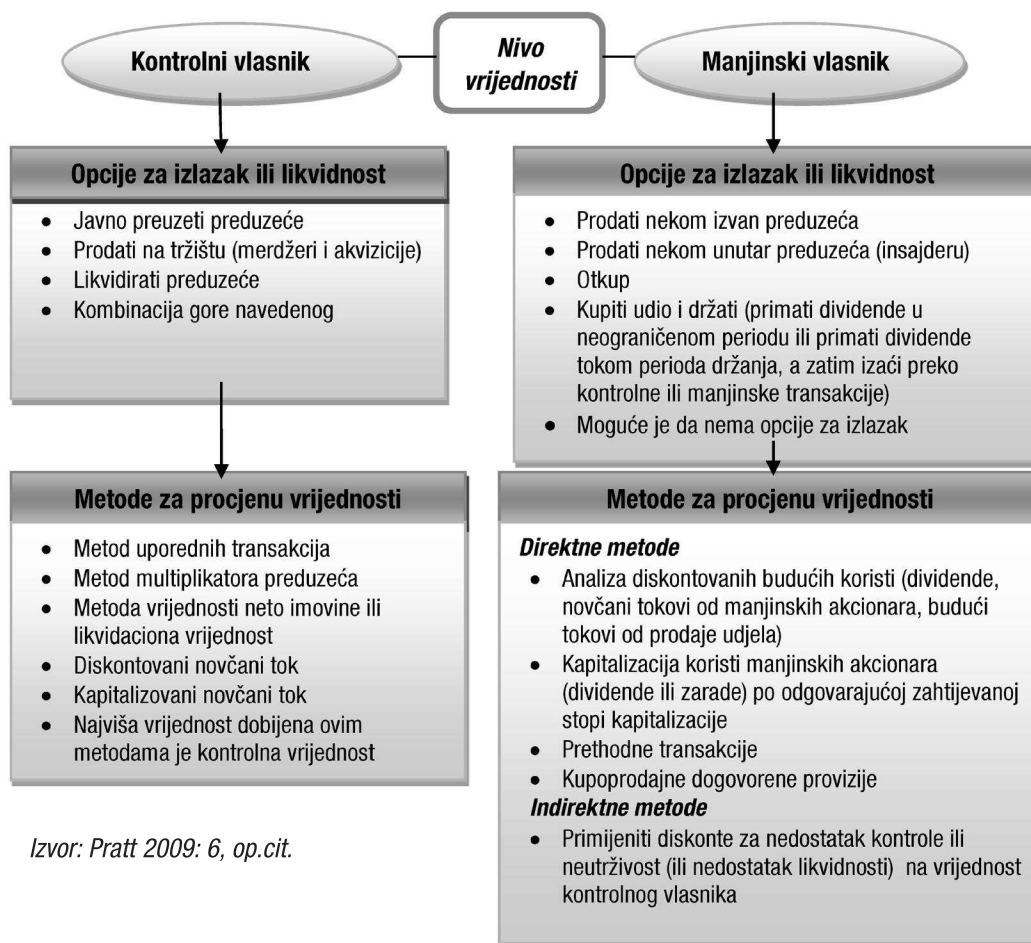
Diskonti na nivou akcionara su diskont za nedostatak kontrole i diskont za neutrživost koji se tiču jednog ili grupe manjinskih akcionara (Pratt, 2009: 3). Ostali diskonti na nivou akcionara uključuju akcije s pravom glasa naspram akcija bez prava glasa te diskonte za blokove akcija. Svi diskonti i premije se izračunavaju nakon što se okonča postupak procjene vrijednosti preduzeća.

S obzirom na prethodnu podjelu diskonata, u ovom smislu postoje i dvije grupacije metoda za procjenu vrijednosti. Metode za procjenu vrijednosti većinskog vlasnika su sve metode tržišnog, troškovnog i prinosnog pristupa (Mikerević, 2009). Najviša od ovih vrijednosti (vrijednost prema tržišnom, imovinskom ili prinosnom pristupu) smatra se kontrolnom vrijednošću. Druga grupa metoda su metode za procjenu vrijednosti manjinskih akcionara, koje se dijele na direktne i indirektno. Direktne metode su, prema Prattu (2009: 6): analiza diskontovanih budućih koristi, kapitalizacija koristi manjinskih akcionara po odgovarajućoj zahtijevanoj stopi kapitalizacije, prethodne transakcije i kupoprodajne dogovorene provizije.

Indirektno metode podrazumijevaju da se od vrijednosti preduzeća većinskog vlasnika oduzme diskont za nedostatak kontrole i diskont za neutrživost. Utrživost, prema Međunarodnom riječniku termina iz procjene vrijednosti (eng. International Glossary of Business Valuation terms), podrazumijeva mogućnost da se određena aktiva proda, dok se likvidnost odnosi na brzinu kojom neka aktiva može da se pretvori u novac bez umanjenja njene vrijednosti (AICPA, 2012). U svrhu procjene vrijednosti preduzeća, ovi pojmovi se upotrebljavaju kao sinonimi, te se utrživost ili likvidnost definiše kao sposobnost konvertovanja vlasničkih uloga u novac sa minimalnim transakcionim troškovima, brzo i po cijeni najpribližnijoj poznatoj tržišnoj cijeni (Pratt, 2009: 7).

