

*Миро Цакула*¹

УТИЦАЈ РАЧУНОВОДСТВЕНИХ ИНФОРМАЦИЈА НА ОДАБИР АКЦИЈА НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА У БОСНИ И ХЕРЦЕГОВИНИ

THE IMPACT OF ACCOUNTING INFORMATION ON SHARE SELECTION IN THE CAPITAL MARKET IN BOSNIA AND HERZEGOVINA

Резиме

Кључно питање које занима све инвеститоре, и велике и мале, јест како реално процијенити вриједности акција неког предузећа, те на темељу којих параметара одлучити треба ли продати или купити одређене акције. Међутим, нема поузданог начина да се тачно одреди потенцијална вриједност неке акције. Но, без обзира на то, уз помоћ неколико метода инвеститори прије улагања новца у било које предузеће математички покушавају израчунавати колико је нека акција подцијењена или прецијењена.

Кључне ријечи: *тржиште капитала, акције, фундаментална анализа, техничка анализа, рачуноводствене информације, вишеатрибутивно одлучивање.*

Summary

The key issue being of interest to all investors, both big and small ones, is how to make a realistic assessment of the value of some company's shares and which parameters should be taken into account when making a decision whether to sell or buy certain shares. However, there is no reliable way of determining accurately the value of a share. Nevertheless, prior to investing money in any company, the inves-

¹ Управа за индиректно опорезивање Босне и Херцеговине, miro.dzakula@yahoo.com

tors can try, by applying some methods, to mathematically calculate whether the share concerned is undervalued or overvalued.

Key words: *capital market, shares, fundamental analysis, technical analysis, accounting information, multi-attribute decision making*

1. Увод

Тржиште капитала представља институционално организовани простор са свим потребним елементима неопходним за његово функционисање у тачно одређеном времену, као и правила и узансе понашања учесника. Тржиште капитала одређено је као тржиште дугорочних хартија од вриједности. Оно је најзначајније са становишта прибављања новчаних средстава потребних за пословање и експанзију предузећа, јер представљају највећи дио његових дугорочних потреба. Постоје двије врсте тржишта капитала, а то су: примарно и секундарно тржиште капитала хартија од вриједности. Примарно тржиште хартија од вриједности је оно на којем се оне по први пут нуде потенцијалним купцима. На том тржишту предузећа врше емисију хартија од вриједности и њихову прву продају на тржишту капитала ради прибављања, првенствено, новчаних средстава. Секундарно тржиште хартија од вриједности представља тржиште на којем се обавља промет већ постојећих дугорочних хартија од вриједности, тј. оних који су већ емитоване на примарном тржишту. Трговање хартија од вриједности у БиХ одвија се путем двије берзе, које се налазе у Сарајеву и Бања Луци. Ове су двије берзе организоване на истим регулаторним принципима. У складу с правним прописима који регулишу управљање на тржиштима капитала у БиХ, берзе су мјеста на којима се сусрећу понуда и потражња за хартија од вриједности и трговање вриједносним папирима, у складу с претходно дефинисаним правилима. Повезивање понуде и потражње за хартија од вриједности, производи стопе (или цијене) за хартија од вриједности којима се тргује. Трећа функција берзе је да осигура информације о понуди и потражњи, тако да се тргује тржишном вриједношћу хартија од вриједности.

Од свих компанија чијим хартија од вриједности се тргује на тржиштима капитала тражи се да објављују финансијске извјештаје. Клијенти се информишу и њима се предочавају релевантне и поуздане рачуноводствене информације у стандардизованој форми и садржај који је препознатљив и разумљив за све категорије потенцијалних инвеститора. То првенствено значи сљедеће финансијске извјештаје:

- Биланс стања,
- Биланс успјеха,
- Извјештај о новчаном току.

Биланс стања је системски преглед активе, пасиве и капитала у датом временском тренутку. Обично се припрема на крају пословне године, а и полугодишње. Структура биланса стања је стандардизована и прописана законом у свакој земљи. Правни прописи у овој области су углавном усклађени с Међународним рачуноводственим стандардима (МРС). Биланс стања је један од најзначајнијих финансијских извјештаја с обзиром да укључује фундаменталне информације о финансијској позицији предузећа. Он има додатни значај, јер се сви основни индикатори резултата и успјеха рачунају на темељу података из овог финансијског извјештаја и биланса успјеха.

Биланс успјеха је финансијски извјештај који даје информације о финансијским резултатима предузећа за дато раздобље. Презентовање ових података прописано је МРС и државним рачуноводственим стандардима. У складу са овим стандардима, бруто добит је разлика између прихода и расхода који настају из продаје, који су повећани или умањени прилагођавањима вриједности залиха. Добит из активности се добија након што се одузму трошкови дистрибуције и администрације од бруто добити. Када се приходи из подружница, повезаних правних субјеката, других инвестиција, финансија итд. додају, а капитална потрошња и други расходи одузму, добија се добит или губитак прије опорезивања, који служи као основа за обрачунавање или плаћање пореза. Након пореза на добит, нето профит се добија као коначни индикатор добити компаније и њеног пословног успјеха за дато раздобље.

У Извјештају о новчаном току наглашавају се промјене усљед фактора који узрокују повећање или смањење готовине током датог раздобља. Промјене се дешавају када се новац наплаћује (прилив) или се исплаћује (одлив). Извјештај показује трансакције које настају као резултат прилив а или одлива готовине.

Циљ анализе финансијских извјештаја је да се сакупе информације о финансијској позицији предузећа и пословним резултатима да би се на тај начин помогло у доношењу одлука о инвестирању/куповини хартија од вриједности тог предузећа. Најважнији индикатор је способност предузећа да генерише токове готовине у будућности. Инвеститори могу лакше процијенити компанију ако имају приступ подацима о финансијској позицији компаније, пословном успјеху и профитабилности, те промјенама у токовима готовине.

Најбитније квалитативне особине информација које се објављују у финансијским извјештајима јесу:

- *Разумљивост*, што подразумева да су информације погодне за комуникацију. Инвеститори морају бити у могућности да тумаче информације и користе их за доношење одлука.

- *Релевантност*, што имплицира да је информација битна за доношење одлука. Другим ријечима: да релевантна информација није постојала, била би донијета другачија одлука. Релевантне информације морају укључивати податке о трошковима и догађајима из прошлости и морају бити корисне за предвиђање услова у будућности.
- *Поузданост*, што значи да инвеститор мора бити сигуран да се може ослонити на информацију. Мора бити истинита и провјерена независно, или од стране ревизора.
- *Упоредивост*, што је принцип по коме финансијски извјештаји морају бити упоредиви, тако да инвеститори могу процијенити трендове везане за пословни успјех и финансијску позицију. Инвеститорима се мора омогућити да упореде финансијске извјештаје различитих предузећа, да би могли да процијене релевантни пословни успјех, финансијску позицију и промјене у новчаном току.

2. Анализа финансијских извјештаја

Анализа финансијских извјештаја, поред свих других анализа, омогућава нам компарацију предузећа с другим предузећем, индустријску грану и с другом индустријском граном, итд.

Будући да финансијски индикатори представљају стања унутар појединих предузећа, путем показатеља можемо компарирати и друга предузећа упоређивањем показатеља са показатељем било да је друго предузеће веће, мање, чак и из различите индустријске гране.

Иако постоји много различитих финансијских анализа, поменућемо само двије основне које се користе на тржишту капитала :

- **Фундаментална анализа,**
- **Техничка анализа.**

2.1. Фундаментална анализа

Фундаментална анализа представља резултате читавих економија, индустријских грана и самих компанија. Као и код већине анализа, циљ финансијске анализе је предвиђање кретања цијена акција појединих компанија кроз одређено временско раздобље.

Када се спустимо на ниво поједине компаније, фундаментална анализа представља израчунавање и истраживање финансијских података, оцјењивање способности менаџмента, проучавање пословних концепата компанија, итд.

На ниву индустријског сектора, финансијска анализа служи за проучавање агрегатне понуде и потражње за комплементарним производима тог

сектора. За националну економију је фундаментална анализа на макроекономским подацима који нам казују о садашњем расту националне економије путем којих аналитичари предвиђају стопе будућег раста.

За предвиђање цијена акција у будућности фундаментална анализа комбинује макроекономске и гранске анализе, као и анализе самих компанија.

Ако фер вриједност поједине хартије од вриједности није једнака тржишној цијени, фундаментална анализа вјерује да је акција или прецијењена или подцијењена, те се очекује помицање тржишне цијене према фер вриједности.

Фундаментална анализа, као и све остале анализе, полази од претпоставке да тржиште није савршено ефикасно, те да информацијама добијеним фундаменталном анализом инвеститор може побједити тржиште.

Показатеље фундаменталне анализе можемо подијелити на неколико основних:

- **Показатељи ликвидности** – мјере способност подмиривања обавеза анализираног предузећа,
- **Показатељи профитабилности** – мјере способност предузећа да контролише своје трошкове, те да генерира одговарајући поврат на инпуте употребљене у пословању предузећа,
- **Показатељи ефикасности и активности** – дају нам информацију о степену успјешности предузећа у генерисању профитабилности,
- **Показатељи задужености** - мјере степен задужености предузећа, тј. оптерећење активе обавезама и способност узимања додатних (нових) обавеза.

Значајан дио хартија од вриједности којима се тргује на на Сарајевској и Бањалучкој берзи, чине акције предузећа која су окончала процес приватизације. Ниво свијести о значају корпоративног управљања и транспарентности у пословању код управљачких структура већине ових компанија је сразмјерно низак, и на тај начин је врло тешко доћи до тачних и поузданих информација о њиховом пословању. У овим околностима примјена фундаменталне анализе је врло проблематична и не даје очекиване резултате, тако да инвеститори на нашем тржишту нису сигурни само у показатеље фундаменталне анализе, него посежу и за другим врстама анализа као што су техничке анализе.

2.2. Техничка анализа

За разлику од фундаменталне анализе, која анализира пословање предузећа и врши компарацију пословних субјеката, техничка анализа прати кретања на тржиштима капитала, промјене цијена, обим трговања у одређеним (одабраним) временским раздобљима. Путем историјских кретања

цијена, техничка анализа израђује трендове, те на основу добивених података покушава предвидјети и будућа кретања цијена. Техничка анализа користи низ индикатора попут помичних просјека, цјеновних тунела, Боллингерових трака, стохастика и др.

По правилу техничка анализа се приказује низом графикона попут линија тренда, јапанских свијећа, карте точка и др.

