

TEORIJSKA OSNOVA PROCENE VREDNOSTI I CENA AKCIJA

THEORY BASIS IN STOCKS VALUE AND PRICES ESTIMATES

ZDENKA ĐURIĆ, Fakultet za spoljnu trgovinu,
Privredna akademija Novi Sad

Sažetak: U radu se daje kratak prikaz osnovnih teorija i koncepata procene - analize vrednosti i cena akcija ili prikaz teorije efikasnosti tržišta kapitala koncept, bjebejvorističkih finansija, Markowitz portfolio teorije, teorije tržišta kapitala, modela vrednovanja kapitala, modela multifaktorskog vrednovanja kapitala.

Cilj ovog rada nije potvrđivanje ili opovrgavanje istih, već samo afirmacija teorijske i konceptijske osnove osnovnih i najznačajnijih modela i tehnika analiza vrednosti i cena akcija koji se primenjuju u afirmativnoj praksi.

Gljučne reči: teorija, vrednost, cene, akcije.

Abstract: In paper are presented short reviewed theories and concepts in astimated - analysis stocks values and prices or reviewed the concept of efficient market, behaviour finance, Markowitz portfolio theory, the asset pricing model or CAPM and multifactor models of risk and return.

The aim of this paper is not confirm or refute its, but only, its affirmation as a basis of actual models and techincs in analysing stock value and price in the contemporary priactice.

Key words: theory, value, prices, stocks.

JEL clasification: G11; G12; G14;

Preliminary communications; Recived: Mart 01, 2008

1. Uvod

Ekonomska nauka, kao uostalom i druge društvene nauke fokusirana je na objašnjavanje različitih kretanja i pojava u ekonomskoj praksi. Ova činjenica objašnjava docnju teorije za onim što se dešava, između ostalog i na tržištima kapitala.

Po osnovnoj definiciji - tržište kapitala je tržište vlasničkih i dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti, u daljem tekstu HoV.

HoV kao sredstvo pribavljanja i plasiranja kapitala i tržišta HoV egzistiraju više od 200 godina. Međutim, relativno mlada su teorijska i empirijska istraživanja odluka i ponašanja na tržištima HoV, jer datiraju od šezdesetih godina XX veka

U ovim teorijskim i pratećim, empirijskim istraživanjima dominiraju matematičke i statističke formule i analize. Njihovo prezentovanje zahteva daleko veći prostor od prostora jednog priloga i zato ih ovom prilikom neću navoditi, stavlajući akcenat na

njihove osnovne pretpostavke, bitne stavove i zaključke.

2. Definicija akcije i ostalih HoV

Akcija je aktiva ili vlasnička ili kapitalna HoV, kojom se obezbeđuje suvlasništvo nad kapitalom akcionarskog društva, u daljem tekstu AD. Onda, kada se obezbede zakonom definisani uslovi, akcije se emituju sa ciljem pribavljanja trajnog kapitala. U najvećem broju slučajeva akcije se kupuju sa ciljem očuvanja i uvećavanja vrednosti investiranog. U manjem broju slučajeva, akcije se kupuju zbog učešća u upravljanju tj. kontrole poslovanja i razvoja emitenta akcija.

Na primarnim i sekundarnim tržištima kapitala, akcije zauzimaju dominantno mesto i na njih se odnosi najveći deo prometa HoV.

Za razliku od najvećeg dela dugoročnih dužničkih HoV kod kojih je:

- poznat rok povraćaja
- rizik investiranja i
- visina prinosa,

akcije su HoV koje egzistiraju dok postoji preduzećeemitent. Na dalje, akcije su HoV koje po pravilu treba da donose veće prinose od prinosa koje donose dugoročne dužničke HoV. Konačno, za razliku od dugoročnih dužničkih HoV, akcije su mnogo rizičnije HoV, zbog rizika prinosa ili rizika povraćaja investiranog.

nominalna vrednost	računovodstvena vrednost
tržišna vrednost	tržišna cena

Sl. 1 : Osnovni pokazatelji vrednosti akcija

Nominalna vrednost akcije je vrednost na koju glasi akcija i vrednost po kojoj se akcija kupuje u periodu njene emisije.