Diskont ili premija se garantuje kada se karakteristične vrijednosti od interesa za određene subjekte (većinske ili manjinske akcionare) razlikuju od karakteristika osnovne vrijednosti na koju se premije ili diskonti primjenjuju. Diskonti i premije kvantifikuju navedenu razliku u karakteristikama dvije vrijednosti. Prema američkim Standardima procjene vrijednosti (eng. Business Valuation Standards), potrebu za izračunavanjem razlike između vrijednosti mogu da nametnu: svrha procjene vrijednosti, standardi vrednovanja ili druge okolnosti (ASA, 2009, Standard VII). S druge strane, kontrolna premija reflektuje moć kontrole i predstavlja iznos za koji proporcionalna vrijednost pripadajućeg kontrolnog udjela prevazilazi vrijednost udjela ispod kontrolnog nivoa (AICPA, 2012). Naredni grafikon prikazuje nivoe vrijednosti u zavisnosti od vlasničkog interesa u preduzeću.

Grafikon 1. Nivoi vrijednosti zasnovani na opcijama vlasnika kapitala



Primjer 1. Indirektne metode za procjenu vrijednosti manjinskih akcionara (prema: Pratt, 2009: 5). Pretpostavimo da je kontrolna vrijednost akcije određene kompanije \$10. Ovo je vrijednost akcije većinskog vlasnika i u nju je uključena premija za kontrolu. Postavlja se pitanje kako doći do vrijednosti akcije manjinskog akcionara čiji je ulog neutrživ? Naime, od kontrolne vrijednosti akcije (\$10) oduzima se diskont za manjinski interes (20%, recimo):

$$\$10 - (20\% \times \$10) = \$10 - \$2 = \$8$$

Diskont za manjinski interes je, u suštini, diskont za nedostatak kontrole manjinskih akcionara. Ovih \$8 je vrijednost akcije manjinskog akcionara čiji je ulog utrživ (utrživi manjinski interes). Međutim, ako je manjinski interes neutrživ, i tu činjenicu treba uvažiti u ovom obračunu. Sada se od \$8 vrijednosti akcije manjinskog akcionara oduzima diskont za neutrživost (45%):

$$\$8 - (45\% \times \$8) = \$8 - \$3,60 = \$4,40$$

Vrijednost akcije od \$4,40 je vrijednost akcije manjinskog akcionara čiji je ulog neutrživ (neutrživi manjinski interes). Ova vrijednost akcije od \$4,40 predstavlja vrijednost akcije umanjenu za diskont za nedostatak kontrole (\$2) i diskont za neutrživost (\$3,60).

Dakle, najznačajniji diskonti na nivou akcionara su diskonti za nedostatak kontrole i diskonti za neutrživost. Diskont za nedostatak kontrole može da se primijeni kod svih vlasničkih udjela ispod 51%. Prema Shaw (2014), određeni autori na osnovu istraživanja u SAD predlažu da ovaj diskont iznosi od 20% do 60%, ali u praksi granica nije striktna.

Kriterijumi za utvrđivanje diskonta za neutrživost u SAD obuhvataju visinu prihoda, operativnog prihoda, vremenski period analize, rang industrije (u SAD SIC¹ ili NAICS² kod) i vrste emitovanih HOV preduzeća (Pratt, 2009: 184). Diskont za neutrživost može se primijeniti ne samo na manjinski interes, nego i na kontrolni interes, ukoliko je kontrolni interes nedovoljno utrživ (DiMattia, 2008), ali samo u određenim okolnostima. Recimo, ovi diskonti mogu se ostvariti ako je preduzeće privatno, kada ima ograničene mogućnosti rasta, ako mu zarade podliježu znatnom riziku, ako je transfer zarada i akcija ograničen ili na neki drugi način ne postoji dostupno tržište za preduzeće.

Faktori koji utiču na veličinu diskonta za neutrživost dijele se u nekoliko grupa (Pratt, 2009: 187):

- veličina distribucije (dividende, isplate);
- perspektiva likvidnosti (vjerovatna dužina perioda držanja HOV);
- krug potencijalnih kupaca (utiče na perspektivu likvidnosti);
- faktori rizika (koji utiču na očekivanu stopu povrata u periodu držanja HOV, tj. na diskontnu stopu);
- perspektiva rasta (koja utiče na potencijalnu prodajnu cijenu, tj. na rezidualnu vrijednost preduzeća).

Pored ovih, bitno je spomenuti i diskont za blokove akcija (Pratt, 2009: 119). Prema Black's Law Dictionary (Garner, 2014), blockage (eng.) podrazumijeva priznavanje činjenice u domenu opozivanja da veliki blokovi akcija u nekim slučajevima ne mogu biti prodati i

¹ SIC – Standard Industry Classification.

² NAICS – North American Industry Classification System.