Техничка анализа полази од претпоставке ефикасног тржишта (или ефикаснијег), тј. да на тржишту нема инвеститора који могу самостално (или заједничким дјеловањем) формирати цијену поједине акције, те да су тржишне цијене фундаментално оправдане и тачно одређене.

Један од главних услова техничке анализе је ликвидност - већа ликвидност хартије од вриједности доводи до прецизније техничке анализе. Будући да тржиште капитала у БиХ (још увијек) није довољно „дубоко“, поставља се питање тачности техничке анализе. Континуираним развојем нашег тржишта капитала техничка анализа добија све више на значењу.

За свеобухватну примјену анализе, потребно је сагледати и квалитет пословања компаније која је емитовала хартије од вриједности које су предмет анализе. Слика о квалитету пословања компаније стиче се сагледавањем успјешности њеног пословања, у контексту финансијске стабилности компаније.

Без обзира на избор врсте анализе и примјену аналитичког инструментарија, анализа хартија од вриједности треба да послужи искључиво једном циљу, а то је доношењу одлуке о инвестирању. Процес инвестирања у хартије од вриједности састоји се од три битна аспекта, тј. од избора хартија од вриједности у које се инвестира, препознавања момента у коме се доноси одлука и куповини, као и одлука о продаји хартија од вриједности.

Тржиште капитала у нашој земљи функционише у амбијенту несређених друштвено-економских и политичких односа, што додатно отежава његову позицију и доприноси затварању у локалне оквире. Посебан проблем у развоју ефикасности трговања на тржишту капитала у БиХ представља проблем слабе ликвидности трговине на берзама и неактивности великог броја домаћих институционалних инвеститора. Такође, проблеми у развоју тржишта леже и у великој активности сивог тржишта, на којем тргују неовлаштени улични посредници, који у директним нагодбама са власницима хартија од вриједности дефинишу цијену, која није резултат, па чак није ни руковођена берзанском тржишном цијеном.

3. Показатељи успјешности и остале рачуноводствене информације које могу утицати на кретање цијена акција

3.1. Показатељи профитабилности

Показатељи профитабилности мјере поврат на уложени капитал у друштво. Кључне односе у анализи профитабилности представљају двије основне мјере, и то:²

1. Профитна маржа (Profite margin) и
 2. Поврат на инвестирано (Return on investment – ROI).
- (1) Профитна маржа, или маржа добитка је нараширенија и највише употребљавана мјера профитабилности у менаџерској пракси, а најчешће се рачуна као однос добитка и прихода од продаје.

Разликују се следеће категорије профитне марже:

- Бруто профитна маржа,
- Оперативна профитна маржа,
- Профитна маржа прије опорезивања,
- Нето профитна маржа и
- Маржа нето преосталог профита.

Бруто профитна маржа = бруто добитак / приход од продаје

Ова мјера је значајна менаџерска информација јер показује колико простора у приходу остаје за покриће пословне надоградње након што се неки производ доведе до реализације на тржишту.

Оперативна профитна маржа = оперативни добитак / приходи од продаје

Она менаџерима показује колико би добитка прије опорезивања остварили ако би се предузеће финансирало из властитих средстава без узимања кредита и различитих посуђивања.

Профитна маржа прије опорезивања = добитак прије пореза / приход од продаје

Ова мјера омогућује поређење у профитним маржама различитих компанија, уз искључивање политике опорезивања добитка.

Нето профитна маржа = добитак после пореза / приходи од продаје

Она је најпрецизнији податак коначних учинака од урађеног и реализованог посла.

Нето преостали профит = добитак – тржишна цијена уложеног капитала

- (2) Поврат на инвестирано или поврат на кориштени капитал говори о менаџерској ефикасности у кориштењу расположивих ресурса.

² Белак, В. (1995). *Менаџерско рачуноводство*. Загреб: РРиФ-плус стр. 63.

Темељ за извођење обрасца помоћу којег се израчунава поврат на инвестирано чини познати Ду Понт образац који се изводи на слиједећи начин:³

ROI = Поврат на инвестирано

ROI = обртај инвестиције x профитна маржа

Обртај инвестиције = приход / инвестирано

Профитна маржа = добитак / приход

ROI = (приход / инвестирано) x (добитак / приход)

ROI = добитак / инвестирано или РОЦЕ = добитак / кориштени капитал

РОЦЕ = Поврат на кориштени капитал

Анализа финансијских извјештаја тежи погледу у будућност и наглашавању оних становишта пословања који су критични за преживљавање. То су сигурност и успјешност, ефикасност пословања. Анализа финансијских извјештаја може се описати као процес примјене различитих аналитичких средстава и техника помоћу којих се податци из финансијских извјештаја претварају у употребљиве информације. Задатак анализе финансијских извјештаја је у томе да препозна добре особине предузећа, али и његовостаности.

Данас се за процјену вриједности предузећа користе методе вредновања пословних процеса друштва и метода вредновања његових будућих финансијских прихода.

Под најосновнијим фундаменталним показатељима подразумијева се:

- састав имовине,
- начин финансирања имовине,
- ефикасност,
- ликвидност (могућност подмирења обавеза),
- профитабилност.

Са становишта дугорочних инвеститора, више се наглашава моћ за стварање прихода и ефикасности пословања него ликвидност, јер се зна да непрофитабилна предузећа умањују вриједност имовине без обзира на добру ликвидност. У складу са захтјевом менаџмента предузећа, накнада власницима (дивиденда) и одговарајућих износа акумулације (задржане добити) за његов даљњи развој, разликује се неколико група финансијских показатеља: ликвидности, задужености, активности, економичности, профитабилности и показатељи инвестирања.

Добро управљање подразумијева да су задовољена два критерија: критериј сигурности (ликвидност, финансијска стабилност и задуженост) и критериј успјешности, односно ефикасности.

Показатељи ликвидности и задужености могу сматрати показатељима сигурности пословања. Показатељи економичности, профитабилности

³ Белак, В. (1995). *Менаџерско рачуноводство*. Загреб: РРиФ-плус стр. 68.

и инвестирања су доказ успјешности пословања. Показатељи активности могу се сматрати и потврдом сигурности и успјешности.

Тумачити вриједност тих показатеља може се у односу на:

1. Планирани показатељ за раздобље које се анализира (предузеће или инвеститори, најчешће свако за себе, на темељу свих информација и рационалних очекивања их формира за будућност, па се онда остварени показатељи упоређују с тим планираним).
2. Кретање величине одређеног показатеља у неком времену у истом предузећу.
3. Величина показатеља у сличном предузећу (поређење два или више предузећа из исте дјелатности, а ту је популаран бенчмаркинг).

Хипотеза ефикасног тржишта (енглески = *efficient market hypothesis*, ЕМН) је једна од метода процјене кретања цијена акција. Тржиште је ефикасно ако цијене у потпуности одржавају информације релевантне за одређену врсту робе. Хипотеза тврди да тржишта акција јесу ефикасна, односно да су све доступне информације о пословању предузећа садржане у цијени акције предузећа.

Теоретичари пословног циклуса су претпостављали да би се на основи модела од неколико варијабли могла предвиђати кретања пословног циклуса. *Maurice Kendall* је 1953. тестирао модел за предвиђање цијена акција. Супротно очекивањима, на основи тог модела није могао развити поуздану прогностику. Случајно кретање цијена акција, њихова непредвидивост, говори у прилог хипотези, јер само нове информације утичу на цијену акција. Према хипотези, могућност предвиђања цијена акција била би индикација неефикасног тржишта.

Е. Ф. Фама⁴ је дефинисао три облика хипотезе ефикасног тржишта:

1. слаб облик,
2. полујак облик,
3. јак облик.

Слаб облик тврди да су све информације о прошлом, историјском, кретању цијена акције садржане у садашњој цијени акције. Из ове тврдње слиједи да није могуће остварити натпросјечне приходе анализирајући историјске податке.

Полујак облик тврди да се цијене акција брзо и адекватно прилагођавају свим јавно објављеним информацијама релевантним за пословање предузећа, као што су тромјесечни и годишњи извјештаји, објаве дивиденди, финансијске, пословне и политичке новости.

⁴ Fama, E. F., French, K. R. *Common risk factors in the returns on stock and bonds*, Journal on Financial and Economics 33, (1993) 3-56., North-Holand.

Јак облик тврди да су све информације релевантне за пословање предузећа, како јавне тако и непубликоване, за разлику од претходна два облика, тајне садржане у цијени акције. Тајне информације су оне које су познате само руководству предузећа.

Хипотезу ефикасног тржишта оспоравају заговорници техничке анализе, као и заговорници фундаменталне анализе. Слаб облик, ако је тачан, супротстављен је техничкој анализи која се ослања управо на историјске податке, а полујак облик тврди да је и фундаментална анализа сувишна.

Техничка анализа се ослања на спору реакцију тржишта на фундаменталне процесе, чиме оспорава имплицитну претпоставку хипотезе ефикасног тржишта да се цијене брзо прилагођавају новим информацијама.

Техничка анализа проучава узорке промјена цијена, стопе тих промјена, промјене у обиму трговања, отворени удио и друге статистичке показатеља. Ти податци се приказују различитим графиконима. Техничка анализа произлази из теорије да се сваки фундаментални фактор који утиче на понуду и потражњу манифестује у цијени. Стога, проучавањем тока цијене постигнутих током трговања, те с тим повезаних статистичких података (нпр. обим, отворени удјели, итд.) могу се открити трендови и тиме предвидјети будућа кретања цијена.⁵

Постоји много различитих типова техничке анализе (графикони цијена, тренд графикон, структурна анализа, анализа карактера тржишта и др.). Најчешћи је графикон цијена. Дневно, седмично и мјесечно цијене се уцртавају у графикон, те се добивене формације анализирају. Тај је дијаграм створен како би се проучавале три специфичне карактеристике цијене током одређеног раздобља трговања: цијене отварања, цијене затварања и распон цијена од највише до најниже, које су се оствариле током трговања у одређеном временском раздобљу.