Računovodstvena vrednost akcije je vrednost koja se utvrđuje na bazi računovodstvenih podataka. Da li će računovodstvena vrednost biti iznad ili ispod njene nominalne vrednosti zavisi od finansijskih rezultata poslovanja AD i opredeljenja vlasnika akcija veći ili manji deo dobitka usmere u povećavanje kapitala. Povremeno, ova povećavanja moraju da se pokrivaju emisijama akcija iz raspodele dobitka, čime se računovodstvena vrednost akcija svodi na njenu nominalnu vrednost.

Tržišna vrednost akcija je ravotežna tržišna cena akcija konkretnih emitenata. Ova vrednost menja se tokom vremena, zavisno od uspešnosti poslovanja i razvoja njenog emitenta. Tržišna vrednost akcija razlikuje se od nominalne vrednosti, računovodstvene vrednosti i tržišnih cena akcija u različitim vremenskim trenucima.

3. Osnovni pokazatelji vrednosti akcija

Kod akcija razlikuje se njena (sl.1):

- nominalna vrednost
- računovodstvena vrednost
- tržišna vrednost
- i tržišna cena (Đurić 2006, s. 156)

Tekuća tržišna cena akcija kreće se na više ili naniže u odnosu na tržišnu vrednost akcija zavisno od brojnih faktora koji se javljaju na strani njene ponude i potražnje.

4. Racionalna odluka o kupovini i prodaji akcija

Vlasnik kapitala - investitor i vlasnik akcija konkretnog emitenta kod donošenja racionalnih odluka o kupovinama, čuvanju ili prodaji akcija operiše sa sledećim podacima (sl. 2) :

- odnosom između tržišne vrednosti i aktuelne cene akcija konkretnog emitenta
- promenama u vrednostima i u cenama akcija konkretnog emitenta u narednom periodu
- prinosima i rizicima investiranja u ostale HoV i u drugu aktivu
- transakcionim troškovima
- drugim informacijama

trenutni odnos tržišne cene i tržišne vrednosti akcije	promene u odnosu tržišne cene i tržišne vrednosti akcije
prinosi i rizici ostalih hov i ostale aktive	ostali faktori

Sl. 2 : Osnovna pitanja kod donošenja odluka o kupovinama ili prodaja akcija

Analize ponašanja na sekundarnom tržištu kapitala pokazuju da racionalnost odluka o kupovinama i prodajama akcija konkretnih emitenata u prvom redu zavise od (Sl. 3):

- ciljeva koje subjekti postavljaju kod kupovine ili prodaje akcija,

- dostupnosti i raspolaganja relevantnim informacijama i
- kvaliteta njihovih obrada ili od analiza i prognoza.

ciljevi investitora i vlasnika akcija	dostupnost relevantnih informacija	kvalitet analiza relevantnih informacija
---------------------------------------	------------------------------------	--

Sl. 3 : Osnovni faktori racionalnosti odluka na sekundarnom tržištu kapitala

Odluka o kupovini akcija je odluka o investiranju ili alokaciji raspoloživog kapitala (Sanjiv 1995, p. 76; Berber and Odean 1999). Investitor uvek ima više alternativa ili mogućnosti izbora:

- između akcija i drugih HoV i druge aktive,
- između akcija različitih emitenata i
- između akcija istog emitenta, ali na različitim tržištima

5. Osnovni teorijski pristupi procenama vrednosti i cena akcija

U najznačajnije teorijske pristupe izučavanju problema procena tržišne vrednosti i cena HoV i pre svega, akcija dolaze (sl. 4):

- koncept efikasnosti tržišta,
- koncept bihejvoriističkih finansija,
- Markowitz portfolio teorija,
- teorija tržišta kapitala,
- CAPM model,
- multifaktorski model prinosa i rizik,
- dow teorija i
- drugi teorijski priloz

koncept efikasnosti tržišta	koncept bihejvoriističkih finansija
markowitz portfolio teorija	teorija tržišta kapitala
capital asset pricing model -capm	multifaktorski model prinosa i rizika