Vrijednost preduzeća (u milionima \$) po godinama biće:												
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	\$1.000	1\$1.050	1\$1.103	1\$1.158	1\$1.216	1\$1.276	1\$1.340	1\$1.407	1\$1.477	1\$1.551	1\$1.629	
Diskontni period		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Faktori sadašnje vrijednosti novčanog toka – PVICF		10.8333	10.6944	10.5787	10.4823	10.4019	10.3349	10.2791	10.2326	10.1938	10.1615	
Faktor sadašnje vrijednosti	10.1615	(rezidualna vrijednost) – PVTV										
Neutrživa manjinska vrijednost (NMV)	Sadašnja vrijednost novčanih tokova po godinama i rezidualna vrijednost											
PVICF	\$0.491	65.1%	1\$0.083	1\$0.073	1\$0.064	1\$0.056	1\$0.049	1\$0.043	1\$0.037	1\$0.033	1\$0.029	1\$0.025
PVTV	\$0.263	34.9%	1\$0.263									
NMV	\$0.754	100.0%										
Izvođenje diskonta za neutrživost:												
Manjinska utrživa vrijednost (Vrijednost preduzeća)											\$1.000	
Minus: Neutrživa vrijednost (Vrijednost za akcionare)											-	\$0.754
Diskont za neutrživost (\$)											\$0.246	
Diskont za neutrživost (%)											24.6%	

Izvor: Pratt 2009: 217–218.

Navedeni primjer prezentuje vrijednost manjinskog neutrživog interesa i diskonta za neutrživost. Očekivani period držanja akcija je deset godina i predstavlja period za koji se vrši prognoza, a nakon tog perioda očekuje se primitak rezidualne vrijednosti (očekuje se da ulaganje postane utrživo). Očekivani stopa dividende od 10% predstavlja inicijalni novčani tok akcionara od \$0.10 miliona (\$1 milion x 10% očekivanog prinosa = \$0.10 miliona). Očekivani rast dividendne stope (distribucije novčanog toka prema akcionarima) od 5% određuje očekivane novčane tokove akcionara po godinama projekcije. Pretpostavlja se da se na kraju godine završava diskontni period za prvu, drugu i svaku sljedeću godinu. Očekivani rast vrijednosti u toku perioda držanja akcije je 5%, što rezultira rezidualnom vrijednošću preduzeća od \$1.629 miliona (1.05^{10}). U ovom primjeru nema premije niti diskonta na nivou preduzeća. Zahtijevani povrat u toku perioda držanja od 20% definiše faktore sadašnje vrijednosti primjenljive na svaki od projektovanih novčanih tokova i rezidualnu vrijednost.

Inputi modela QMDM definišu projektovane novčane tokove i korespondentnu sadašnju vrijednost faktora za diskontovanje novčanih tokova na nivou akcionara. Mehanizam primjene faktora sadašnje vrijednosti na različite novčane tokove je isti kao u slučaju modela diskontovanih novčanih tokova na nivou preduzeća. Indikovana vrijednost neutrživog manjinskog interesa ($V_{sh} = \$0.754$ miliona) jeste suma sadašnje vrijednosti novčanih tokova (\$0.491 milion) i sadašnje vrijednosti projektovane rezidualne vrijednosti (\$0.263 miliona). Odgovarajući diskont za neutrživost od 24.6% opisuje vezu između vrijednosti na nivou preduzeća i vrijednosti na nivou akcionara.

Dvije široke kategorije diskonata, za nedostatak kontrole i za neutrživost, imaju značajnog efekta na visinu vrijednosti preduzeća, te njihova primjena zahtijeva značajno profesionalno prosuđivanje, analizu odlučujućih okolnosti te ocjenu konačnog ishoda procjene. Zbog osjetljivosti determinanti koje ulaze u njihov obračun, izračunavanje diskonata i premija predstavlja ozbiljan posao, međutim, bez diskonata i premija koji reflektuju karakteristike vlasništva, procijenjena vrijednost ne bi predstavljala pouzdan iznos, u zavisnosti od toga posmatra li se s nivoa kontrolnog ili manjinskog interesa.

2. PRIMJENA DISKONATA U PROCJENAMA PRIVATNIH PREDUZEĆA

Određeni problemi u procjeni javljaju se isključivo kod procjene vrijednosti privatnih preduzeća. Pošto ne podliježu strogim računovodstvenim pravilima i propisima objelodanjivanja, informacije dostupne za preduzeća koja ne kotiraju na berzi mnogo su ograničenije, po dubini i istorijski gledano. Takođe, kod privatnih preduzeća nedostaju važni tržišni inputi za procjenu parametara rizika, kakvi su beta i standardna devijacija. Odlučujući faktor za visinu procijenjene vrijednosti preduzeća koja ne kotiraju na berzi jeste svrha procjene vrijednosti (Scheibel, Klein, 2013). Za razliku od preduzeća koja kotiraju na tržištu kapitala, privatna preduzeća imaju visoke transakcione troškove, a likvidacioni troškovi kao procenat vrijednosti preduzeća mogu biti znatni. Stoga vrijednost sopstvenog kapitala u privatnom poslu mora da bude diskontovana za ovu potencijalnu nelikvidnost (Block, 2007). Diskont za nelikvidnost varira između preduzeća i potencijalnih kupaca privatnog preduzeća iz sljedećih razloga:

- likvidnost aktive preduzeća – ukoliko je aktiva privatnog preduzeća likvidna i može biti prodana bez značajnog gubitka vrijednosti, diskont za nelikvidnost će biti zanemarljiv;
- finansijsko zdravlje i novčani tokovi preduzeća – ako preduzeće ima visok dobitak i pozitivne novčane tokove, diskont za nelikvidnost biće manji, i obrnuto;
- mogućnost da preduzeće postane akcionarsko društvo odnosno da počne da kotira na tržištu kapitala – što je ova mogućnost veća, diskont za nelikvidnost biće manji;
- veličina preduzeća – diskont za nelikvidnost biće manji ako je preduzeće veće.