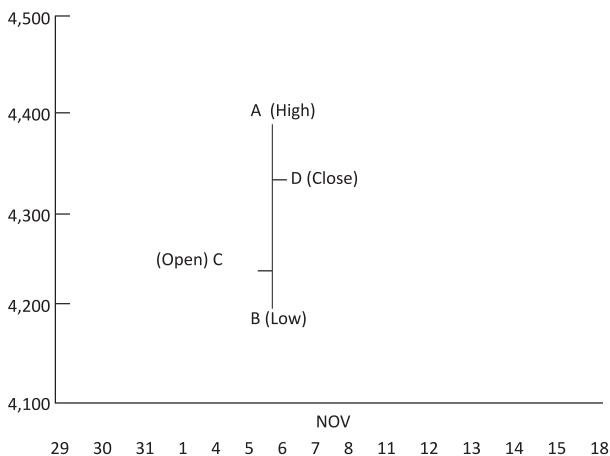
Слиједећа слика представља типичан дијаграм цијена.⁶

Окомита линија представља распон трговања за тај дан. Највиша цијена дана је у тачки А, а најнижа у тачки Б. Водоравна линија која додирује линију цијена с лијева, јест цијена отварања. Тог дана цијена отварања приказана је тачком Ц. Водоравна линија која додирује линију цијена с десне стране је цијена затварања. Тог је дана цијена затварања приказана тачком Д.

5 J. Bernstein, J. (1989). *How The Futures Markets Work*. New York, pp. 149-202.

6 J. Bernstein, op.cit, p.152.

Слика 11: Дијаграм цијена



Извор: J. Bernstein, *How The Futures Markets Work*, New York, 1989., p. 152.

3.2. Показатељи стварања вриједности

Показатељи тржишне вриједности још се називају и показатељима берзанског пословања, а неки их још називају и показатељима инвестирања. Помоћу ових показатеља се мјери успјешност улагања у акције предузећа. Иако се по правилу не наглашава посебно, подразумијева се да се ради о обичним акцијама. Осим података из финансијских извјештаја, за утврђивање ових показатеља потребни су и податци о акцијама, њиховом броју и тржишној вриједности.

Тржишна цијена је цијена акције уписане на домаћој или иностраној берзи, или другом јавном тржишту хартија од вриједности на дан оцјењивања вриједности предузећа. Ако је акција уврштена на домаћу берзу, њена тржишна цијена је цијена објављена на берзи на дан (радни дан) утврђивања вриједности акције предузећа.

Ако акција није уврштена на домаћу берзу и ако је котирана на иностраним берзама, тржишна вриједност подразумијева највишу завршну цијену која је постигнута на одобреним тржиштима иностраних берза на радни дан оцјењивања акције предузећа. Код других јавних тржишта хартија од вриједности (осим берзе), тржишна цијена је највиша важећа цијена на дан на који пада оцјењивање имовине предузећа (вриједности акција). Ако наведена јавна тржишта хартија од вриједности не раде на дан оцјењивања имовине предузећа, за утврђивање имовине биће узета цијена објављена на овим тржиштима посљедњег радног дана који претходи дану оцјењивања вриједности предузећа.

Показатељи тржишне вриједности одражавају реалну (тржишну) вриједност предузећа и представљају комбинацију књиговодствених и тржишних вриједности. Ови показатељи су носиоци информација о томе како на будућност предузећа гледају власници и потенцијални инвеститори. Ови показатељи не само што оцјењују вриједност предузећа на темељу резултата из прошлости, него и пројектују будућност предузећа и с гледишта пословних ризика. Од новца уложеног у пословање очекује се принос, па се очекује и повећање тржишне вриједности предузећа.

Основна економска улога тржишта капитала јест распоређивање капитала између више заинтересираних корисника, а та се алокација капитала темељи на механизму цијене која се формира на основном тржишном начелу понуде и потражње.

За инвеститора очекивани поврат (дивиденда и увећани капитал) представљају потицај и омогућавају додатно финансирање главнице (капитала). С обзиром да предузеће које емитује акције и улаже у куповину туђих акција, као и поједини акционари, размишља о броју акција које посједује и планира даљу куповину и продају акција, потребне су финансијске информације о вриједности акција. Оне се свде на оне посматране по једној акцији.

Квантитативни фактори важан су нумерички инпут у фундаменталној анализи. Међутим, ослањање на нумеричке вриједности није квалитетан приступ. Квалитетна анализа тежи оптималној комбинацији квантитативних и квалитативних фактора, с нагласком на разумијевање пословања анализиране компаније.

Најпопуларнији алати или квантитативни показатељи у фундаменталној анализи примарно су оријентирани, али не и ограничени на зараде, раст и тржишну вриједност. Представљени су сљедећим индикаторима:

- Зараде по акцији (EPS - Earnings per share),
- Мултипликатор зарада (P/E- Price to earnings ratio),
- Пројектовани раст зарада (PEG-Projected earnings growth),
- Омјер тржишне цијене и прихода по акцији (P/S-Price to sales ratio),
- Омјер тржишне и књиговодствене вриједности по акцији (P/B-Price to book ratio),
- Дивидендни принос (Dividend yield),
- Однос исплате дивиденди (Dividend payout ratio),
- Књиговодствена вриједност (Book value),
- Поврат на капитал (ROE-Return on equity).

За било који од наведених показатеља не постоје строга правила за куповину или продају акција. Наведени показатељи само су дио процеса стварања укупне представе о вриједности одређене компаније, односно њезних акција, а њихова интегрална упораба претпоставка је квалитетне анализе.

3.2.1. *Zarada по акцији (EPS - Earnings per share)*

Једноставно речено, зарада представља чисти профит који је компанија успјела зарадити након одбитка трошкова унутар обрачунског раздобља. Компаније су дужне објављивати остварене зараде у прописаним временским интервалима (квартални, полугодишњи и годишњи). Важне су инвеститорима зато што наговјештавају очекиване дивиденде, потенцијални раст компаније и апрецијацију вриједности капитала. Не значи нужно да су акције компанија с ниским зарадама, па чак и оних с губитком лоше, јер многе младе компаније послују с губитком због великих улагања у раст и развој.

Како би видјели колики приход остварујемо као власници одређеног броја акција, нужно је израчунати зараде по акцији. Потребно је знати колики је број издатих акција компаније јер се апсолутни износ профита дијели с много акционара. Овај податак омогућава смисленију и кориснију упоредбу акција једне компаније с осталим компанијама унутар истог сектора, или с индустријским просјеком. Обрачун зарада по акцији врши се стављањем у однос нето добити и број издатих акција.

На примјер, зараде по акцији компаније која је објавила нето добит од 10 милијона конвертибилних марака и која има укупно 5 милијона издатих акција, износе двије конвертибилне марке. Дакле, свака акција коју поседујемо зарађује нам двије конвертибилне марке. EPS је могуће рачунати за прошлу, текућу и будућу годину. Међутим, код анализирања зарада по акцији, податци из посљедње године не говоре пуно, а будуће зараде није једноставно процијенити. Због квалитетније анализе, потребно је узети просјек најмање три посљедње године. Предност свођења на просјечну вриједност је у неутрализовању изванредних проблема, па примјена просјечних зарада даје јаснију слику компаније, односно њену способност да апсорбира проблеме у лошим годинама. Познати интелигентни инвеститор Бењамин Грахам код одабира акција за дефензивног инвеститора захтјева критериј чак десетогодишњег раста зарада по акцији.

Међутим, код придавања значаја краткорочним зарадама, нужно је pazити на замке у податцима о зарадама. Код рачунања зарада по акцији потребно је узети у обзир потенцијално разрјеђивање акција. Ако компанија има издање конвертибилних обвезница у обичне акције или издате опције као накнаде директорима, потребно је узети у обзир претпоставку искориштења права замјене ако се онау одређеном раздобљу покаже исплативом.

Озбиљан инвеститор мора узети у обзир све рачуноводствене факторе зараде по акцији, као што су изванредни трошкови, смањење пореза на добит због губитака у прошлим раздобљима, учинак разрјеђивања, примјена метода амортизације, одабир методе вредновања залиха и сл.

3.2.2. Мултипликатор зарада (P/E- Price to earnings ratio)

Зарада по акцији погодан је показатељ за поређење способности компанија у остваривању профита, али не показује перцепцију инвеститора о вриједности акције. Због тога фундаментални аналитичари користе P/E омјер, с циљем сазнања колико је тржиште спремно платити за једну КМ зараде компаније. P/E омјер се израчунава узимањем у однос тржишне цијене по акцији и зарада по акцији.

На примјер, ако је цијена акције 100 конвертибилних марака, а зарада по истој акцији 10 конвертибилних марака, омјер показује да су инвеститори спремни за једну конвертибилну марку зараде платити десет конвертибилних марака. Компаније које послују с губитком уопште немају P/E омјер. Поједини инвеститори сматрају да су акције с високим P/E омјером прецијењене. Међутим, то није искључиво јер су инвеститори више заинтересовани за будуће зараде и вреднују будућу способност компаније у одржавању стабилности зарада. На примјер, зреле компаније с израженим компаративним предностима (бренд, ниски трошкови, монопол) реално вриједне пуно више од књиговодствене вриједности и стога и имају оправдано висок P/E омјер.

Ако би компанија цијели износ остварене добити исплатила кроз дивиденду, овај омјер показивао би колико је година потребно за поврат уложеног капитала. С обзиром да компаније не исплаћују дивиденду са стопостотном односном исплате дивиденди, може се користити омјер тржишне цијене и дивиденде како би се одредило раздобље поврата инвестираних средстава.

Дакле, вриједност P/E омјера идентификује превладавајући став инвеститора о вриједности акције. Инвеститори морају оцијенити слажу ли се с превладавајућим P/E индикатором компаније (да ли је мултипликатор зарада превисок или пренизак) на темељу поређења с P/E омјером за цјелокупно тржиште, индустрију или сличне компаније и акције. Како би одговорили на то питање, потребно је узети у обзир све што утиче на мултипликатор зарада (P/E омјер) током времена.

P/E омјер одређен је:

- очекиваним омјером исплате дивиденде (дивиденда/зарада по акцији),
- процијењеном захтијеваном стопом приноса,
- очекиваном стопом раста дивиденди.

Након процјене три наведена чиниоца, P/E омјер се израчунава према наведеној формули. Уз познавање текуће зараде по акцији и очекиване стопе раста дивиденди, израчунава се очекивана зарада по акцији. Множећи очекивану зараду по акцији с P/E омјером добивамо вриједност акције.

$$V = P/E \times \text{очекивана зарада по акцији}$$

При анализи Р/Е омјера постоје одређене замке на које треба обратити пажњу, а које се односе на већ споменуте рачуноводствене факторе зарада по акцији, јер нето добит је рачуноводствена категорија и под утицајем је рачуноводствених политика.