Sl. 4 : Osnovni teorijski priloz vrednovanju HoV tj. akcija

Cilj i obim rada zahtevaju da u prikazu akcenat stavim na osnovne i najznačajnije pretpostavke, stavove i zaključke ovih teorija i koncepata. Razvoj ovih teorija i koncepata, od 60-ih godina na ovamo prate obimna empirijska istraživanja i više ili manje složene matematičko-statističke analize u kojima se operiše sa bazama podataka, koje kod nekih istraživanja obuhvataju period od 20-ih godina prošloga do danas. Jedan od problema sa kojim se suočavamo u zemlji u prezentovanju strane finansijske teorije i prakse je problem prevoda i definisanja domaćih termina.

5.1 Koncept efikasnosti tržišta

U 60-tim godinama prošloga veka F. E. Fama postavlja koncept efikasnosti tržišta kapitala (Fama 1991). Osnovne postavke ovog koncepta su:

- investitor ili kupac akcija ponaša se racionalno i opredeljuje se za onu investiciju kod koje postoji balansirani odnos između prinosa i rizika
- odluka o investiciji temelji se na relevantnim informacijama o tekućoj vrednosti i ceni aktive - HoV i promenama koje će nastupiti u vrednosti i cenama u narednom periodu
- svaka nova relevantna informacija dovodi do brzih promena u cenama HoV i akcija. Fama tržišta kapitala sistematizuje u sledeće grupe (sl. 5) :
- Slabo efikasna tržišta
- Samoregulišuća efikasna tržišta
- Visoko efikasna tržišta

slabo efikasno tržište	samoregulišuće efikasno tržište	visoko efikasno tržište
------------------------	---------------------------------	-------------------------

Sl. 5 : Osnovna Famina sistematizacija efikasnosti tržišta

Slabo efikasna tržišta su tržišta na kojima cene akcija reflektuju informacije o stanju ponude i tražnje na tržištima kapitala - najčešće berzama.

Samoregulišuća efikasna tržišta su tržišta na kojima cena akcija reflektuje ne samo informacije o stanju ponude i potražnje na tržištu, već i informacije o poslovanju i razvoju emitenta

Visoko efikasna tržišta su tržišta na kojima cene akcija reflektuju: tržišne informacije, informacije o emitentu akcija i informacije o stanju i promenama u ekonomskom, političkom i društvenom okruženju emitenata akcija i konkretnih tržišta HoV.

Vrednost ovog koncepta i njegovih kasnijih empirijskih provera je u tome, što se javio kao konceptijska osnova afirmacije i razvoja brojnih modela

i tehnika analiza tržišta HoV i akcija i analiza poslovanja i razvoja emitenata.

Empirijske provere koncepta efikasnosti, pre svega informacione efikasnosti tržišta kapitala zasnovane na analizama brojnih tržišta kapitala u dugom vremenskom periodu dale su brojne korisne zaključke, među kojima i zaključak o vikend ili januarskom efektu u kretanju cena akcija (Ray 1995; v Huberman 1997).

5.2 Koncept bihejvorističkih finansija

Koncept bihejvorističkih finansija razvija se na kritičkom preispitivanju koncepta efikasnosti tržišta (Olsen 1998) kapitala i u okviru njega na analizama ponašanja investitora. Stavovi sa kojim operišu tvorci i interpretatori ovog koncepta su (Brown 1999):

- svi investitori ne ponašaju se racionalno
- svi investitori nemaju jednake ciljeve
- postoje pojedinci koji ignorišu informacije i tvrdoglavo veruju u ispravnost svojih ocena.

Afirmatori ovog koncepta dali su značajan doprinos u analizi uticaja glasina na cenu akcija.

