

Shannon P. Pratt

The market approach to valuing businesses

(John Wiley & Sons, Inc, New York, 2001.)

Процена вредности предузећа или неког дела предузећа није нимало лак посао. Проценитељ мора поседовати велики степен знања, аналитичности и упорности како би процењена вредност што тачније одражавала вредност имовине односног привредног субјекта. Због чега се врши процена вредности капитала? Тренутно, најзначајнији разлог процене у нашој земљи је процес приватизације, одн. трансформације предузећа у друштвеној и државној својини у приватна предузећа, да би се добила вредност која би требало да буде један од важних фактора цене по којој ће се предузећа продавати. Међутим, евалуација предузећа може се вршити и као последица одлуке менаџмента да се утврди тренутна зарађивачка способност предузећа, због потреба фискауса, услед случајева обештећења, реорганизације предузећа у случају банкротства и слично. Без обзира на разлог процене, аналитичар може да примени већи број метода за процену вредности предузећа полазећи од приносне методе, преко методе књиговодствене вредности и кориговане књиговодствене вредности, метода ликвидационе вредности до тржишног метода у процени вредности капитала. Услед недовољне развијености тржишта капитала, у нашој земљи још није примењиван концепт тржишног приступа процени вредности, па се јавља потреба да се да приказ једне од књига која би засигурно могла да буде добра полазна основа проценитељима за релативно скору примену овог метода у условима наше привреде. То је књига *Shannon P. Pratt*-а под називом *The market approach to valuing businesses*.

Shannon P. Pratt је оснивач и директор једног од најстаријих и највећих независних предузећа које се бави консалтингом, економском и финансијском анализом и које своје подружнице има у свим већим градовима САД-а. Више од 30 година овај плодни економиста бави се питањима процене вредности у случајевима стварања мерцера и пословних комбинација, проблемима опорезивања, питањима купопродајних уговора, решавањем питања везаних за мањинске акционаре, користећи најразличитије концепције евалуације.

По чему се књига *The market approach to valuing businesses* разликује од већег броја других књига из области процене вредности капитала? Прво, требало би имати у виду да се тржишни приступ у евалуацији капитала примењује у земљама које имају дугу традицију функционисања тржишта капитала, пошто се базичне информације добијају са берзи. Без обзира на то, већи број књига, и у САД-у, и у Европи, бави се другим, чешће коришћеним

методама процене вредности предузећа, као што су: метод дисконтовања нето новчаних токова (приносни метод), метод књиговодствене вредности и метод ликвидационе вредности. Ово указује на велики значај ове књиге, јер је једна од ретких која се директно бави проблемима тржишног метода евалуације капитала. Друго, није занемарљива ни околност да је аутор књиге велики део живота провео бавећи се конкретним проблемима процене вредности капитала, тако да је у овој књизи уграђено његово велико искуство, па књига има више прагматичан него теоријски приступ. Треће, што је већ речено, ова књига може представљати одличну основу за године када се приводи крају процес приватизације, када ће упоредо доћи до даљег развоја тржишта капитала и што ће представљати базичан услов за потпуну примену тржишног концепта у процени вредности капитала предузећа.

Књига *The market approach to valuing businesses* је веома добро структурирана, и свако поглавље или део књиге указује на велики степен аналитичности аутора, који теоријске концепције евалуације повезује са богатим искуством из праксе. Оно што се може уочити јесте да је научни стил писања комбинован са прагматичним стилем, разумљив и прилагођен потребама економисте који поседује одговарајуће знање из области финансија, рачуноводства и ревизије. Но, у исто време, свако кога занима ова област може врло лако да схвати основе овог приступа процени вредности предузећа, што указује на чињеницу да је аутор успео да прилично сложен тржишни метод процене прикаже на прихватљив начин.

Књига се састоји из увода, пет основних поглавља и веома богатих прилога на крају. Свако поглавље састоји се из неколико повезаних делова, а на крају сваког дела дат је сажетак, односно резиме.

Уводни део књиге започиње системом нотације који је коришћен у току писања. До дефинисања овог система нотације долази услед честе конфузије која настаје за финансијске аналитичаре, имајући у виду да ипак не постоји један општеприхваћен систем нотације за дату област, тако да аутор на овај начин избегава било какву могућност забуне. Аутор нас затим упознаје са теоријом и значајем процене вредности предузећа тржишном методом дефинишући основне циљеве, да би након тога објаснио све аспекте значаја ове методе кроз историјски развој, дајући сјајне примере из праксе, када је овај метод процене био најбољи за примену.