Р/Е коефицијент се заснива на односу цијене и зараде и помоћу њега можемо одредити је ли нека акција прецијењена или подцијењена. Услов је да предузеће послује с добитком, јер је у супротном негативан.

Сматра се да је нижи Р/Е знак подцијењене акције, јер ако је Р/Е већи улагачи плаћају већу цијену за једну јединицу остварене добити предузећа. Треба рећи и да већи Р/Е може значити да инвеститори имају велика очекивања и сматрају да ће предузеће у будућности остваривати добит. Превладава мишљење да не треба куповати акције чији је Р/Е омјер већи од 10. То је, наиме, релативни показатељ и пожељна је што мања вриједност. Обично се сматра да је Р/Е мањи од 15 знак подцијењене акције, али и овај показатељ треба упоређивати с омјерима компанијама у истој индустријској грани.

Ако предузеће има високу зараду по акцији у једној години, може се очекивати је да ће цијена акције расти сходно томе, што ће утицати на уравнотеженост цијене акције према заради (добити) по акцији. Обратно од наведеног, ако вриједност овог показатеља пада, значи да цијена на тржишту капитала (берзи) пада успркос оствареној добити по акцији, односно да је тренутна поузданост у ту акцију на берзи ниска.

Показатељ показује колику су цијену инвеститори спремни платити за једну акцију предузећа, ако предузеће остварује одређену добит по једној акцији. Што је вриједност Р/Е већа, тржиште је спремно платити више за сваку новчану јединицу годишње зараде (нето добити). То је сасвим уобичајено, те је најпопуларније мјерило за оцјењивање вриједности предузећа од инвеститора на тржиштима капитала. Тумачење, односно објашњење овог показатеља је компликовано јер позитивни резултати могу бити остварени и у случају смањења добити, што је непожељно.

С техничкога гледишта, можемо показатељ тумачити и као вријеме поврата капитала уложеног у куповину акција. Међутим, само уз услов одржања константне висине, односно износа добити по једној акцији. Другим ријечима: показатељ изражава број година током којих годишња добит може покрити вриједност предузећа изражену укупном цијеном акција. Показује вријеме трајања обрта, тј. колико је пута годишња добит садржана у курсу одређене акције.

3.2.3. *Пројцирани раси зарада (PEG - Projected earnings growth)*

PEG је скраћеница од Price/Earnings to Growth, а тим показатељем се одређује вриједност акције узимајући у обзир будући раст зарада друштва. PEG је један од најчешћих показатеља за израчунавање потенцијалне вриједности акције. Тумачење PEG показатеља: што је вриједност PEG-а мања, то се сматра да је та акција подцијењена у односу на њену реалну вриједност.

$$PEG = P/E / \text{раст EPS}$$

Овај омјер најчешће се користи у растућим предузећима. Показује одговара ли P/E стопи раста EPS-а. Што је PEG нижи, то су акције те компаније боље за улагање.

3.2.4. *Однос тржишне цијене и прихода по акцији (P/S Price to sales ratio)*

Омјер П/С има врло разнолику историју. Поборници овог индикатора мишљења су да је јак и конзистентан раст продаје темељни захтјев за растућу компанију. Иако, истичу важност изнадпросјечне профитне марже, тврде да процес раста мора почети управо продајом.

Такође, сматрају како од свих информација у билансу стања и успјеха, податци о продаји мање подлијежу манипулацији него други податци.

Формула за П/С омјер је тржишна цијена акција и прихода по акцији

$$P/S = \text{Тржишна цијена акције} / \text{приход по акцији}$$

Већина нових предузећа нема добити. То је један од разлога кориштења овог показатеља. Висок показатељ П/С може значити висок потенцијал раста. На примјер, предузеће из године у годину послује с губитком који се смањује, али из тромјесечја у тромјесечје удвостручује приходе и питање је времена када ће прећи у друштво добитника. Међутим, поставља се питање: хоће ли то предузеће задржати раст и бити способно континуирано остваривати већу добит како би оправдало тако високу цијену?

3.2.5. *Омјер тржишне и књиговодствене вриједности по акцији (P/B-Price to book ratio)*

P/B омјер је у широкој употреби већ много година код аналитичара, нарочито у банкарској индустрији. Књиговодствена вриједност банке сматра се добрим индикатором интринзичне вриједности, јер велики дио банке не активе, као нпр. обвезнице и комерцијални кредити, имају вриједност једнаку књиговодственој. Овај омјер је добио на популарности на темељу Fama и French студије, која је указала значајну обрнуту везу између P/B омјера и виших стопа приноса за велики број акција.

Fama и *French* подијелили су предузећа у 10 група по величини односа књиговодствене и тржишне цијене, те су истраживали просјечне мјесечне стопе приноса свих десет група од српња 1963. до просинца 1990. Група с највећим односом књиговодствене и тржишне цијене имала је највећи просјечни мјесечни принос.

P/V израчунава се на следећи начин:

$$P/V = \text{Тржишна цијена акције} / \text{књиговодствена цијена по акцији}$$

Понекад аналитичари сматрају како је акција предузећа с ниским односом цијене и књиговодствене вриједности сигурније улагање, јер мисле да књиговодствена вриједност подржава тржишну цијену. Аналитичари сматрају како је књиговодствена вриједност граница испод које не може пасти тржишна цијена, јер предузеће увијек има могућност ликвидирати или продати имовину за књиговодствену вриједност.

Иако се неке компаније продају испод књиговодствене вриједности, низак однос представља маржу сигурности у односу на предузећа који имају висок P/V омјер.

3.2.6. Дивидендни принос (*Dividend yield*)

Дивидендни принос мјери постотак поврата од исплате дивиденди акционарима. Израчунава се дијељењем износа дивиденде с тржишном цијеном акције. Обично стабилне компаније или *bluechip* акције имају већи дивидендни принос, док младе компаније имају мање дивидендне приносе или уопште не исплаћују дивиденде због оријентације на улагање остварених зарада у раст и развој.

3.2.7. Однос исплате дивиденди (*Dividend payout ratio*)

Однос исплате дивиденди показује постотак исплате зарада компаније инвеститорима у облику дивиденде. Израчунава се дијељењем дивиденде по акцији и зараде по акцији. Компаније обично имају однос исплате дивиденди у распону од 25% до 50 %.

У одређивању исплате дивиденди, просјечна компанија ће анализирати много фактора који одређују законска и друга ограничења у оквиру којих се може исплатити дивиденда. Политика дивиденди једна је од комплекснијих пословних одлука с обзиром на чињеницу да је дугорочни учинак одређене политике дивиденди на вриједност акција компаније тешко емпиријски провјерити. Уопште говорећи, стабилност дивиденди привлачна је карактеристика за многе инвеститоре с обзиром да већина њих нема висок степен склоности ка ризику па преферира сигурни текући доходак. Под стабилношћу се подразумемијева одражавање положаја у исплати дивиденди предузећа у односу на кривуљу тренда, по могућности ону која је узлазна.

3.2.8. Књиговодствена вриједност (Book value)

Књиговодствена вриједност предузећа представља вриједност исказану као разлику између укупне имовине и укупних обавеза предузећа. Разлика између укупне имовине и обавеза једнака је капиталу. Дијељењем капитала с бројем акција израчунава се књиговодствена вриједност акције. Књиговодствена вриједност заправо показује вриједност која остаје у случају престанка пословања. Тржишна вриједност предузећа, у већини случајева, разликује се од књиговодствене због природе пословања, односно очекивања раста и генерирања већег профита у будућности.

3.2.9. Поврат на капитал (ROE)

Поврат на капитал показује износ профита који предузеће генерише у поређењу с капиталом који представља књиговодствену вриједност предузећа. Омјер се израчунава дијељењем добити након пореза с износом капитала твртке. Инвеститори су заинтересовани за предузећа с високим повратом на капитал због претпоставке ефикасног управљања капиталом. Као и код осталих показатеља, нагласак је на кориштењу РОЕ заједно с осталим неопходним показатељима у циљу добивања што реалније слике предузећа.

На примјер, нека предузећа могу имати релативно висок поврат на капитал због ниске књиговодствене вриједности, која је резултат интензивнијег финансирања дугом, што може дати инвеститору погрешну слику. Поређење предузећа са становишта РОЕ има смисла само у унутар исте индустрије. Такође, у циљу повећања сигнификантности овог показатеља, корисно је израчунати просјечни РОЕ за раздобље од пет година како би се неутрализовале екстремне вриједности из појединих година.

Наведени индикатори представљају једноставну, брзу и ефикасну процјену вриједности предузећа. Опширнија анализа захтијевала би шири спектар показатеља за дубинску оцјену финансијског стања. Међутим, кориштење у тексту наведених показатеља, у комбинацији с квалитативним факторима вриједности (менаџмент, пословни модел, конкурентске предности), једноставан је и примјењив систем који ће уз мудро филтрирање информација, игнорисање квази-стручњака и развијање властитих критерија просуђивања сачинити темеље квалитетној инвестицијској филозофији.

У посљедње вријеме све је популарније улагање у акције. Акција је вриједносни папир који представља власнички удио у неком предузећу (акционарском друштву). Куповином акција остварује се право на исплату дивиденди (ако се оне изгласају), право гласа на скупштини акционара (једна акција значи један глас). На тај начин може се утицати на доношење одлука битних за пословање предузећа, развој и сл. Свима који су заинтересовани за већи утицај, требаће већи удио акција у укупно издатом броју.

Приходи од улагања у акције су двоструки. Ако предузеће оствари добит и на скупштини акционара се изгласа исплата, акционар ће добити дивиденду (удио у добити која се исплаћује).

С друге стране, добит на акцијама може се остварити продајом акција по цијени већој од оне по којој се куповала акција. То ће бити случај уколико предузеће у које се уложило добро послује и ако постоји потражња за тим акцијама. То је капитална добит.

Да би се упустили у авантуру куповања и продаје акција, осим расположивих средстава, тј. новца на рачуну, потребно је имати и свог брокера, односно брокерску кућу. Онима који се сами разумију и прате финансијска кретања, те знају у које акције желе уложити, избор брокера неће представљати проблем. Свима осталима, брокер треба бити и савјетник у које акције улагати, како комбиновати ризике и сл.

Брокер ће за своје услуге наплатити провизију, чија висина је одређена постотком од вриједности извршене трансакције. Куповина/продаја акција се обавља налогом који се даје брокеру.