Vrijednosti preduzeća koja kotiraju na tržištu kapitala se ne objavljuju, objavljena je samo cijena po kojoj se kupuju i prodaju, a diskont za nelikvidnost je upravo razlika između vrijednosti i cijene (Damodaran, 2012). Istraživanja nelikvidnosti sprovedena su na paketima akcijama

koje su bile suspendovane s tržišta kapitala (izdaju ih preduzeća koja kotiraju na berzi, ali se njima ne trguje i nisu registrovana u SEC, te ne mogu biti prodane na otvorenom tržištu u toku dvogodišnjeg perioda). Rezultati nekoliko studija (Silber, 1991) pokazali su da je diskont za nelikvidnost za ove akcije iznosio od 33.75% do 35% (analize su obuhvatale periode od 1969. do 1990). Generalno, kod nelikvidnih investicija postoji značajan diskont.

Pravilo palca kod privatnih preduzeća postavlja visinu diskonta za nelikvidnost na 20%–30% procijenjene vrijednosti (Koeplin, Sarin, Shapiro, 2000). Za Pratta (2008: 384) ovaj diskont je oko 25%, dok Block (2007) navodi da se isti kreće od 20% do 25% (period 1999–2006). S druge strane, na osnovu istraživanja u SAD određeni autori predlažu da diskont za nedostatak kontrole iznosi od 20% do 60%, ali u praksi granica nije striktna (Shaw, 2014). Kako navode američki autori, diskont za nelikvidnost još je viši kod preduzeća izvan SAD (ako se gleda iz njihovog ugla). Ako se procjenjivač odluči da prilagodi diskont za nelikvidnost kako bi odrazio razlike između preduzeća, može koristiti navedeni diskont za nelikvidnost utvrđen za suspendovane akcije, uz uvažavanje visine prihoda preduzeća i postojanje pozitivnih novčanih tokova. Pored toga, moguće je ispitati veličinu raspona ponuđenih i prodajnih cijena (bid-ask spread) za preduzeća iz iste industrijske grane koja kotiraju na berzi i potom procijeniti diskont za nelikvidnost kod privatnog preduzeća (Damodaran, 2012: 670). Što se tiče premije za kontrolu, primjenjivaće se ako je na prodaju ponuđeno 51% i više sopstvenog kapitala privatnog preduzeća koji obezbjeđuje kontrolu nad istim. Kontrolna premija se utvrđuje na isti način kao i za preduzeća čijim akcijama se trguje na tržištu kapitala (Pratt, 2008: 384–386).

Privatno preduzeće koje se prodaje imaće veću vrijednost ukoliko je potencijalni kupac preduzeće koje kotira na tržištu kapitala, a ne privatni investitor. Kada je kupac diverzifikovan, za trošak sopstvenog kapitala koristiće se tržišna umjesto ukupne bete, a diskontna stopa će biti niža. Takođe, vrijednost koju će preduzeće postići ako se uključi na tržište kapitala prevazići će vrijednost koju će ponuditi privatni investitor. Da li će se i koliki diskont za nelikvidnost primjenjivati, umnogome zavisi od pristupa i razloga procjene. Prema tome, kod privatnih preduzeća, veoma važni momenti u procjeni su utvrđivanje cijene sopstvenog kapitala, obračun novčanih tokova i diskonta za nelikvidnost, a u odnosu na preduzeća koja kotiraju na tržištu kapitala, svrha procjene mnogo drastičnije utiče na visinu procijenjene vrijednosti preduzeća.

3. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE PRIMJENE DISKONATA I PREMIJA U PROCJENAMA VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA U REPUBLICI SRPSKOJ

3.1. Metode i instrumenti istraživanja

Metodologija istraživanja razvijena je konsultovanjem naučne literature uz prilagođavanje temi i predmetu istraživanja. Istraživanje je sprovedeno u Republici Srpskoj, analizom stanja u procjenjivačkoj profesiji i problematike diskonata i premija u procjenama vrijednosti. Podaci su prikupljeni metodom anketnog upitnika na osnovu slučajnog uzorka od 78 procjenjivača koji posjeduju sertifikat i licencu ovlaštenog procjenjivača. Upitnik ima karakteristike kvantitativnog i kvalitativnog istraživanja. (Registar ovlaštenih procjenjivača u BiH sa važećom licencom za 2015. godinu broji 128 procjenjivača). Većina pitanja je zatvorenog tipa: direktna pitanja, pitanja s ponuđenim odgovorima nabrojanim i pitanja s ponuđenim odgovorima intenziteta.