Прво поглавље књиге носи наслов „*Defining market multiples and market approach methods*“ и састоји се од четири повезана дела. У првом делу овог поглавља аутор нас упознаје са начином обрачуна тржишних мултипликатора који се користе као основа за евалуацију капитала. Све мултипликаторе дели на мултипликаторе

сопственог капитала (*equity multiples*) и мултипликаторе укупног, односно укупно инвестираног капитала (*invested capital multiples*). *Shannon P. Pratt* у овом делу јасно врши поделу капитала на сопствени и укупно инвестирани капитал, јер често долази до забуне око елемената тих врста капитала. Под сопственим капиталом аутор подразумева гарантну супстанцу предузећа, и у случају акционарског друштва, то је укупна вредност редовних акција које је друштво емитовало, док укупно инвестирани капитал, осим редовних акција, обухвата и вредност преференцијалних акција и дугорочних обавеза, заједно са текућим ратама по основу дугорочних дугова. Аутор даје назнаке да тржишни приступ процени вредности предузећа претпоставља компарацију предузећа чија се вредност процењује, са предузећем које је по одређеним карактеристикама (величини, приносној снази, тржишном уделу, висини и структури трошкова) слично процењиваном. Он упућује читаоца на закључак да се тржишни мултипликатори обрачунавају на бази тржишних, а не књиговодствених вредности. На овом месту читалац се упознаје са суштином тржишног приступа, који подразумева да се на бази односа две величине у компарабилном предузећу израчунава трећа, која служи као основица за процену вредности предузећа чији се капитал процењује. У наставку, аутор на практичан начин, кроз једноставне примере, указује на основне врсте мултипликатора сопственог и укупно инвестираног капитала користећи податке из финансијских извештаја конкретног предузећа. *Pratt* закључује да се мултипликатори сопственог капитала обично рачунају по једној акцији, а мултипликатори укупно инвестираног капитала на бази укупне вредности акција. Он анализира случајеве када се у инвестирани капитал може, изван правила које је већ раније дефинисао, урачунати и износ краткорочних дугова и закључује да ће се то догодити увек када краткорочне обавезе показују значајне сезонске флукуације. Пред крај овог дела књиге упознајемо се са врло важном чињеницом, а то је да временски период који се узима за мерење одређених финансијских варијабли које учествују у обрачуна мултипликатора, мора бити идентичан за процењивано и упоредно предузеће. На крају овог сегмента, објашњена је веома важна веза између тржишног мултипликатора и стопе капитализације, где се јасно уочава да су ове две варијабле у реципрочном односу.

У другом делу првог поглавља аутор нас упознаје са првим методом за процену вредности предузећа путем тржишног приступа, а то је метод мултипликације. Аутор нас недвосмислено упућује на то које се компаније могу сматрати компарабилним са процењиваним предузећем. Он полази од праксе која је заступљена у САД-у и констатује да је први услов да би се нека компанија могла узети као компаративна, тај да је она чланица Државне комисије за

хартије од вредности и берзу САД-а. То значи да се акцијама тих предузећа слободно тргује на тржишту капитала, а да се од поменуте комисије могу добити све потребне информације о јавним компанијама у САД-у које су неопходне да би се направио прави избор компарабилног предузећа. Неопходне податке заинтересована лица црпу из база података ове Комисије, као што су годишњи извештаји (*10-K annual report*), квартални извештаји (*10-Q quarterly report*) и извештаји о специјалним догађајима (*8-K special events filing* – подаци о преузимањима и мерцирању). Сви наведени извештаји налазе се у електронској бази података *EDGAR*. Аутор, међутим, сматра да постоји још неколико добрих извора података који су бесплатни или врло јефтини, при чему посебно издваја публикације највећих инвеститора, извештаје брокерских кућа и различите прогнозе кретања резултата предузећа. На крају, *Shannon P.Pratt* детаљно упознаје са поступком процене предузећа који започиње анализом производних и пословних линија, тржишног учешћа и величине процењиваног предузећа, да би се добили критеријуми за избор најсличнијег предузећа које ће постати компаративно. Затим се, према аутору, врши детаљна анализа финансијских извештаја оба предузећа, како би се прешло на фазу компаративне финансијске анализе која би требало да утврди све слабости и јаке стране обе компаније. Потом се, на бази упоређивања ових предузећа и поређења перформанси процењиваног предузећа са индустријским просеком, утврђују мултипликатори који ће обезбедити што тачнију евалуацију капитала и путем математичких радњи израчунава се колика је претпостављена вредност предузећа.