Информације о кретању цијена акција доступне су свакодневно, како у дневним новинама, информативним емисијама, тако и на интернету. Увијек треба гледати и напријед, тј. у којем се смјеру креће предузеће у које се жели уложити, или се већ уложило, као и цијела грана у којој дјелује. Улагање у акције је најчешће на дужи рок, па треба узети у обзир све што би могло утицати на то предузеће, као и на цијену његових акција на дужи рок.

Треба узети у обзир да је тржиште промјенљиво и да се цијене акција могу брзо и јако промијенити. Због тога, зависно од ризика који се жели преузети, требало би улагати у различите акције, а не у само једну.

Што је улагање разноврсније, тј. у што више различитих акција се улаже, то се смањује ризик. Свима који желе бржу или већу зараду, ризик ће бити већи.

4. Показатељи ликвидности

Показатељи ликвидности (енглески: liquidity ratios, њемачки: Liquiditätsgrad) су група показатеља анализе финансијских извјештаја (финансијске анализе) којима се мјери способност предузећа да подмири доспјеле краткорочне обавезе. То су показатељи такозване хоризонталне финансијске структуре предузећа.

Они стављају у однос карактеристичне дијелове активе и пасиве предузећа с обзиром на рокове имобилизације средстава (имовине) у активи и рокове доспијећа обавеза према изворима у пасиви имовинског биланса. Одређују рочну структуру извора финансирања предузећа. Показатељи ли-

квидности упућују на претпоставке за одржавање ликвидности и солвентности. Најпознатији показатељи ликвидности јесу брзи и текући однос.

Ликвидност је способност одређеног облика имовине да се у одређеном времену претвори у новац, уз што мање трошкове како би одређено друштво било у стању подмирити преузете обавезе. Новац представља најликвиднији облик имовине.

Ликвидност је способност предузећа да подмири краткорочне обавезе и текуће активности. Ако предузеће није ликвидно, оно послује с потешкоћама, нема довољно средстава за набаву сировина и материјала, робе, за исплату плата, пореза и других обавеза.

Како би се одржала жељена ликвидност корпорације неопходно је планирање финансијских токова, прије свега токова новчаних и нето обртних средстава.

У пословној економији користи се као важан показатељ у поређењу и анализи ликвидности коефицијент ликвидности. Коефицијент ликвидности је однос између средстава и краткорочних обавеза, већи од један.

Најучесталији показатељи ликвидности⁷ (liquidity ratios) су:

- коефицијент текуће ликвидности (current ratio),
- коефицијент убрзане ликвидности (quick ratio ili acid test),
- коефицијент тренутне ликвидности,
- нето радни капитал или обртни капитал,
- нето радни капитал према укупној имовини.

Показатељи ликвидности упоређују краткорочне обавезе с краткорочним или текућим изворима, доступним за подмиривање краткорочних обавеза. Сви наведени показатељи рачунају се на темељу података из биланса.

Коефицијент текуће ликвидности = краткотрајна имовина / краткорочне обавезе

Коефицијент текуће ликвидности је показатељ ликвидности највишег степена, јер у однос доводи покриће и потребе за капиталом у року од годину дана. Овај показатељ мјери способност предузећа да подмири своје краткорочне обавезе.

Задовољавајућа вриједност коефицијента текуће ликвидности је она која не одступа значајно од индустријског просјека, а ако индустријски просјек није познат, тада би овај омјер требао износити приближно 2:1.

Коефицијент текуће ликвидности би требао бити два или више, а то значи да предузеће има двоструко више готовине, потраживања и залиха него што су краткорочне обавезе које долазе на наплату.

Коефицијент текуће ликвидности може се дефинисати као однос између краткотрајне имовине и краткорочних обавеза. Тај омјер је познат и као

⁷ Белак, В. (1995). *Менаџерско рачуноводство*. Загреб: РРиФ-плус, стр. 83.

“обртни рацио капитал.” То је мјера опште ликвидности, те је већина на-широко користи како би се анализирао краткорочни финансијски положај, или ликвидност предузећа.

Двије основне компоненте омјера текуће ликвидности су текућа сред-ства и обавезе. Текућа имовина обухвата новац и имовине која се може лако претворити у готовину у кратком временском раздобљу, једној години, као што су утрживе хартије од вриједности, или лако остварива улагања, рачу-ни потраживања, залиха, радова у току, итд. Унапријед плаћени трошкови би требали бити укључени у обртна средства, јер представљају уплате уна-пријед које неће морати бити плаћене у блиској будућности.

Примјер:

Текућа имовина износи 1.200.000 КМ, а укупне краткорочне обавезе су 600.000 КМ. Прорачун текуће ликвидности:

$$\text{Коефицијент текуће ликвидности} = 1.200.000 / 600.000 = 2$$

или

$$1200.000: 600.000 = 2:1$$

Коефицијент убрзане ликвидности = (краткотрајна имовина – залихе) / краткорочне обавезе

Овај показатељ изузима залихе из прорачуна и стога је прецизнији као мјерило ликвидности. Говори о томе има ли предузеће довољно краткороч-них средства да подмири доспјеле обавезе, а без продаје залиха. Као и код коефицијента текуће ликвидности, пожељна вриједност овог показатеља је она која не одступа значајно од индустријског просјека. Ако индустријски просјек није познат, тада је пожељна вриједност коефицијента убрзане ли-квидности приближно једнака омјеру 1:1. Коефицијент убрзане ликвидно-сти би требао бити минимално један, што значи да краткорочне обавезе не би смјеле бити веће од краткотрајне имовине, умањене за залихе.

Коефицијент тренутне ликвидности = новац / краткорочне обавезе

Коефицијент тренутне ликвидности показује колика је покривеност краткорочних обавеза ликвидном краткотрајном имовином, односно нов-чаним средствима. Сматра се да овај коефицијент не би требао бити мањи од 0,10, односно 10%.

Нето радни капитал или обртни капитал = краткотрајна имовина - краткорочне обавезе

Постојање нето радног капитала значи да је дио краткотрајне имовине финансиран из дугорочних извора, што је неопходно за одржавање ликвидности.

У пословној економији ликвидност је, уз рентабилност, једно од основних начела управљања корпорацијом у робноновчаној привреди. Ликвидност предузећа неријетко се дефинише као способност трговачког друштва да правовремено подмирује свакодневне активности без финансијских тешкоћа, могућност, односно расположивост финансијских средстава да се испуне повучени депозити и друге финансијске обавезе према доспијећу.

Ликвидна имовина је новац на рачуну, или нека друга имовина трговачког друштва која се брзо може претворити у новац, нпр. брзо уновчиве вриједносне хартије и, у неким случајевима, доспјела потраживања од купаца. Показатељи ликвидности постали су неизоставни индикатор у управљању ликвидном имовином.

Способност предузећа да одржава ликвидност условљена је низом елемената:

- протоком обртних средстава кроз његов пословни циклус,
- роком доспијећа обавеза,
- усклађеношћу дугова,
- властитим изворима финансирања.

Одржавање ликвидности и потпуна свијест о ликвидности значи да финансијски директор (*enil. Chief Financial Officer, CFO*) може са сигурношћу утврдити да су средства на располагању када су и потребна, да може предвидјети новчани ток и осигурати изворе у случају хитних и изненадних потреба. У сврху оптимизације готовине на рачуну и контроле стања ликвидности предузећа, менаџери, користећи се мјерилима ликвидности, морају доносити пословне одлуке. Управљање ликвидном имовином заснива се на перманентној оцјени квалитета обртне имовине, тј. њеног оптималног обима и структуре.

Фундаментална анализа користи финансијске и економске податке за процјену ликвидности, солвентности, ефикасности и потенцијала неке компаније. Фундаментална анализа базира се на сљедећем:

- Тржишној вриједности акције, а то је вјероватно најрепрезентативнији податак о вриједности неког предузећа. Показује колико предузеће у неком тренутку вриједи на тржишту, односно колико је неко за њега спреман платити. Наравно, на ту вриједност утичу многе чињенице које нису директно везане за предузеће (позитивне или негативне вијести, развијеност акционарског тржишта, политичке околности и сл.).
- Књиговодствена вриједност по акцији. Књиговодствену вриједност добијемо када подијелимо вриједност капитала, односно нето имовине предузећа с бројем акција.
- Теоретска или интринзична вриједност акције је вриједност акције, односно предузећа коју смо добили анализирајући релевантне податке о

предузећу, те процјењујући вриједност имовине коју поседује, те колико би се та вриједност могла увећати у будућности. Када се имовина састоји од нпр. некретнина и друге имовине која би могла увећати своју вриједност у будућности, теоријска вриједност обично је већа од књиговодствене вриједности.

Основна идеја фундаменталне анализе јест да ће се тржишна вриједност акције у одређеном тренутку приближити теоретској (интринзичној) вриједности. Може се догодити да у одређеном тренутку акција има високу интринзичну вриједност, а ниску тржишну и обрнуто.

У првом случају очекујемо пораст акције, а у другоме пад, те на основи тога можемо одлучити о куповини или продаји неке акције.

5. Показатељи финансирања (солвентности)

Солвентност се може дефинисати као способност компаније да у року удовољи својим дугорочним обавезама.

Најважнији показатељи солвентности су:⁸

1. однос дугорочних обавеза и укупног дугорочног капитала,
2. степен задужености као однос укупних обавеза и укупне активе, или однос дионичке главнице и укупне активе као наличје степена задужености,
3. однос укупних обавеза и главнице,
4. однос покрића камата,
5. однос дуготрајне активе и дионичке главнице (властитог капитала) и кумулативни односи између позиција активе и пасиве.

Финансијски показатељи, с обзиром на вријеме, могу се подијелити у двије групе:

1. финансијски показатељи предузећа унутар одређеног раздобља (једна година) и темеље се на податцима из извјештаја о добити,
2. финансијски показатељи о положају предузећа у тренутку састављања биланса.

Без обзира о којим се показатељима ради, они сами за себе не говоре много. Да би се могао донијети квалитетан суд о томе да ли су величине неких показатеља задовољавајуће или не, потребно је те показатеље упоредити с одређеним величинама:

1. Планираним показатељем за раздобље које се анализира.
2. Кретање величине одређеног показатеља у неком времену у истом предузећу.

8 В Белак, В. (1995). *Менаџерско рачуноводство*. Загреб: РРиФ-плус, стр. 78.

3. Величина показатеља у сличном предузећу (поређење два или више предузећа из исте дјелатности).

Добит остварена у знатном износу не мора значити да предузеће располаже довољним износом новца потребног за плаћање различитих обавеза.