Od ukupno podijeljenih 100 anketa, popunjeno je 78, tj. 78%, što smatramo veoma dobrim odzivom ispitanih. Stavovi iz velikog broja pitanja analiziraju se korišćenjem instrumenta skala: Likertove skale, grafičkih, numeričkih i deskriptivnih skala. Budući da se radi o istraživanju iz društvenih nauka i s obzirom na specifičnost analize i prikupljanje podataka na mikronivou, koje je upućeno na upitnike, izabrane su statističke metode iz domena deskriptivne statistike (proporcije i grafičko prikazivanje podataka) i statističkog zaključivanja (hi-kvadrat test) kao najpogodnije za interpretaciju rezultata.

3.2. Rezultati istraživanja

Analiza je pokazala da je kod izračunavanja premija i diskonata te utvrđivanja većinskog i manjinskog interesa, približan broj ispitanih koji su u toku rada procjenjivali vrijednost kontrolnog i onih koji su procjenjivali vrijednost manjinskog interesa (grafikon 2). Osim toga, treba naglasiti da postoji velika zavisnost između tih stavova u smislu da su oni koji su procjenjivali vrijednost kontrolnog interesa procjenjivali i vrijednost manjinskog interesa, ali i obrnuto (tabela 2). Značajnost ovoga je potvrđena primjenom hi-kvadrat testa ($\chi^2_{emp.} = 30.41 > \chi^2_{(3; 0.001)} = 16.266$), odnosno postoji značajna statistička razlika između grupe koja je procjenjivala kontrolni i one koja je procjenjivala manjinski interes.

Tabela 2. Procjena kontrolnog i manjinskog interesa u Republici Srpskoj

			Da li ste u toku rada procjenjivali vrijednost manjinskog interesa?		Ukupno
			Da	Ne	
Da li ste u toku rada procjenjivali vrijednost kontrolnog interesa?	Da	Broj	30	10	40
		%	75.0%	25.0%	100.0%
	Ne	Broj	5	33	38
		%	13.2%	86.8%	100.0%
Ukupno	Broj		35	43	78
	%		44.9%	55.1%	100.0%

Hi-kvadrat test	Vrijednost	df	Značajnost (p)
Pearsonov χ^2	30.41	3	0.00000113

Izvor: istraživanje autora

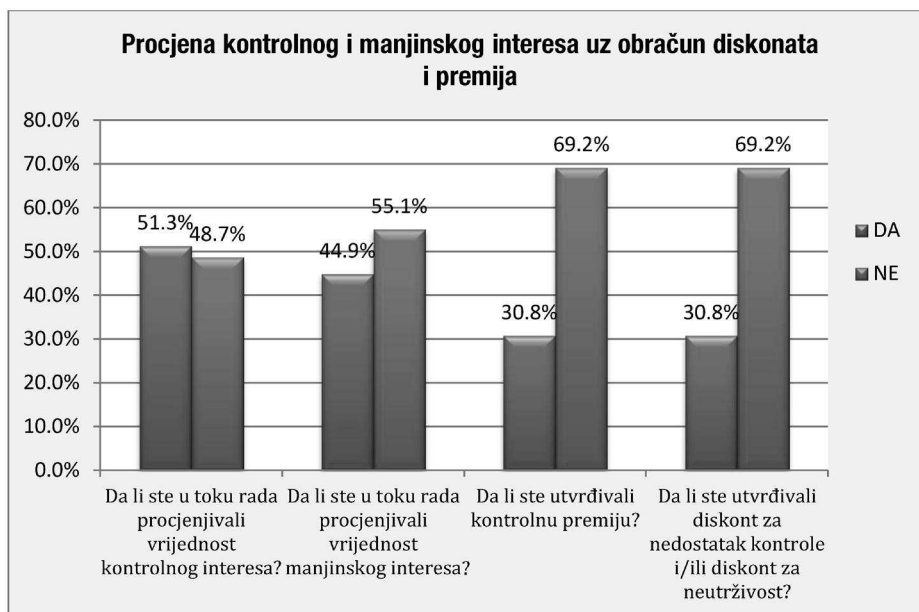
Od ukupnog broja anketiranih, 75% ih se izjasnilo da je radilo procjenu vrijednosti i većinskog i manjinskog interesa, a 25% procjenjivača nije nikada procjenjivalo vrijednost manjinskog interesa, ali se bavilo

procjenama kontrolnog odnosno većinskog interesa u preduzeću. Mali broj ispitanih, odnosno 13.2%, procjenjivalo je vlasnički udio manjinskih akcionara, a da pritom nije utvrđivalo vrijednost kontrolnog interesa.

S druge strane, 86.8% je ispitanih koji nisu procjenjivali ni manjinski ni većinski interes, što je zabrinjavajući podatak, imajući u vidu da je procjena vrijednosti sopstvenog kapitala sastavni dio procjene vrijednosti preduzeća. Razloge za ovakvu situaciju, pored određenog broja mladih procjenjivača koji još nisu samostalno uradili nijednu procjenu,

možemo tražiti u tome što veliki broj procjenjivača radi samo jedan dio procjene i utvrđuje vrijednost samo određenih imovinskih kategorija u preduzeću (recimo zemljišta, određenog pogona, postrojenja i sl.). Od procjenjivača koji su istovremeno i sudski vještaci često se traže procjene samo određenog dijela imovine preduzeća.