У трећем делу првог поглавља објашњава се други метод у евалуацији капитала тржишним приступом, а то је метод анализе тржишних трансакција. Другим речима, аутор нас упућује на чињеницу да је овај метод најприменљивији у ситуацијама када се врши преузимање или стварају мерцери, полазећи од тога да се до индикације о томе колика је вредност капитала предузећа долази на бази анализе претходних сличних ситуација, односно вредности сличних трансакција из прошлости. То значи да се и у овом приступу тражи компарабилност, али овога пута са трансакцијама, а не са предузећима. Аутор нас, даље, подсећа на врсте преузимања и даје податке о свим потенцијалним изворима података о прошлим трансакцијама где, осим већ поменутих извештаја, указује на постојање још неких, а то су *IBA Market Data Base*, *BIZCOMPS* и *Pratts Stats*. Када је реч о трансакцијама из прошлости, аутор јасно закључује да је за избор компарабилних трансакција најбитније да временски буду што ближе дану када се обавља конкретна трансакција, али да је због тачности процене неопходно и да се узме што већи број трансакција из прошлости да би се нашле оне које

највише одговарају конкретном случају, тако да се често анализирају трансакције у распону од претходних 20 година, па и дуже.

У последњем сегменту првог дела књиге укратко се сагледавају и неке друге могућности за процену вредности предузећа тржишним методама, које се ређе користе и које се односе на трансакције које су се вршиле у прошлости у вези са променом власништва у предузећу чија се вредност капитала процењује.

Друго поглавље насловљено је са „*Finding and analyzing comparative market transaction data*“, и оно садржи четири посебна сегмента. У првом сегменту аутор нас детаљно упознаје са већ поменутих изворима података за потребе процене и наглашава да јавне компаније морају своје извештаје да поднесу Комисији за хартије од вредности и берзу само у ситуацијама када је вредност имовине тих предузећа већа од милион долара и када постоји најмање 300 акционара у свакој од тих компанија. Захваљујући бази података EDGAR (*Electronic Data Gathering and Retrieval System*), како закључује аутор, олакшан је посао аналитичарима.

У следећем сегменту другог поглавља аутор нас упознаје са низом извора података који се користе у процени вредности капитала коришћењем методе анализе тржишних трансакција. Све тржишне трансакције деле се на велике, средње, мале и веома мале трансакције. У зависности од ове поделе, зависиће и избор одговарајућих база података неопходних за поступак евалуације капитала. Када су у питању велике тржишне трансакције, као најважнији и највећи извор информација, аутор издваја податке које даје *Securities Data Corporation*.

Када су у питању средње и мање трансакције (испод 100 милиона долара), *Pratt* препоручује две базе података, које садрже свеобухватне информације неопходне за процену вредности капитала, а то су: *Done Deals* и *Pratts Stats*. Податке о веома малим трансакцијама можемо наћи у два базама података: *BIZCOMPS* и *IBA Market Data Base*. Информације се првенствено односе на трансакције чија вредност не прелази пола милиона долара.

У трећем делу другог поглавља аутор нам открива поступке које је неопходно извршити да би финансијски извештаји процењиваног и компарабилног предузећа били упоредиви. Другим речима, аутор нам указује на начине прилагођавања финансијских извештаја. Према њему, прво прилагођавање односи се на датум када се врши процена вредности предузећа. Уколико се он поклапа са крајем фискалне године компарабилног предузећа, онда нема никаквих проблема у процени. Међутим, ако се датуми не поклапају, мора се утврдити колико су ти датуми временски удаљени један од другог, да ли постоје неки интерни извештаји који би могли да помогну у процени, и да ли постоје одређени догађаји који