5.3 Markowitz portfolio teorija

Ova teorija, zajedno sa teorijom diversifikacije ima značajan uticaj na razvoj portfeljnog menadžmenta (Markowitz 1959). Njeni stavovi čine osnov u postavljanju teorije tržišta kapitala i modelu vrednovanja kapitala. Pretpostavke Markowitz portfolio teorije su:

- u ostvarivanju svojih interesa vlasnik, svoj kapital investira u razučenu strukturu aktive /različite HoV, nekretnine i drugo/,
- u ostvarivanju interesa vlasnik kapitala se ne opredeljuje za zbir dobrih investicija, već za strukturu investicija - njega interesuje sinergetski efekat strukture,
- investitori nisu skloni rizičnim ulaganjima i oni uvek preferiraju manje rizičnauaganja. Na ovom stavu, kasnije Friedman je razvio stav o tome, da sklonost ka riziku zavisi od visine prinosa koji on donosi. Prinos mora da je visok – atraktivan da bi pojedinac prihvatio veći rizik ulaganja,
- investitor razmatra svaku od alternativa ulaganja kroz verovatnoću očekivanog povraćaja u datom periodu posmatranja
- investitor maksimalizuje očekivani prinos i njegova kriva prinosa predstavlja dinamičan marginalni prinos,

- investitor procenjuje rizik portfolia - strukture investiranja polazeći od očekivanih povraćaja uloženog,
- investitor odluku temelji na očekivanom prinosu i riziku prinosa, tako da je kriva prinosa – funkcija očekivanog povraćaja i standardne devijacije povraćaja,
- za dati nivo rizika, investitor preferira veći u odnosu na manji prinos. Slično, za dati nivo prinosa, investitor preferira niži u odnosu na viši rizik,
- konkretna struktura investicija je efikasna ukoliko ne postoji neka druga – alternativna struktura koja obezbeđuje veći povraćaja - prinos za dati nivo rizika ili niži rizik za dati nivo prinosa

Definišući i testirajući portfolio teoriju, Markowitz je dao značajan doprinos merenju ili kvantificiranju rizika. Polazeći od osnovnih mera rizika - standardne devijacije i ranga rizika, autor je utvrdio sledeće:

- očekivana stopa povraćaja na nivou portfolia ili ukupno investirane strukture je izmereni prosek očekivanog povraćaja pojedinačnih investicija - HoV unutar strukture,
- standardna devijacija na nivou portfolia nije samo funkcija standardnih devijacija pojedinačnih investicija unutar strukture, već i odnosauticaja između povraćaja pojedinih investicija - HoV unutar strukture ili od kovarijanse,
- postoji kriva efikasnosti - efficient frontier koja sadrži i prikazuje sve najbolje kombinacije za najveće prinose sa datim nivoom rizika i za najmanje rizike sa datim - očekivanim nivoom prinosa. Ova kriva čini osnov za izbor krive prinosa i HoV kome ona pripada. U pitanju je ona kriva prinosa i HoV, kome je kriva efikasnosti tangenta.

Osnovna poruka Markowitz portfolio teorije je na nivou portfolia - strukture ulaganja (Sl. 6. Osnovne preporuke Markowitz portfolio teorije):

- balansirati visoko prinodne i visoko rizične HoV sa onima koje ne donose visok prinos ali i nisu skopčani sa velikim rizicima,
- kroz strukturu HoV za dati nivo rizika max prinose i
- kroz strukturu HoV za dati nivo prinosa, min. rizike

uravnoteženje visoko i nisko prinosnih i rizičnih hov u portfelju	max prinosa za dati nivo rizika	min rizika za dati nivo prinosa
---	------------------------------------	------------------------------------

Sl. 6 : Osnovne preporuke Markowitz portfolio teorije

5.4 Teorija tržišta kapitala

Teorija tržišta kapitala razvija se na doprinosima koncepta efikasnosti tržišta i Markowitz portfolio teoriji. Ova teorija čini osnov razvoja danas vrlo aktuelne načunostručne oblasti risk managementa i osnov postavljanja teorije vrednosti kapitala. U literaturi teorija tržišta kapitala i teorija vrednosti kapitala najčešće posmatraju se zajedno, zbog logične veze, ali i činjenice da je tvorac obe teorije W.Sharpa (1964).