Grafikon 2. Procjena kontrolnog i manjinskog interesa i primjena diskonata i premija



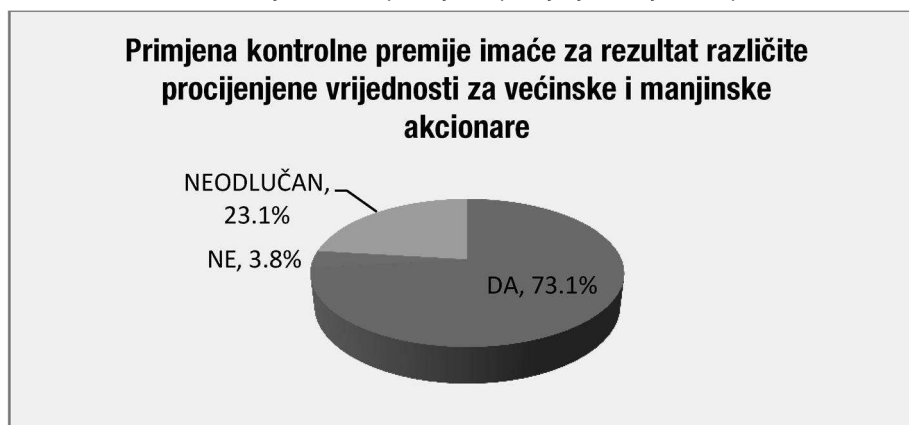
Hi-kvadrat test	Vrijednost	df	Značajnost (p)
Pearsonov χ^2	10.455	3	0.01506929
Yatesov χ^2	9.059		0.02851665

Izvor: istraživanje autora

Vrijednost kontrolnog interesa procjenjivalo je 51.3% od ukupnog broja ispitanih, dok je kod manjinskog interesa pozitivan odgovor dalo 44.9%. Kako se može vidjeti na grafikonu, struktura procjenjivača koji su utvrđivali kontrolnu premiju ili diskont za nedostatak kontrole/ diskont za neutrživost je identična, u omjeru 30:70. Dakle, procjenjivači koji su koristili premije i diskonte u svojim procjenama (30.8%), utvrđivali su i jedno i drugo. I ovdje je zavisnost izražena

(χ^2_{emp} viši je od granične vrijednosti za značajnost od 5% i $df=3$). Konkretno, oni koji su utvrđivali diskont za nedostatak kontrole/ diskont za neutrživost, u preko 70% slučajeva su utvrđivali i kontrolnu premiju, dok oni koji to nisu radili u 87% slučajeva nisu ni utvrđivali kontrolnu premiju. U vezi sa ovim, a u cilju dokazivanja hipoteze, interesantni su naredni grafikoni.

Grafikon 3. Uticaj kontrolne premije na procijenjenu vrijednost preduzeća



Hi-kvadrat test	Vrijednost	df	Značajnost (p)
Pearsonov χ^2	59.769	2	0.0

Izvor: istraživanje autora

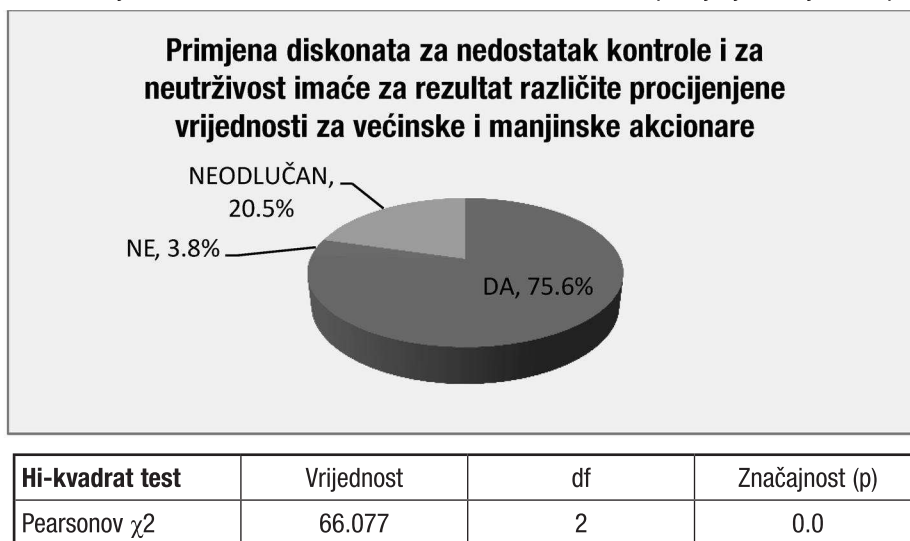
Sa tvrdnjom da će obračun kontrolne premije dovesti do različite procijenjene vrijednosti za većinskog i manjinskog akcionara slaže se 73.1% ispitanih. Ovo je razumljivo jer kontrolna premija odražava

moć kontrole i povećava vrijednost koja proporcionalno pripada kontrolnom udjelu. Uočava se da se veoma mali broj ispitanih ne slaže s ovom tvrdnjom (3.8%), dok je preostali broj procjenjivača

koji nisu dali pozitivan odgovor neodlučan. Takođe, hi-kvadrat test čija je vrijednost znatno iznad granične (13,816) uz veoma mali

rizik od 0.1% i $df=2$, pokazao je veliku statističku razliku između broja ispitanih u ove tri grupe ($p<0.001$).