су значајни, а догодили су се након објављивања последњег доступног извештаја. На бази тих података, аналитичар треба да сагледа који је најбољи начин да се ови извештаји, по питању разлитичих датума, учине што приближнијим. Одређена прилагођавања морају се извршити и на пољу анализе тренда раста оба предузећа која се узимају у обзир и утврдити да ли ће се прошлост понављати у већој или мањој мери и у будућности. Такође, аутор тврди да је неопходно анализирати и степен ризика оба предузећа, јер ризик има велики утицај на обрачун мултипликатора. С обзиром на постојање пословних и непословних средстава у сваком предузећу, он сматра да је потребно извршити прилагођавање због дате околности, тако да у ситуацијама када нека средства не доприносе повећању прихода предузећа, она могу бити сврстана у неооперативну активу. Додавање ове вредности на оперативну активу, довело би до повећања вредности предузећа, а њихово задржавање у сегменту пословне активе до смањене вредности предузећа. *Shannon P.Pratt* препоручује да се из финансијских извештаја оба предузећа искључе све позиције које су ванредне и нису директно повезане са пословном активношћу, као што су трошкови штрајкова, трошкови неочекиваних прекида производње, трошкови настали услед непредвиђених тржишних услова и слично. У наставку, аутор нас упозорава да никако не бисмо смели да заборавимо прилагођавање финансијских извештаја на пољу рачуноводствених политика. Он објашњава на који начин ће се извршити потребна прилагођавања у домену разлика између рачуноводственог система по принципу фактурисане реализације и рачуноводственог система по принципу наплаћене реализације. Сем тога, неопходно је извршити и промене у политици вођења залиха у предузећу и учинити политике компарабилним, затим прилагођавања у области трошкова амортизације и нематеријалних улагања. Овај познати економиста на крају закључује да су сви наведени поступци неопходни уколико желимо да добијемо упоредиве информације и обезбедимо тачност израчунавања мултипликатора.

У последњем делу другог поглавља аутор нас уводи у свет компаративне финансијске анализе. Целокупну фазу финансијске анализе он дели на анализу тренда, компарацију са индустријским просеком и компарацију са упоредном компанијом. Под анализом тренда, аутор подразумева анализу и поређење финансијских варијабли два упоредна предузећа током времена. Компарација са индустријским просеком је, према аутору, битна зато што обезбеђује поређење процењиваног предузећа са осталим предузећима, а не само са конкретним изабраним предузећем. У наставку се приказује пример детаљне финансијске анализе конкретног предузећа, са обрачуном свих финансијских и рационалних показатеља, што упућује на већ поменути закључак да књига има велики практичан

значај. Компаративна финансијска анализа праћена је великим бројем табела које дочаравају сличности и разлике између односних предузећа. Ово поглавље завршава се поделом свих финансијских рачуна на показатеље ликвидности, активности, профитабилности и финансијске структуре. С обзиром на то да је у нашој пракси корпоративних финансија таква подела прихваћена, веома је лако пратити ову фазу процене вредности капитала, јер се ови показатељи израчунавају на исти начин као и у пракси наших предузећа, што само повећава могућности употребе овог штива у будућности за потребе процене вредности предузећа.

У трећем поглављу које се зове „*Compiling market value tables and reaching a value conclusion*“; аутор нас упознаје са свим поступцима неопходним да би се донео закључак о вредности предузећа које се процењује. У првом делу овог поглавља он нас подсећа на чињеницу да се поређење података може вршити између процењиваног предузећа и другог упоредивог предузећа, али и између предузећа које је предмет процене и упоредних тржишних трансакција. У наставку, sukcesивно су набројани сви мултипликатори сопственог и укупно инвестираног капитала који се могу користити у поступку процене. На конкретном примеру аутор приказује начине поређења предметног предузећа и неколико других предузећа која су компарабилна поменутом, користећи низ табеларних прегледа. Основна предност овог приступа првенствено се огледа у систематичности и прегледности поступака, што читаоцу олакшава доношење до одговарајућих закључака. Такође, јасно је направљена подела између поступака у ситуацијама када се вредност предузећа процењује на бази компарације са компарабилним компанијама и када се процењује на бази анализе тржишних трансакција.