Teorija tržišta kapitala definiše uslove i pokazatelje tržišta kapitala u ravnoteži. Uslovi za ravnotežu na ovom tržištu su:

- efikasani, Markowitz, pojedinačni investitori pojedinac slobodno može plasirati i pribavljati kapital
- svi investitori u HoV imaju identična očekivanja i opredeljuju se za identičnu strukturu rizika investiranja
- svi investitori imaju istovetne vremenske horizonte u procenama prinosa i rizika investiranja u HoV
- investicije i trgovanje HoV ne povlači transakcione troškove HoV, zarade po osnovu vlasništva i trgovanja HoV nisu predmet oporezivanja u zemlji, posmatranog tržišta kapitala nema inflacije

Osnovni stav teorije tržišta kapitala je da pravedna tržišna cena pojedinih Hov i akcija zavisi od nivoa njihovog rizika. Pored ovog stava, značaj teorije tržišta kapitala vezuje se i za definisanje nulte varijance. Nulta varijanca je investicija u one HoV,

kod kojih nema rizika povraćaja. U pitanju su investicije u državne obveznice.

U okviru ove teorije uvodi i definiše se pojam tržišnog portfolia. Tržišni portfolio je ukupna struktura konkretnog tržišta kapitala ili tržišta HoV.

Polazeći od ovih stavova, u posmatranoj teoriji, očekivana stopa povraćaja za tržišni portfolio je ponderisani prosek: povraćaja HoV bez rizika i proizvoda (1 - procent ulaganja u nerizične HoV) i očekivane stope povraćaja u rizične HoV.

Sušтина na kojoj se insistira u ovoj teoriji je u tome, da na nivou tržišnog portfolia dolazi do potiranja viših i nižih prinosa i veće i manje rizičnosti različitih klasa HoV.

Polazeći od rezultata analiza teorije tržišta kapitala, autori su definisali tržišni portfolio i krivu efikasnosti za ukupno tržište. Dalje razvijajući i proveravajući teoriju tržišta kapitala autori su se suočili sa problemom merenja diversifikacije - strukture tržišnog portfolia. U rešavanju ovog problema, oni su zaključili da postoji perfektna pozitivna korelacija između krive efikasnosti tržišta i diversifikovane strukture HoV na tržištu. Ovo su objasnili:

- eliminacijom nesistemskih rizika i
- dominacijom sistemskih rizika

Za potrebe naših razmatranja recimo, da je sistemski rizik, rizik kompletnog tržišta kapitala tj. HoV ili rizik koji zavisi od rizik svih HoV koji su rezultat mera ekonomske politike, dok je nesistemski rizik, rizik konkretnih, pojedinačnih HoV, u prvom redu akcija (sl. 7.)

sistemski rizik – rizik tržišta	nesistemski rizik – rizik konkretnog hov tj. akcije
------------------------------------	--

Sl. 7 : Osnovna sistematizacija rizika HoV i akcija

Rezultat analiza u okviru teorije tržišta kapitala su sledeći stavovi:

- kovarijaca tržišnog portfolia ili sistemski rizik je osnovna mera kod merenja rizika pojedinih vrsta HoV i samim tim i akcija
- rizik pojedinih vrsta HoV zavisi od njegove kovarijace sa ostalim rizičnim HoV u tržišnom portfoliu

- varijanca rizičnih HoV, u našem slučaju akcija zbir je sistemske varijance, koja je poznata i nesistemske varijance, koju treba utvrditi

5.5 Teorija vrednosti kapitala

Ova teorija čini osnov definisanja odgovarajuće realno očekivane stope povraćaja investiranog u pojedinačnu aktivu, između ostalog i akcije i definisanja strukture investiranja. Realno očekivana stopa

povraćaja investiranog je osnov definisanja cene, koju je kupac sprema da plati za konkretnu vrstu HoV i akcije konkretnog emitenta.