Grafikon 4. Uticaj diskonata za nedostatak kontrole i za neutrživost na procijenjenu vrijednost preduzeća

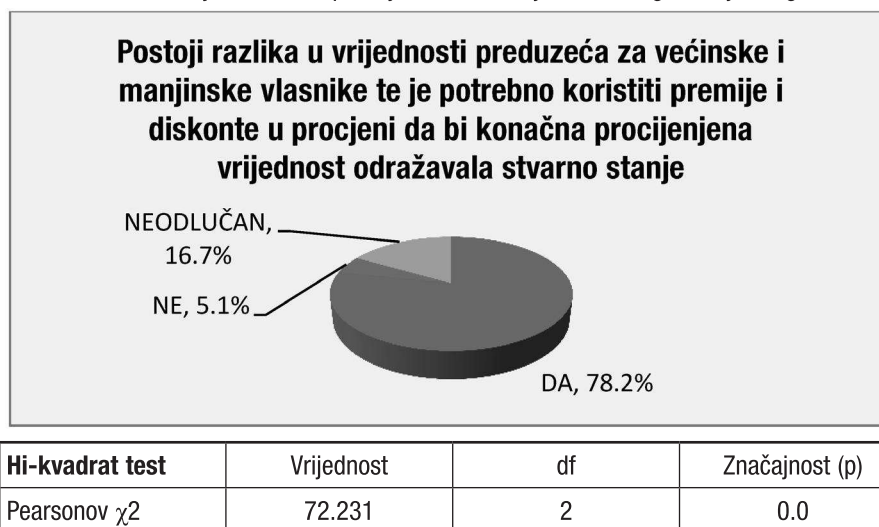


Izvor: istraživanje autora

Veoma slična situacija uočava se kod ispitivanja uticaja diskonata na procijenjenu vrijednost, s tim što je procenat procjenjivača koji su se pozitivno izrazili o ovom pitanju povećan na 75.6% nauštrb neodlučnih ispitanika (20.5%). Kao i u prethodnom slučaju, postoji značajna statistička razlika između broja ove tri grupe ispitanih

($p<0.001$). Diskont za neutrživost se primjenjuje na udjele manjinskih akcionara koji su neutrživi, te je očigledno da će primjena diskonata za neutrživost ili za nedostatak kontrole smanjiti procijenjenu vrijednost manjinskog u odnosu na kontrolni interes.

Grafikon 5. Značaj diskonata i premija za utvrđivanje kontrolnog i manjinskog interesa



Izvor: istraživanje autora

Svega 5% ispitanih smatra da ne postoji razlika u vrijednosti preduzeća za većinske i manjinske vlasnike te nije potrebno koristiti premije i diskonte da bi procjena vrijednosti odražavala stvarno stanje. Na ovo pitanje 16.7% ispitanih nije bilo sigurno kako da odgovori, dok je velika većina (78.2%) saglasna po tom osnovu. Kao i kod prethodna dva pitanja, statistička razlika između tri grupe procjenjivača je značajna, uz rizik greške od 0.1% ($\chi^2_{emp.} > \chi^2_{(2; 0.001)}$). Zapaža se da u našoj zemlji u procjenjivačkoj profesiji još uvijek ima nedoumica i otvorenih pitanja u vezi sa diskontima i premijama, te da je potrebno raditi na podizanju nivoa znanja u ovoj oblasti procjene.

Iz prethodnog je očigledno da većina ispitanih poznaje i procjenjuje vrijednost kontrolnog interesa, dok manji procenat utvrđuje vrijednost manjinskog interesa. Manjinski interes se uz obračun diskonata utvrđuje u 30.8% slučajeva, dok preostali procjenjivači (14.1%) manjinski interes utvrđuju na isti način kao i kontrolni. Pošto će vremenom, jačanjem tržišta kapitala i uključivanjem većeg broja građana u akcionarski oblik

vlasništva, sigurno porasti potreba za utvrđivanjem manjinskog interesa, potrebno je vršiti edukacije u ovoj oblasti procjene i naglašavati značaj i potrebu primjene diskonata; mada i sada postoji potražnja za utvrđivanjem vrijednosti sopstvenog kapitala manjinskih akcionara u sudskim slučajevima koji se vode o ovom pitanju. Rezultati potvrđuju postavljenu hipotezu, budući da nedvosmisleno ukazuju na to da, po mišljenju anketiranih (tačnije, velike većine od preko 70%), primjena kontrolne premije i diskonta ima za rezultat različite procijenjene vrijednosti za većinske i manjinske akcionare.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Vrijednost preduzeća, kao i diskonti, sagledavaju se sa pozicija većinskog vlasnika (diskonti na nivou preduzeća) i manjinskih ak-

cionara (diskonti na nivou akcionara). Diskonti na nivou preduzeća tiču se svih akcionara i primjenjuju se na vrijednost kontrolnog nivoa, dok se diskonti na nivou akcionara (diskont za nedostatak kontrole i diskont za neutrživost) odnose na određenu grupu akcionara, kao što su manjinski akcionari ili akcionari s nedostatkom glasačkih prava. U skladu s ovim, kategorišu se i metode za utvrđivanje vrijednosti većinskog interesa (sve metode prinostnog, tržišnog i troškovnog pristupa), te metode za utvrđivanje vrijednosti manjinskog interesa, direktne i indirektno. Indirektno metode podrazumijevaju da se od vrijednosti preduzeća većinskog vlasnika oduzme diskont za nedostatak kontrole i diskont za neutrživost.