У следећем делу овог поглавља аутор се бави избором, пондерисањем и прилагођавањем изабраних мултипликатора. Наиме, он сматра да ће избор одговарајућег мултипликатора у највећој мери зависити од величине и природе саме компаније и од доступности упоредивих података. Овај економиста затим препоручује за сваку врсту предузећа, посматрано по његовој величини, одређени мултипликатор. Тако, на пример, он сматра да је за мала предузећа веома поуздано применити обрачун мултипликатора сопственог капитала *price/sales*. Што је предузеће веће, то је препоручљивије користити мултипликаторе који узимају у обзир величину нето добитка. Када су у питању мултипликатори инвестираног капитала, онда је за мала предузећа најбоље изабрати мултипликатор *Market value invested capital / Sales*. Такође, аутор примећује да је за већа предузећа боље изабрати мултипликатор који узима у обзир добитак пре опорезивања и амортизације него само добитак пре опорезивања, због тога што рачуноводствене политике везане за трошкове који не изазивају одливе (отпис основних средстава), могу

бити различите у упоредним предузећима. Када је реч о доступности података, онда је потпуно јасно да ће за већину мањих предузећа бити доступни само подаци о приходима од продаје или дискреционом добитку, док ће у гранама индустрије које имају тенденцију погоршавања и пада производње, само мали број великих предузећа остварити позитиван финансијски резултат, и зато није могуће користити мултипликаторе који имају за основу нето добитак.

Када се одаберу одговарајући мултипликатори, онда је неопходно сваком од њих дати одређени значај. Аутор у овом делу књиге залази у област статистике и упознаје нас са појмом коефицијента варијације који ће послужити као мера дисперзије. Они мултипликатори који покажу мању дисперзију, односно који имају нижи коефицијент варијације, добиће већи значај у евалуацији капитала, што значи да ће ти мултипликатори бити пондерисани већом вредношћу. Наглашава се да се све више значаја у статистичким мерењима даје медијани у односу на аритметичку средину да би се избегле дисторзије. Зато је, према аутору, неопходно изабрати као упоредне оне компаније чије су финансијске карактеристике што приближније предузећу које се процењује и одабрати оне мултипликаторе који ће те сличности приказати на најбољи могући начин. Осим тога, потребно је узети у обзир ризик и неизвесност, и у случајевима да не постоји разлика између односних предузећа применити медијану датих мултипликатора, односно извршити корекцију на више или на ниже медијане датих мултипликатора ако постоји разлика у степену ризика.

Четврто поглавље ове књиге носи наслов „*Sample Market Approach Cases*“. Овај сегмент књиге у потпуности поткрепљује констатацију да се ради о аутору који је велики део свог живота посветио практичном раду. Наиме, на овом месту дају се детаљни примери процене вредности капитала тржишном методом, и то у два случаја. Први случај односи се на мало предузеће које се бави услужним делатностима, и у коме се у потпуности примењује метод мултипликатора. Свака фаза разрађена је до детаља, што олакшава практично извођење поступка евалуације. Аутор полази од описа самог предузећа и његове историје, и наводи разлог процене вредности предузећа. Затим се даје приказ економског и амбијента у коме послује дато предузеће, перформансе односног предузећа у прошлости и процене о стопи раста у наредних пет година. Након тога врши се детаљна и прецизна финансијска анализа путем примене табеларних приказа. Аутор наглашава да је неопходно извршити тренд анализу и упоредити податке компарабилних компанија да би се дошло до закључка о финансијском положају предузећа. На бази величине предузећа, делатности и карактеристика, бирају се подаци који ће се користити у процесу поређења, а затим

се обрачунавају мултипликатори, сваком од њих даје се одговарајући значај и врши се коначна процена вредности датог предузећа. Важно је уочити да се процењена вредност даје у одређеном интервалу вредности, а не као тачна вредност, што управо показује да се ради о процени, а не о математички прецизном резултату.

Други случај односи се на велику компанију која послује у врло турбулентном окружењу. И у овом примеру фазе процене су исте као и у претходном, али се може уочити већа детаљност у свакој од њих. То се првенствено односи на описивање предузећа и окружења где су дате све релевантне чињенице, од историјског развоја, преко података о запосленима и власничке структуре капитала, до политике дивиденди. Затим се уобичајено врши избор извора података који ће бити коришћени за компарацију. Финансијска анализа обухвата детаљну анализу биланса стања, биланса успеха и комплетну рачуно анализу, да би се потом приказао и цео поступак компаративне финансијске анализе. Следи компарација са тржишним трансакцијама из прошлости, што је нови квалитет у односу на претходни случај, тако да читалац може сагледати разлике у ова два метода процене тржишним приступом, које, истина, нису толико велике и значајне, али ипак постоје. На крају овог дела књиге аутор, користећи низ табела, доноси закључак о процени капитала, употребљавајући оне мултипликаторе који су најсврхосходнији, а имајући у виду сва правила која су објашњена у претходном поглављу. Обрачуни путем табеларних приказа много су једноставнији, јер се приликом процене мора користити више математичких радњи, па је тај посао на тај начин олакшан, тако да је онда у потпуности јасно зашто аутор у целом овом поглављу инсистира на табелама.