Kao što sam istakla, tvorac ove teorije je W. Sharpa. Ova teorija je privukla pažnju velikog broja stručnjaka (Lintner 1965; Mullins 1982). Po ovoj teoriji treba razlikovati:

- mogući ili željeni povraćaj investiranog i
- realno ostvarljiv povraćaj investiranog u HoV.

Razlika između mogućeg/željenog i realno ostvarljivog povraćaja je u rizicima investiranja u konkretne vrste HoV i u akcije konkretnih emitenata. U definisanju realno ostvarljivog povraćaja investiranog u konkretne vrste HoV, po ovoj teoriji razlikuju se:

- Betu tržišta - standardnu meru rizika celokupnog tržišta HoV ili sistemski rizik konkretnog tržišta kapitala i
- betu za konkretnu vrstu HoV ili za akcije konkretnog emitenta ili za portfolio konkretnog vlasnika HoV

Beta akcija konkretnog emitenta može da bude iznad ili ispod Bete tržišta, što govori o tome da ona ima veći ili manji sistemski rizik od sistemskog rizika na ukupnom tržištu.

Po njima, očekivana stopa povraćaja za akcije zavisi od (sl. 8.):

- povraćaja kod bezrizičnih HoV- u pitanju su državne obveznice i
- od premije rizika akcija konkretnog emitenta

povraćaj kod bezrizičnih hov - državnih obvenica	premija rizika akcija konkretnog emitenta
--	---

Sl. 8 : Determinante očekivane stope povraćaja investicija u akcije

Po definiciji premija rizika zavisi od:

- Bete ili standardne devijacije akcija konkretnog emitenta i
- preovlađujuće premije tržišnog rizika

Po ovoj teoriji cena akcije formira se na nivou njene vrednosti u čijem izračunavanju se koristi CAPM, uz diskontovane stope.

Poređenjem cene po klasičnom modelu vrednovanja investicija - model u čijoj osnovi je procena budućeg cash flows, diskontovanog sa njihovom sadašnjom vrednosti i cene utvrđene na bazi CAPM dolazi se do zaključaka o tome da li je konkretno posmatrana akcija predcenjena ili podcenjena.

Empirijske provere CAPM daju mnoštvo korisnih zaključaka. Inventarski, navešću neke od najznačajnijih zaključaka:

- stabilnost Bete tržišta zavisi od veličine tržišnog portfolia
- Beta tržišta uvek ima veću stabilnost od Bete pojedinačnog investitora
- postoji visok stepen pozitivnog slaganja između prinosa i visine rizika

5.6 Multifaktorski model prinosa i rizika

Multifaktorski model prinosa i rizika i unutar njega, kako najrepresentativnija teorija arbitražne cene - arbitrage pricing theory ili APT razvija se na zaključima empirijske provere CAPM i kritikama CAPM. APT afirmiše stav po kome očekivani povraćaj investiranog u HoV može da se predstavi kao linearna funkcija različitih makro-ekonomskih faktora, onda kada je uticaj svakog od faktora prezentovan kao specifičan beta koeficijent (Ross 1976) Po ovom modelu, pored portfolia tržišta na vrednosti i cene akcija utiče i šire okruženje (sl. 9)



Sl. 9 : Faktori vrednosti i cena akcija

U ovom modelu akcenat se stavlja na brojne i raznovrsne faktore okruženja, koji imaju različiti uticaj i koji se tokom vremena menjaju i imaju uticaj na vrednost i cenu HoV. Empirijske provere ovog

modela afirmišu sledeće faktore, kao značajne za vrednost HoV (Shanken, Jobson, Brown, Roll, Connor, Fama, Frech i drugi):

- iznenadne inflacije

- neočekivane promene u stopama rasta DBP
- iznenadni preokreti u isplatama premija na HoV
- iznenadne nepovoljne promene u krivama prinosa

Istraživanja koja su sprovodili drugi autori /Fama, French i drugi/ pokazuje da vrednost i cena HoV, u prvom redu akcija zavisi od:

- ekcesi u povraćaju u tržišnim indexima
- veličine preduzeća emitenta
- veličine portfolia investitora
- ciljeva tj. strategije investitora, onda kada se opredeljuje za portfolio investiranje
- ostalih faktora

Fama i French su u okviru istraživanja identifikovali preko 70 faktora rizika.