Kod procjene vrijednosti privatnih preduzeća s obzirom na nedostatak tržišnih informacija, veće transakcione troškove i manju likvidnost, primjenjuje se diskont za nelikvidnost. Diskont za nelikvidnost je upravo razlika između vrijednosti i cijene po kojoj se privatno preduzeće kupuje i prodaje, i značajan je kod nelikvidnih investicija. Diskonti na nivou akcionara, za nedostatak kontrole i za neutrživost, imaju značajnog efekta na visinu vrijednosti preduzeća.

U radu je utvrđeno da postoji zavisnost između procjene kontrolnog i manjinskog interesa, te su, u slučaju utvrđivanja kontrolnih premija, utvrđivani i diskonti, i obrnuto. Rezultati istraživanja ukazuju da većina ispitanih procjenjuje vrijednost većinskog interesa, dok analiza manjinskog interesa ima nešto manji stepen primjene u praksi. Primjena kontrolne premije, kao i diskonata za nedostatak kontrole i za neutrživost, imaće za rezultat različite procijenjene vrijednosti za većinske i manjinske akcionare. Kako bi konačna procijenjena vrijednost odražavala stvarno stanje sa aspekta vlasničkog interesa, potrebno je primjenjivati diskonte i premije u procjenama, čime je dokazana postavljena hipoteza.

Dakle, u procjenjivačkoj praksi u Republici Srpskoj još uvijek ima nedoumica i otvorenih pitanja u vezi sa diskontima i premijama. Pošto će vremenom, jačanjem tržišta kapitala i uključivanjem većeg broja građana u akcionarski oblik vlasništva, sigurno porasti potreba za utvrđivanjem manjinskog interesa, potrebno je vršiti edukacije u ovoj oblasti procjene i naglašavati značaj i potrebu primjene diskonata; mada i sada postoji potražnja za utvrđivanjem vrijednosti sopstvenog kapitala manjinskih akcionara u sudskim slučajevima koji se vode o ovom pitanju. Primjena diskonata i premija zahtijeva značajno profesionalno prosuđivanje, analizu odlučujućih okolnosti te ocjenu konačnog ishoda procjene. Zbog osjetljivosti determinanti koje ulaze u njihov obračun, izračunavanje diskonata i premija predstavlja ozbiljan posao, međutim, bez diskonata i premija koji reflektuju karakteristike vlasništva, procijenjena vrijednost ne bi predstavljala pouzdan iznos, u zavisnosti od toga posmatra li se s nivoa kontrolnog ili manjinskog interesa.

IZVORI

1. American Institute of Certified Public Accountants [AICPA] (2012). International Glossary of Business Valuation Terms. Statement on Standards for Valuation Services No. 1. [Online] AICPA. Available from: http://www.aicpa.org/InterestAreas/ForensicAndValuation/Resources/Standards/downloadable-documents/international_glossary_of_bv_terms.pdf [Accessed: 21/11/2015]
2. American Society of Appraisers [ASA] (2009). ASA Business Valuation Standards. [Online] ASA. Available from: http://www.appraisers.org/docs/default-source/discipline_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0 [Accessed: 22/11/2015]
3. Block, S. (2007). „The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies“. *Journal of Applied Finance*. 17 (2), 33–40.
4. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd Ed. New Jersey: John Wiley and Sons.
5. DiMattia, R. D. (2008). „Controlling Interests – Discount for Lack of Marketability: the Empirical Evidence“. CPA Expert. [Online] Summer, 2008. Available from: http://www.corporatevaluepartners.com/news/art_081208.pdf. [Accessed: 20/10/2015]
6. Garner, B. A. (ed.) (2014). *Black's Law Dictionary*. 10th Ed. New York: Thompson West.
7. Koeplin, J., Sarin, A., Shapiro, A. (2000). „The Private Company Discount“. *Journal of Applied Corporate Finance*. 12 (4), 94–101.
8. Mikerević, D. (2009). *Principi i praksa procjene vrijednosti preduzeća*. Banja Luka: Finrar.
9. Pratt, S. (2009). *Business Valuation: Discounts and Premiums*. New Jersey: John Wiley and Sons.
10. Scheibel, M., Klein, C. (2013). „What Influences the Discount Applied to the Valuation for Controlling Interests in Private Companies? (An Analysis Based on the Acquisition Approach for Comparable Transactions of European Private and Public Target Companies)“. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*. Vol. 8 (1), 1–25.
11. Silber, W. L. (1991). „Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices“. *Financial Analysts Journal*. 47, 60–64.
12. Shaw, J. (2014). Liquidity Discounts for Valuations of Closely Held Businesses. [Online] Grant Thornton. Available from: http://www.grant-thornton.co.uk/Global/Publication_pdf/liquidity-discounts-for-valuations-of-closely-held-businesses.pdf. [Accessed: 20/10/2015]