Због тога класичне показатеље, који произлазе из биланса успјеха треба посматрати у међуовисности с извјештајем о новчаном току и показатељима који произлазе из новчаног тока.

Финансијски показатељи из новчаног тока:

1. Показатељ цијене солвентности и ликвидности (говори о новчаном покрићу камата, текућих обавеза, укупних обавеза и дивиденди).
2. Показатељ квалитета добити (говори о односу новчаних примитака од пословне активности и прихода од продаје, те о односу новчаних примитака и добити).
3. Показатељ капиталних издатака (доводи у везу разне врсте новчаних токова и у том контексту разматрају могућност набаве капиталне имовине, финансирања и инвестирања).
4. Показатељ поврата новчаног тока (утврђује новчани ток по акцији, поврат новца на укупну имовину, обавезе и главницу, односно ту се ради о новчаном изразу рентабилности).

6. Показатељи активности

Показатељи активности показује колико ефикасно друштво употребљава ресурсе које има на располагању. Познати су и под називом коефицијенти обрта, а рачунају се на темељу омјера промета од продаје и просјечног стања одређене ставке имовине у билансу друштва.

У показатеље активности убрајамо:

- коефицијент обрта укупне имовине,
- коефицијент обрта краткотрајне имовине,
- коефицијент обрта потраживања,
- трајање наплате потраживања у данима.

Рачунају се из односа прихода и просјечних стања имовине.

Коефицијент обрта укупне имовине = укупни приходи / укупна имовина

Коефицијент обртаја укупне имовине приказује ефикасност употребе капитала у остваривању прихода. Пожељно је да буде што већи.

Коефицијент обрта краткотрајне имовине = укупни приход / краткотрајна имовина

Коефицијент обртаја краткотрајне имовине приказује ефикасност употребе краткотрајне имовине у остваривању прихода. Пожељно је да буде што већи.

Коефицијент обрта потраживања = приходи од продаје / потраживања

Трајање наплате потраживања = 365 / коефицијент обрта потраживања

Што је већи коефицијент обртаја потраживања, то је краће трајање наплате потраживања, односно потраживања се брже наплаћују.

Као што је познато, већином акција тргује се на берзама. Због тога се лакше сусрећу понуда и потражња, лакше се формира цијена, а и само трговање је једноставно. Нема сувишне „папирологије“ као што би то можда био случај када би се, на примјер, трговало преко огласника.

Да би купио акције на берзи, улагач прво треба пронаћи брокерску кућу која ће га заступати током цијелог поступка купопродаје акција. Физичка особа не може сама куповати акције, него то мора учинити преко овлашћених посредника. У овом случају то су брокерске куће. Да би брокерска кућа могла посредовати у продаји акција, мора имати дозволу од комисије за хартије од вриједности. С одабраном брокерском кућом, улагач потписује уговор о посредовању, којим се регулишу права и обавезе обје уговорне стране.

Значи, први корак када желимо трговати акцијама јест одабир брокерске куће. Оно што ће нам можда на почетку бити најважнији критериј при одабиру брокерске куће је накнада за трговање. Накнаде се крећу, по правилу од 0,3% па до 1,00%. Висина накнаде понајприје зависи од начина задавања налога. Налоге можемо задавати телефонски, путем е-поште или факсом, те је то скупљи (због већег ангажмана брокера такве накнаде су често близу 1,00 посто) и помало застарјели начин трговања. Многе брокерске куће данас нуде електронске платформе за трговање гдје улагач самостално задаје налоге који се тада путем система излажу на берзу.

Након што се одабере и контактира са брокерском кућом, слиједи потписивање уговора. Након што се уплате средства на рачун брокерске куће, који служи искључиво за средства клијената, може се започети с трговањем.

Основни параметри налога за куповину или продају акција су следећи: цијена (по којој се жели купити или продати), количина (број акција које се желе купити или продати), те трајање налога (одређивање колико ће дуго бити налог изложен, или се одабире опција „до отказа“ што значи да ће налог бити изложен док га не откажемо). На електронским платформама за трговање улагач самостално може видјети налоге за куповину и налоге за продају који су тренутно изложени на берзи, што му омогућава лакше одре-

ђивање параметара налога. На примјер, ако се жели одмах купити одређена акција и види се да је на продаји налог по нпр. 100 КМ, тада се задаје налог по тој цијени и трансакција ће се обавити тог тренутка. Ако учеснику није битно да одмах купи ту акцију, или сматра да је цијена од 100 КМ, која је тренутно прва на продаји превисока, може се задати налог за куповину по нижој цијени, те ће он тада бити изложен на берзи и *чекајти* док акција не дође на ту цијену.

Већина улагача, који активно тргују акцијама, када продају акције не траже исплату средстава, већ се она и даље налазе на брокерском рачуну, те у било којем тренутку с тим средствима могу задавати налоге за куповину акција.

Уколико су улагачу пак потребна средства, исплаћују се на текући рачун. Средства на текући рачун исплаћују се трећи дан од извршења трансакције.

Свако улагање у себи садржи елементе ризика, па ни улагање у акције није изузетак. Степен ризика код улагања у акције зависи од њихове врсте и квалитета, али и од опште ситуације на тржишту. Што је већи потенцијални поврат на улагање, то је већи ризик који се преузима.

Акционарска друштва прикупљају темељни капитал издавањем акција. Постоје два типа акција: обичне или редовне и повлаштене или преференцијалне акције.

Повлаштене акције, за разлику од редовних, не дају право гласа, али нуде друге погодности улагачима. Погодности су сљедеће: право на дивиденду, најчешће у унапријед утврђеном новчаном износу, или у одређеном постотку номиналног износа акције; затим право на исплату дивиденди прије исплата дивиденди обичним акционарима, а након плаћања камата; затим предност у расподјели ликвидацијске масе предузећа у односу на обичне акционаре. Акционарска друштва издају обичне акције како би прикупила средства за дугорочно финансирање без кредитног задуживања.

Куповином акција стичу се сљедеће користи:

- право на удјел у добити исплатив у облику дивиденди;
- право на пропорционални удјел у имовини друштва у случају његове ликвидације;
- право управљања које се реализује гласањем на скупштини акционара;
- право првооткупа у случају новог издања акција;
- ограничена одговорност у случају ликвидације друштва;
- ограничени приступ пословним књигама друштва.

Продајна цијена акције одређена је цијеном коју је купац вољан платити у одређеном тренутку, односно по којој цијени је продавац спреман продати. Ако се те двије цијене поклапају, оствариће се купопродајна трансакција. Ако се потражња за одређеном врстом акција повећа, њихова ће цијена

порасти. Ако се пак потражња смањи, цијена акција ће пасти. Дакле, цијена акције обликује се преко тржишног механизма понуде и потражње.

На тржишну вриједност акција утичу бројни фактори, а главни су:

- очекивана зарада коју ће предузеће остварити у будућности; ако се очекује да ће зараде предузећа у будућности бити веће него што је поврат на уложена средства улагања сличног ризика, цијена акције ће расти;
- финансијска снага предузећа;
- дјелатност предузећа;
- укупно макроекономско окружење у земљи.

Да би улагач оцијенио које акције су погодне за улагање, најприје мора одредити циљеве својег улагања, односно дефинисати да ли му је циљ дугорочна или краткорочна финансијска добит. Такође, мора одредити степен склоности ка ризику.

У складу са зацртаним циљевима и степеном склоности према ризику, те уз консултације са стручњаком (брокер, инвестицијски савјетник), улагач ће се одлучити за врсту акција која му највише одговара.

На примјер, за инвеститоре с мањом склоношћу према ризику, конзервативне инвеститоре, погодне су акције компанија које су јаке и угледне, те водеће у својој индустријској грани, које су остваривале стабилне зараде у прошлости и редовито исплаћивале дивиденду.

Растуће акције издају предузећа која зарађују натпросјечне профите у односу на остала предузећа у привреди. Растуће предузеће најчешће се препознаје по линији квалитетних производа у развоју и ефикасном развојном, те истраживачком сектору. Такве компаније задржавају велик дио свога профита како би улагале у истраживање и развој. Инвеститори који улажу у такве акције не рачунају на знатније дивиденде, него се надају порасту цијена акција.

Информације о тржишном кретању цијена акција могу се добити: преко интернета, на страницама берзи, у дневним новинама, од брокера.

Иако је коначна одлука о улагању, као и ризик, увијек на ономе ко улаже своја новчана средства, брокер својим савјетом може помоћи у остваривању улагачевих циљева улагања.

Тржиште капитала на нашем подручју прилично је младо и неразвијено, али у посљедњих неколико година порасла је његова популарност. те су многи грађани постали власници акција, кроз јавне понуде, или прије тога, приватизацијом предузећа. Али постоје многе непознанице с којима се власници акција, улагачи, свакодневно сусрећу. Због наглог раста тржишта које је трајало негдје до средине 2007, многи су улагање у акције доживјели као начин лаке и брзе зараде, да би након тога дошло до прилично наглог и жестоког пада. То је поновно довело до стварања негативне слике о акциј-

ском тржишту због чега неки улагање у акције карактеришу као коцкање у коцкарници. Наравно, оба таква начина гледања на тржиште акција су погрешна.

7. Остале рачуноводствене информације

Показатељ задужености

Показатељ задужености упућује колико се друштво финансира из туђих средстава.

У категорију показатеља задужености убрајамо: коефицијент задужености, коефицијент властитог финансирања, покриће трошкова камата, фактор задужености, степен покрића I и II.

Најчешћи показатељи задужености су⁹:

- омјер обавеза и капитала,
- коефицијент задужености,
- коефицијент властитог финансирања,
- коефицијент финансирања,
- покриће трошкова камата.

Показатељи су одраз структуре пасиве и потврђују колико је имовине финансирано из властитог капитала (главница), а колико из туђег капитала (обавезе). Односно, то је однос туђег и властитог капитала.

Омјер обавеза и капитала = (дугорочне обавезе + краткорочне обавезе) / (уписани капитал + резерве)

Мјера финансијске полуге друштва израчуната дијељењем износа укупних обавеза с износом акционарског капитала. Како друштва пословање могу финансирати из властитих средстава и задуживањем, овај омјер нам даје податак о величини задужења по једној конвертибилној марки властитог акционарског капитала.