Cena HoV utvrđuje se diskontovanjem očekivanog prinosa i korekcijom ovako dobijenih vrednosti sa specifičnim beta koeficijentima.

Poređenjem stavova i zaključaka teorije tržišta kapitala, CAPM i modela multifaktorske analize vidimo da između njih ne postoje protivurečnosti jer

teorija tržišta kapitala i CAPM polaze od stava da cena HoV zavisi od očekivanog prinosa i rizika, s tim da se kod procena rizika operiše sa uticajem tržišta kapitala na vrednost i cenu HoV, dok multifaktorski model prinosa i rizika ističe stav po kome treba posmatrati i šire ekonomsko, političko i društveno okruženje.

6. Doprinos teorijskih priloga procenama vrednosti i cena akcija

Po napred prezentovanim teorijskim prilozi- ma analize vrednosti i cena HoV i unutar njih akcija, cena akcija zavisi od (sl. 10. Osnovne grupe faktora vrednosti i cena akcija):

- ciljeva investiranja,
- očekivanog prinosa od investiranja - vezano za uspešnost poslovanja i razvoja emitenta,
- rizika povraćaja investiranog,
- strukture, stanja i kretanja na tržištima aktive i tržištima HoV,
- stanja i kretanja u širem okruženju.

ciljevi investiranja	očekivani prinos od investicija
rizici povraćaja investiranog	stanje i kretanje na tržištima aktive i hov
stanje i kretanje u širem okruženju	

Sl. 10 : Osnovne grupe faktora vrednosti i cene akcija

Osnovni doprinos brojnih teorijskih priloga procenama vrednosti i cena HoV i akcija treba vezivati za razumevanje tržišta HoV i njegovog uticaja na cenu akcija, za afirmaciju relevantnih informacija o vrednostima i cenama HoV - akcija, za razumevanje rizika investiranja u akcije i za prihvatanje brojnih faktora koji opredeljuju vrednost i cenu akcija.

7. Praktična primena teorija i koncepata procene vrednosti i cena hov- akcija

Napred prezentovane teorije i koncepti čine teorijsku i konceptijsku osnovu na kojoj se razvijaju u razvijenoj praksi primenjeni modeli i tehnike analiza u funkciji donošenja racionalnih odluka o investiranju kapitala u HoV ili u akcije i to akcije, konkretnih emitenata i odluke o prodajama akcija konkretnih emitenata.

Napred prezentovane teorije i koncepti analiza vrednosti i cena HoV i akcija čine osnov prakti-

čno primenljivih i primenjenih (sl.11. Osnovni modeli i tehnike praktičnih analiza vrednosti i cena akcija)

- finansijskih analiza poslovanja i razvoja emitenata konkretno posmatranih akcija
- racio analiza poslovanja i razvoja emitenata konkretno posmatranih akcija
- tehničkih analiza kretanja cena akcija konkretnih emitenata u dužem vremenskom periodu
- fundamentalnih analiza, koje su prvenstveno okrenute ka vrednovanju stanja i kretanja na ukupnom tržištu HoV i procenama sistemskih rizika i prosečnog prinosa na konkretno posmatranom tržištu

Ovi modeli i tehnike analiza su ključni faktori za donošenje racionalnih odluka o investiranju u akcije i o prodajama akcija. Oni nisu predmet razmatranja u ovom radu.

finansijska analiza	racio analiza
tehnička analiza	fundamentalna analiza

Sl. 11 : Osnovni modeli i tehnike praktičnih analiza vrednosti i cena akcija

8. Zaključak

Aktuelna ekonomija znanja afirmiše aktuelna praktično primenjiva znanja i veštine. Poznavanje i bavljenje teorijama i konceptima, u našem slučaju, teorijama i konceptima analiza vrednosti i cena akcija bitno je:

- za naučnike, koji kroz empirijske provere treba da dokažu ili da dovode u pitanje teorijske postavke, da razvijaju nove teorijske postavke i time se upisuju u krug svetskih naučnika
- i za one, koji se kompetentno i profesionalno bave analizama - tehničke analitičare, portfeljne menadžere, investicione savetnike i menadžere, jer treba poznavati teorijsku i konceptijsku osnovu modela i tehnika koji se koriste u procenama vrednosti i cena aktive, unutar nje HoV i unutar njih, akcija.