Завршно поглавље *Shannon P. Pratt* насловио је „*Important aspects of using the market approach*“. У првом делу овог поглавља аутор наглашава да је за исправну евалуацију неопходно да се познаје тачна власничка структура предузећа које се процењује, као и анализира однос између мањинских и већинских акционара. Он сматра да је од великог значаја и анализа да ли је најприхватљивије користити тржишни метод у процени, или је можда боље применити неки други приступ у процени вредности предузећа. Кључно је утврдити и која се вредност процењује, тј. да ли је то вредност сопственог капитала или вредност укупно инвестираног капитала, јер постоје одређене разлике у поступку крајње евалуације. Аутор јасно указује да је много боље применити онај метод који користи поузданије податке за процену вредности предузећа него онај који се базира на великом броју непоузданих података или података нема. Он даје сликовити пример. У ситуацијама када постоји нека друга компанија која је врло компарабилна са предузећем чија се вредност процењује, а не постоје добре процене о

кретању нето резултата у будућности, онда ће се применити тржишни метод процене. Међутим, ако не постоји предузеће које ће бити слично предузећу које се процењује, али зато постоје одличне процене будућег кретања финансијског резултата, онда је боље применити приносни метод (метод дисконтовања нето новчаних токова). Аутор констатује да је у ситуацијама када се примени већи број метода за процену вредности предузећа, а резултати процене дивергирају, неопходно извршити детаљну анализу могућих извора грешака. Овај део завршава се објашњењем везе између стопе капитализације и дисконтне стопе, с једне стране, и тржишних мултипликатора, с друге стране.

У другом делу последњег поглавља анализира се питање да ли је величина предузећа важна приликом процене вредности капитала. Аутор децидно тврди да јесте, полазећи од чињенице да се вредност мањих предузећа утврђује на бази нижих вредности тржишних мултипликатора већине финансијских показатеља, за разлику од већих компанија где су вредности ових мултипликатора веће. Другим речима, мања предузећа имају вишу цену капитала (дисконтну стопу), што умањује пројектовану вредност коришћењем приносног метода. Нижа цена капитала је у корелацији са већом вредношћу мултипликатора у тржишном приступу евалуацији капитала. Овакви ставови поткрепљени су великим бројем емпиријских података који су приказани у даљем наставку овог дела књиге. Евиденција о продајама приватних компанија, јавних компанија, подаци о предузећима код којих се евалуација вршила применом приносног метода, само су неки од показатеља који потврђују став да величина предузећа има велики утицај на процену вредност предузећа.

У трећем делу петог поглавља књиге на језгровит начин се описују најчешће грешке које се јављају у примени тржишног метода процене вредности капитала предузећа. Аутор примећује да је основна грешка која се јавља у коришћењу овог метода лош избор упоредне компаније. Веома често се не изврши потребна анализа сличности између предметних предузећа, па се дешава да се као компарабилно предузеће узме нека компанија са којом процењивано предузеће има више разлика него сличности. Зато је неопходно да аналитичари буду прилично опрезни приликом овог избора, да не би дошло до грешака у пројектованој вредности капитала. Аутор закључује да, и поред доброг избора упоредне компаније, долази до грешака, јер није извршена адекватна компаративна анализа, како природе пословних операција ових компанија, тако и финансијских карактеристика. Две компаније никада не могу бити потпуно идентичне и због тога је неопходно да се изврши правилно пондерисање мултипликатора. Дешава се да се сваком изабраном мултипликатору додели исти значај, што може

бити један од могућих извора потенцијалних грешака. Овај аутор примећује да до грешака долази и због тога што се не изврши усклађивање финансијских извештаја компаративних предузећа у погледу рачуноводствених политика. На пример, уколико једно предузеће користи за обрачун залиха ФИФО метод, а друго ЛИФО метод, онда је неопходно свести залихе ова два предузећа на исти систем обрачунавања, односно створити упоредиву основу пребацивањем обрачуна залиха другог предузећа на ФИФО метод.