Коефицијент задужености = укупне обавезе / укупна имовина

Коефицијент властитог финансирања = главница (властити капитал) / укупна имовина

Коефицијент задужености и властитог финансирања су показатељи задужености који се израчунавају дијељењем укупног дуга и капитала с укупном имовином. Дају информацију колики је дио имовине финансиран из властитих извора, а колико је посуђених средстава. Збрајањем ових коефицијената требао би се добити износ 1 или (100%), што понекад неће бити случај јер се неке ставке не могу сврстати ни под капитал нити под обавезе (резервирање за будуће ризике, трошкове и мањински интереси).

⁹ Белак, В. (1995). *Менаџерско рачуноводство*. Загреб: РРиФ-плус, стр. 88.

Коефицијент финансирања = укупне обавезе /
(уписани капитал + резерве)

Покриће трошкова камата = (добит прије пореза + камате) /
финансијски трошкови

Податак који показује колико пута друштво теоретски може исплатити трошкове камата из своје добити. По правилу ће такав коефицијент бити мањи код компанија које се финансирају дугом, а већи код компанија које у већем дијелу финансирају своје пословање властитим капиталом.

Показатељ инвестирања

Мјери успјешност улагања у акције предузећа, а под акцијама предузећа подразумевају се улагања у обичне акције предузећа.

Показатељи инвестирања (Investing ratios) су:

- Зарада по акцији (EPS),
- Омјер цијене и зараде (P/E),
- Поврат на капитал,
- Добит прије камата, пореза, депрецијације и амортизације (ЕБИТДА),
- Покриће дивиденда.

Зарада по акцији = нето добит/број акција

Већа зарада по акцији показује да инвеститори/акционари зарађују више по акцији коју посједују.

Омјер цијене и зараде (P/E) = трж. цијена акције/ EPS

Омогућава упоредивост компанија разних дјелатности. Мјери да ли је компанија скупа или јефтина. Ако је омјер висок, може значити да компанија расте, али ако је P/E осталих компанија у тој грани такође висок - може значити пренадуваност цијена.

Поврат на капитал = ЕБИТ / укупни капитал

Показује кориштење капитала компаније. Што је омјер већи, то је боље.

ЕБИТДА

Користи се за процјену оперативне добити компаније.

Покриће дивиденда = EPS / дивиденда по акцији

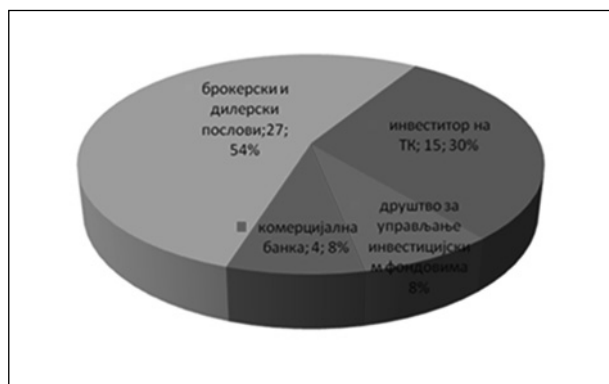
Показатељ обрта дуготрајне имовине добива се дијељењем укупних прихода и дуготрајне имовине. Што је овај показатељ већи, то је стање у друштву боље (производни капацитети су више искориштени).

Показатељ обрта залиха у омјер ставља пословне приходе и вриједност залиха друштва. Што је овај омјер већи, то је друштво ефикасније у употреби залиха (што имплицира мање трошкове производње и већу профитабилност пословања).

8. Истраживање понашања инвеститора код одабира акција

Истраживање понашања инвеститора извршено је путем анкетног испитивања на одабраном узорку учесника на тржишту капитала, гдје су анкетним упитником истражене те прикупљене информације, ставови и мишљења испитаника о предмету истраживања, тј. перцепције улагача о важности критерија за доношење одлука о улагању у акције. Истраживање је проведено крајем 2011. и почетком 2012.г. на темељном скупу од 17 брокерских кућа, чланица Сарајевске берзе, односно њиховим сертификираним брокерима, те клијентима који су у раздобљу истраживања користили посредничке услуге брокера, чиме је прикупљено 32, у потпуности и тачно испуњена анкетни упитника. Структура испитаника према њиховој улози на тржишту капитала приказана је сљедећим графиконом:

Графикон 1: Структура испитаника према улози на тржишту капитала



Извор: Истраживање аутора

Из приказаног графика је видљиво да више од половине испитаника (54%) обавља брокерске и дилерске послове, док је 8% испитаника запослено у друштвима за управљање инвестицијским фондовима. Исти постотак испитаника (8%) је запослен у комерцијалним банкама, и то на пословима аналитичара, кредитног референта или директора сектора.

Дакле, 70% анкетираних у свакодневном послу доноси одлуке о улагањима у различите вриједносне папире, на темељу различитих врста информација, те се у том контексту узорак може сматрати репрезентативним, а они поузданим испитаницима који располажу потребним знањима да би се њихови ставови могли тумачити као релевантни. Коначно, нешто мање од трећине испитаника се јављају у улози инвеститора на тржишту капитала, те се подразумијева да познају функционисање механизма тржишта капитала, доносе рационалне одлуке на темељу расположивих информација због чега се њихови одговори могу сматрати валидним.

Предуслов за провођење истраживања је проведено **анкетно истраживање**, а ради лакшег праћења анализе у наставку се даје преглед постављених питања.

Табела 1: Преглед анкетних питања

КРИТЕРИЈ ЗА ДОНОШЕЊЕ ОДЛУКА О УЛАГАЊУ
1. Добри финансијски резултати
2. Повјерење у знање; способност и искуство главне управе
3. Вјеровање у перспективу развоја дјелатности
4. Вјеровање у повлаштене (тајне) информације
5. Праћење трендова кретања цијена на берзи (техничка анализа)
6. Колико техничка анализа има утицаја на одлуке о инвестирању
7. Колико фундаментална анализа има утицаја на одлуке о инвестирању
8. Велика амплитуда кретања цијена акција
9. Мала амплитуда кретања цијена акција
10. Детаљне рачуноводствене информације

Извор: Истраживање аутора

За свако од постављених питања од испитаника се тражило да оцјеном од 1 до 10 одреди вриједносну важност дефинисеног критерија за доношење одлука о улагању у акција. Уз то, постављено је и питање у којој улози, односно функцији, испитаник учествује на тржишту капитала.

Подаци прикупљени анкетним упитником у другом дијелу истраживања обрађени су методом **вишеатрибутивног одлучивања**. Наиме, потреба рангирања предузећа према различитим критеријима дио је свакодневних пословних и инвестицијских одлука бројних корисника финансијских извјештаја, а често се темељи на конфликтним критеријима. Зависно од доносиоца одлука и њиховим преференцијама, могућа су и различита рангирања предузећа.

На примјер, инвеститор склон ризику, на тржишту капитала првенствено ће куповати акције брзорастућих профитабилних предузећа, док ће инвеститор несклон ризику тражити акције чија цијена значајно не флукуира. При том се сваки од инвеститора може водити различитим изворима расположивих информација – од финансијских извјештаја и детаљних рачуноводствених информација, до техничке анализе и праћења амплитуде у кретању цијена акција.

Вишеструкост критерија и њихова конфликтност основне су карактеристике вишеатрибутивног одлучивања, а резултат вишеатрибутивног одлучивања представља оптимални поредак различитих извора информација као критерија при доношењу одлуке о улагању у акције. с обзиром на њихову значајност.

При одређивању важности критерија користиће се метода својственог вектора. Према овој методи, доносилац одлуке мора просудити релативне важности критерија, односно упоредити све могуће критерије које је при том потребно бројчано оцијенити оцјенама у задатом интервалу од 1 до 10.

Тежине појединих критерија тада се израчунавају примјеном следећег обрасца¹⁰:

$$w_{jk} = \frac{\rho_{jk}}{\sum_{j=1}^n \rho_{jk}}$$

гдје је:

ρ_{jk} – оцјена к-тог испитаника за ј-ти критериј,

w_{jk} – тежина израчуната за ј-ти критериј од к-тог испитаника (нормализирана)

За добивање коначних тежина критерија примјењује се следећа релација:

$$w_j = \frac{\sum_{k=1}^l w_{jk}}{\sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^l w_{jk}}$$

гдје је:

w_{jk} – тежина израчуната за ј-ти критериј од к-тог испитаника (нормализирана),

w_j – коначна (укупна) тежина ј-тог критерија.

При томе је $\sum_{j=1}^n w_{jk}$ сума тежина за све критерије по к-том испитанику, док је $\sum_{k=1}^l w_{jk}$ сума тежина за ј-ти критериј добивена од свих испитаника, те даје коначни резултат овог дијела истраживања.

На крају, прије самог тестирања и анализе добивених резултата, потребно је навести и одређена могућа ограничења. Ови недостатци не умањују вриједност добивених резултата, нити упитност самог истраживања, већ о њима треба водити рачуна у интерпретацији добивених резултата.

Могу се подијелити у три групе:

¹⁰ Доступно на www.Academic.evergreen.edu/projects/bdei/documents/decisionmakingmethods.pdf.

1. Ограничења, односно недостатци која произлазе из примјене одређених статистичких метода;
2. Ограничења и недостатци који произлазе из специфичности финансијског извјештавања у БиХ;
3. Ограничења и недостатци који произлазе из карактеристика тржишта капитала у БиХ.

У прву групу спадају недостатци који произлазе из саме природе анализираних података. На примјер, нарушеност претпоставке нормалне дистрибуције или нарушеност претпоставке хомогености матрице коваријанси. Такође, с обзиром да се одређени показатељи израчунавају кориштењем истих позиција рачуноводствених извјештаја, постоји могућност проблема мултиколинеарности међу независним варијаблама, који може нарушити добивене резултате.

Другу групу чине ограничења и недостатци који произлазе из самог рачуноводства, односно његових специфичности у признавању и мјерењу појединих позиција финансијских извјештаја. Ту се првенствено мисли на примјену начела историјског трошка у евидентирању пословних догађаја, али и супротно томе арбитража, тј. субјективност процјене приликом примјене начела фер вриједности у признавању и вриједновању имовине.

Такође, постоје и одређене погрешке које могу умањити поузданост рачуноводствених података (нпр. грешке при књижењу пословних промјена на конта или при преносу података из пословних књига у финансијске извјештаје). Такође, специфичношћу финансијског извјештавања може се сматрати и чињеница да БиХ спада у макрооријентисане рачуноводствене системе, тј. финансијско извјештавање примарно је оријентисано удоваљавању регулативних захтјева и потреба интерних корисника, а не учесника на тржишту капитала.