Za sve ostale, investitore, brokere - bolje informisane posrednike, vlasnike različitih HoV i unutar njih, akcionare bitno je poznavanje osnovne filozofije kapitala i investiranja u HoV i unutar toga, investiranja u akcije, poznavanje osnovnih determinanti vrednosti i cena akcija i poznavanje osnovnih pravilnosti u funkcionisanju tržišta akcija i ukupnog, tržišta HoV.

Za našu sredinu su bitna, ali i nedovoljno afirmisana pitanja:

- Koliko se kod investiranja u HoV i akcije i kod donošenja odluka o prodajama akcija oslanjamo na napred navedene naučne metode i tehnike analiza vrednosti i cena akcija a koliko na intuitivne metode ili šac sistem investitora i brokera,
- Koliko je nedovoljna afirmisanost i zastupljenost naučnih metoda analiza vrednosti i cena akcija posledica: nevladanja modelima i tehnikama analiza, nepostojanja i nedostupnosti relevantnih podataka, visine troškova sprovođenja ovih analiza, odsustva interesa za sprovođenje ovakvih analiza. Kapitalna dobit u kupoprodajama akcija u okviru aktuelnog procesa privatizacije kod nas, takva, da investitori nemaju interes za sofisticiranu analizu vrednosti i cena akcija.

Literatura

Berber, B. , Odean, T. (1999), „Trading behavior of individual investor“, *Financijal Journal* 55, No. 4.

Brown, G. (1998), „Volatility, sentiment nad noise trades“, *Financial Analysts Journal* 55. No. 3.

Fama, E. F. (1970), „Efficient capital market: A review of theory and empirical work“, *Journal of finance* 25, No. 2.

_____ (1991), „Efficient capital market II“, *Journal of Finance* 46, No. 2.

Fremin, H. (1999), „Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance“, *Harvard Business School Press*.

Đurić, Z. (2006), *Berze i berzansko poslovanje*, Banja Luka: Fakultet poslovne ekonomije.

_____ , *Investicije, akcionarstvo i portfolio menadžment*, rukopis knjige.

Huberman, G. (1997), „Market efficiency and value lines record“, *Journal of business* 63, No. 2.

Litner, J. (1964), „Security, prices, risk and maximal gains for diversification“, *Journal of Finance* 20, No. 4.

Markowitz, H. (1952), „Portfolio selection“, *Journal of Finance* 7, No.1.

_____ (1959), *Portfolio selection – Efficient diversification of investment*, John and Willey.

Mullins, D. (1982), „Does the capital asset pricing model work?“, *Harvard Business Review*, january-february.

Olsen, R. A. (1998), „Behavioral and its implications for stock-price volatility“, *Finance Analysis Journal* 54, No. 2.

Relly, F. K., Brow, K.C. (2005), *Investment analysis and portfolio management*, Willey and sons,

Ray, B. (1995), „The theory of stock market efficiency: Accomplishments and limitations“, *Journal of Applied Corporate Finance* 8, No. 1.

Ross, S. (1976), „The arbitrage theory of capital asset pricing“, *Journal of Economic Theory*, 13, No.4.,

Sanjiv, B. (1995), *Managing assets for individual investors*, Association for investment management and research.

Sharpe, J. (1963), „Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk“, *Journal of Finance* 19, No. 4.

_____ (1994), „A theory of market equilibrium under condition of risk“, *Journal of Finance* 19, No. 4.

Stephen, R. (1977), „The capital asset pricing model-Short sale restrictions and related issues“, *Journal of Finance* 32.