Грешке се могу јавити и при мерењу финансијских варијабли односних предузећа уколико се ови показатељи мере у различитим временским периодима. Тада њихове вредности нису упоредиве, посебно уколико се ради о предузећима са израженом цикличном или сезонском компонентом пословања.

У последњем делу овог поглавља аутор се бави питањем због чега се дешава да купци за одређена предузећа, код којих је вршена евалуација капитала ради продаје, понекад плаћају више новца него што предузеће објективно вреди. *Pratt* сматра да до преплаћивања долази због тога што купци сматрају да ће после куповине или преузимања доћи до бољих пословних резултата. Понекад до тога долази због неискуства, а некада и због великог самопоуздања и превише оптимистичног става купаца. На крају, аутор разматра везу између примене тржишног приступа процени вредности капитала и одређених судских случајева. Другим речима, он анализира однос овог метода процене и примене права. Посебан акценат ставља на улогу пореског система и његов утицај на пројектовану вредност, као и на одредбе купопродајног уговора везаног за одређену имовину која је процењена и предмет је тог уговора.

Као што смо већ рекли, крај књиге обилује прилозима. На почетку је дат преглед библиографских јединица (50 књига, 64 чланака и 13 стручних часописа). У наставку, *Shannon P. Pratt* даје исцрпан преглед свих база података које се могу користити у процени вредности капитала тржишном методом. Квалитет ове књиге додатно је побољшан речником страних речи и израза из области процене вредности, који посебно има значаја за особе које нису уско стручно образоване за област финансија, рачуноводства и ревизије, а желеле би да проучавају дату материју.

На самом крају, дат је списак свих брокерских кућа у САД-у које су на било који начин учествовале у креирању базе података *Pratts Stats*, као и тест од 30 питања који може послужити као добра основа за читаоца да просуди колико је добро разумео материју у овој књизи.

Очигледно је да књига „*The market approach to valuing businesses*“ има изузетан теоријски, научни, али и практични значај. Тржишни приступ у процени вредности капитала је дужи низ година

примењен у пракси земаља са развијеном тржишном економијом и функционалним тржиштима капитала, а све више ће на значају добијати у земљама у којима долази до развоја тржишта капитала, што значи и у нашој држави. Велика вредност књиге огледа се у чињеници да је аутор успео да на 350 страна потпуно, са теоријског аспекта, објасни све карактеристике и поступке тржишног приступа евалуацији капитала, али и да прикаже примену овог метода кроз велики број случајева из праксе, који су објашњени на веома приступачан начин. Захваљујући овом прагматичном делу књиге, читаоцу је много лакше да разуме све теоријске одреднице тржишног приступа. Књига је лишена свих сувишних расправа и детаља, материја је конкретизована и усмерена искључиво на предмет разматрања. То је, засигурно, добра препорука за консултовање ове књиге свима онима који се баве проценом вредности капитала, јер их примена овог метода чека у блиској будућности, као и за све остале који би желели да продубе своја знања из области економије.

Чедомир Глигорић

* * *

Аурелије Аугустин

Држава божја

(превео Марко Вишић, ЦИД, Подгорица, 2004, стр. 1034)

У свакој средини која на било који начин припада европским цивилизацијама – али не само у тој средини – међу прворазредне културне догађаје несумњиво спада и објављивање Августиновог дела *de civitate dei* на језику те средине. Тај прворазредни културни догађај – по природи ствари, догађај дугог трајања, дугог простирања у времену – приредио нам је млади издавач ЦИД из Подгорице (основан 1994. године), издавач који се агилношћу, солидношћу, професионалним знањем, мудрошћу и другим врлинама, показаним у тристотинак издања за десетак година, сврстао међу наше најзначајније издаваче.

Аурелије Августин (354–430), хришћански теолог и филозоф и један од најславнијих и најпознатијих црквених отаца патристике, на нашем језику био је прилично дуго доступан једино својим *Исјовесџима* (*confessiones*), које су писане око 400. године (а код нас објављене 1973. године) и главни су извор за разумевање Ав-