Конечно, трећу групу чине одређена ограничења која су везана и произлазе из карактеристика тржишта капитала у БиХ, а то су плитко и неликвидно тржиште; велики број вриједносних папира којима се не тргује; волатилност цијена и потенцијалне манипулације цијенама од стране учесника на тржишту капитала (анализирањем података с тржишта капитала уочено је како закључне цијене неких акција знатно одступају у односу на просјечне цијене на годишњем нивоу), те несклоност предузећа јавном објављивању информација о пословању.

У табели 2 дани су коначни рангирани резултати по испитаницима за свих десет критерија (ρ_{jk}), уз интервал процјене оцјенама од 1 до 10. Након нормализације пондера по испитанику (оцјена по критерију подијељена са збиром оцјена по испитанику како би износ по ступцу био једнак 1), потребно је нормализовати и пондере за сваки критериј (збир оцјена свих

испитаника по једном критерију подијељен с бројем испитаника), чиме се добивају коначни пондери за сваки од критерија, а на темељу коначних пондера (w_j) се ради рангирање критерија.

Табела 2: Резултатни вишеатрибутивни одлучивања о важности информација за доношење одлука

КРИТЕРИЈ	w_j	РАНГ
Детаљне рачуноводствене информације	0,147259243	1
Добри финансијски резултати	0,134673098	2
Колико фундаментална анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,134450000	3
Праћење трендова кретања цијена на берзи (техничка анализа)	0,102834342	4
Вјеровање у перспективу развоја дјелатности	0,091699998	5
Колико техничка анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,091217158	6
Мала амплитуда кретања цијена акција	0,080510120	7
Велика амплитуда кретања цијене акција	0,076882147	8
Повјерење у знање; способност и искуство главне управе	0,073086247	9
Вјеровање у повлаштене (тајне) информације	0,067387647	10

Извор: Истраживање аутора

Као што је видљиво из коначне табеле, брокери и инвеститори на тржишту капитала у БиХ се при доношењу одлуке о улагању у акције на првоме мјесту воде детаљним рачуноводственим информацијама. Након тога, пажњу придају оствареним финансијским резултатима, али и праћењу трендова кретања цијена на берзи. У табели 3 у наставку прилазан је прорачун вишеатрибутивног одлучивања.

Табела 3 – 1. гуо

КРИТЕРИЈ/ИСПИТАНИК	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Добри финансијски резултати	0,1385	0,1111	0,1129	0,1231	0,1406	0,1667	0,1000	0,1429	0,0870	0,1333	0,1356
Повјерење у знање; способност и искуство главне управе	0,1077	0,0741	0,0968	0,1231	0,0469	0,0333	0,0833	0,0635	0,1014	0,1000	0,0847
Вјеровање у перспективу развоја дјелатности	0,1231	0,0556	0,0645	0,1077	0,0469	0,0500	0,1000	0,0952	0,0580	0,1333	0,1186
Вјеровање у повлаштене (тајне) информације	0,0462	0,1296	0,0968	0,0923	0,0781	0,0667	0,1167	0,0635	0,1159	0,0667	0,0847
Праћење трендова кретања цијена на берзи	0,0769	0,1481	0,1129	0,0615	0,1094	0,1000	0,0667	0,1111	0,1159	0,0667	0,1017
Колико техничка анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,0769	0,1481	0,1129	0,0769	0,1094	0,0833	0,0667	0,1111	0,1159	0,0500	0,1017
Колико фундаментална анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,1231	0,0926	0,1290	0,1077	0,1406	0,1333	0,1000	0,1429	0,1014	0,1333	0,1356
Велика амплитуда кретања цијене акција	0,0462	0,0556	0,0806	0,0923	0,0781	0,1000	0,1167	0,0635	0,0870	0,0833	0,0508
Мала амплитуда кретања цијена акција	0,1231	0,0741	0,0645	0,0769	0,0938	0,1000	0,1167	0,0635	0,1014	0,0833	0,0508
Детаљне рачуноводствене информације	0,1385	0,1111	0,1290	0,1385	0,1563	0,1667	0,1333	0,1429	0,1159	0,1500	0,1356
$\sum_{j=1}^n w_{jk}$	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Табела 3 – 2. *дио*

КРИТЕРИЈ/ИСПИТАНИК	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Добри финансијски резултати	0,0952	0,1667	0,1818	0,1311	0,1698	0,1613	0,1094	0,1636	0,0984	0,1579	0,1667	0,1739
Повјерење у знање; способност и искуство главне управе	0,1111	0,1042	0,1273	0,0656	0,0377	0,0645	0,0781	0,1091	0,0164	0,0526	0,0833	0,0435
Вјеровање у перспективу развоја дјелатности	0,1111	0,0833	0,1455	0,0984	0,1321	0,0968	0,0625	0,1273	0,0656	0,0877	0,0667	0,1304
Вјеровање у повлаштене (тајне) информације	0,0952	0,0417	0,0182	0,0492	0,0377	0,0484	0,0938	0,0182	0,1148	0,0175	0,0500	0,0217
Праћење трендова кретања цијена на берзи	0,1111	0,1042	0,0909	0,0984	0,1132	0,0806	0,0938	0,0727	0,1311	0,0877	0,1000	0,0652
Колико техничка анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,0952	0,0833	0,0545	0,0984	0,0943	0,0806	0,0938	0,0727	0,1311	0,0877	0,0667	0,0652
Колико фундаментална анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,1111	0,1667	0,1636	0,1311	0,1321	0,1452	0,1250	0,1636	0,1148	0,1579	0,1500	0,1739
Велика амплитуда кретања цијене акција	0,0794	0,0417	0,0182	0,0820	0,0566	0,0806	0,1094	0,0545	0,0984	0,0877	0,0667	0,0652
Мала амплитуда кретања цијена акција	0,0794	0,0417	0,0182	0,0984	0,0566	0,0806	0,1094	0,0545	0,0984	0,0877	0,0833	0,0652
Детаљне рачуноводствене информације	0,1111	0,1667	0,1818	0,1475	0,1698	0,1613	0,1250	0,1636	0,1311	0,1754	0,1667	0,1957
$\sum_{j=1}^n w_{jk}$	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Табела 3 – 3. *дио*

КРИТЕРИЈ/ИСПИТАНИК	24	25	26	27	28	29	30	31	32	$\sum_{k=1}^l w_{jk}$	w_j
Добри финансијски резултати	0,1148	0,1852	0,1094	0,1111	0,1579	0,1020	0,1277	0,1212	0,1129	4,30953	0,134673098
Повјерење у знање; способност и искуство главне управе	0,0820	0,0556	0,0625	0,0185	0,0526	0,0816	0,0213	0,0758	0,0806	2,33875	0,073086247
Вјеровање у перспективу развоја дјелатности	0,0656	0,1111	0,0781	0,0556	0,1053	0,0816	0,1064	0,1061	0,0645	2,93439	0,091699998
Вјеровање у повлаштене (тајне) информације	0,0656	0,0370	0,0625	0,1111	0,0351	0,0816	0,0426	0,0606	0,0968	2,15640	0,067387647
Праћење трендова кретања цијена на берзи	0,0984	0,0926	0,1094	0,1481	0,1228	0,1429	0,1064	0,1212	0,1290	3,29069	0,102834342
Колико техничка анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,0984	0,0556	0,0938	0,1296	0,1053	0,1020	0,0851	0,0758	0,0968	2,91894	0,091217158
Колико фундаментална анализа има утицаја на одлуке о инвестирању	0,1475	0,1481	0,1406	0,1111	0,1579	0,1020	0,1702	0,1212	0,1290	4,30240	0,134450000
Велика амплитуда кретања цијене акција	0,0984	0,0741	0,0938	0,0926	0,0526	0,0816	0,0851	0,0909	0,0968	2,46022	0,076882147
Мала амплитуда кретања цијена акција	0,0984	0,0556	0,1094	0,0926	0,0351	0,1020	0,1064	0,0909	0,0645	2,57632	0,080510120
Детаљне рачуноводствене информације	0,1311	0,1852	0,1406	0,1296	0,1754	0,1224	0,1489	0,1364	0,1290	4,71229	0,147259243
$\sum_{j=1}^n w_{jk}$	1	1	1	1	1	1	1	1	1	32	

9. Закључак

Трговање на тржишту капитала у БиХ (Сарајевска и Бањалучка берза) оптерећено је ограничењима која нису непосредно везана за само тржиште капитала, док је институционално и у смислу законске регулативе тржиште

углавном уређено. Поред тога, треба истаћи да је још увијек тржиште капитала неразвијено и знатно заостаје у свим сегментима за окружењем. Сама понуда акција предузећа и квалитет предузећа које котирају на тржиштима капитала је недовољна, па се тиме и не може очекивати значајнији промет на тржишту капитала, што се неповољно одражава и на саму инвестицијску активност.

Истраживање које смо провели у овом раду, користећи се методом вишеатрибутивног одлучивања, одабиром испитаника који су непосредно везани за тржиште капитала и резултате које смо добили, показују нам да се инвеститори код одлучивања куповина акција на првом мјесту воде детаљним рачуноводственим информацијама а затим оствареним добрим финансијским резултатима. Дакле, за разлику од развијених тржишта капитала, тек после рачуноводствених показатеља, инвеститори користе финансијску и техничку анализу као алат који ће их одредити за улагање у одређене акције.

Литература

1. Белак, В. (1995). *Менаџерско рачуноводство*. Загреб: РРиФ-плус
2. Bernstein, J. (1989). *How The Futures Markets Work*. New York
3. Fama, E. F., French, K. R. *Common risk factors in the returns on stock and bonds*, Journal on Financial and Economics 33, (1993) 3-56., North-Holland.
4. Larson, K.D., Miller, P.B.W. (1993). *Fundamental Accounting Principles*. Boston: Richard D.Irwin
5. Naser, K. (1993). *Creative Financial Accounting: Its Nature and Us*. Н. Hempstead, Prentice Hall,
6. Rosenberg, J.M. (1993). *Dictionary of Business & Managemet*. John Wiley & Sons, Inc.
7. Периодична извјештаја о трговању са Сарајевске берзе у раздобљу од 2004 до 2010, доступно на www.sase.ba
8. Периодични извјештаји о трговању са Бањалучке берзе у раздобљу од 2004. до 2010, доступно на www.blse.ba
9. Појатина, Д. (2000). *Тржиште капиталa*. Сплит: Економски факултет
10. O'Regan, P. (2006). *Financial Information Analysis*. John Wiley & Sons, Ltd.