

ULOGA TRŽIŠNIH MODELA ZA VREDNOVANJE PREDUZEĆA U PROCESIMA INVESTICIONOG ODLUČIVANJA

Dušan Saković*

MK Group d.o.o., Novi Beograd, Republika Srbija

Miloš Ilić

Erste Banka a.d., Novi Sad, Republika Srbija

Sažetak: Osnove odlučivanja o kupovini i prodaji određenog broja akcija ili celih preduzeća, dokapitalizaciji i drugim investicionim transakcijama sadržane su u odnosu dva osnovna shvatanja vrednosti: prvi se odnosi na cenu, drugi na stvarnu vrednost. Cena jedne akcije ili preduzeća kao celine je rezultat odnosa ponude i tražnje i kao takva može se utvrditi ako postoji aktivno tržište. Na perfektno efikasnim tržištima cena akcija bi trebalo da odgovara njihovoj stvarnoj vrednosti. Stvarna vrednost utvrđuje se u procesu vrednovanja koji zahteva primenu odabranih modela za vrednovanje. Tržišni modeli vrednovanja, s jedne strane, po osnovnim determinantama se oslanjaju na tradicionalne modele vrednovanja, dok, s druge strane, uključuju u vrednovanje i informacije i tržišne tendencije. Cilj rada je da se sagleda uloga ovih modela u procesima investicionog odlučivanja.

Ključne reči: investiciono odlučivanje, tržišni modeli vrednovanja

THE ROLE OF MARKET VALUATION MODELS IN INVESTMENT DECISION-MAKING PROCESSES

Abstract: The ground floor for deciding on the purchase or sale of shares or entire enterprises, recapitalization and other investment transactions are obtained in two basic understandings of value, the market price and the intrinsic value of companies. The price of shares or companies as a whole is the result of the supply and demand relationship and as such can be determined if there is an active market. On perfectly efficient markets, stock prices should match its intrinsic value. The intrinsic value is determined in the valuation process that requires the application of the selected valuation models. Market valuation models, on the one hand, rely on traditional models of valuation, while on the other hand they involve in valuation process information and

* dusansakovic@yahoo.com

tendencies from the market. The aim of this paper is to examine the role of these models in investment decision-making processes.

Key words: *investment decision-making, market valuation models*

JEL classification: *G11, G32*

1. UVOD

Procesi globalizacije, podržani ekspanzijom savremenih informacionih i telekomunikacionih tehnologija i razvojem globalnih finansijskih institucija stvorili su uslove da se poslovanje preduzeća izmesti iz nacionalnih i regionalnih okvira u ceo svet. Ove procese prati i talas investicionih i svih drugih aktivnosti u kojima se odlučuje, između ostalog, i o vrednosti ulaganja, i koje moraju biti podržane adekvatnim modelima za vrednovanje. Osnovni zadatak modela za vrednovanje jeste utvrđivanje stvarne vrednosti preduzeća. Savremene uslove poslovanja karakterišu kontinuirane promene na tržištu, a kao glavni pokretači tih promena javljaju se institucionalni investitori, banke, vlasnici kompanija i druge finansijske organizacije koje se na tržištu javljaju u ulozi kreditora, posrednika, revizora i dr. Ovi učesnici u dinamičnom okruženju glavni su korisnici različitih modela za vrednovanje preduzeća i najviše su zainteresovani da dobiju ispravne, pouzdane i pravovremene informacije na osnovu kojih će se efikasno donositi odluke.

Intenziviranje investicionih aktivnosti prisutno je u svim industrijskim sektorima. Ovo se ostvaruje kroz širenje kapitala izvan granica matične zemlje, pojavu institucionalnih investitora, stvaranje horizontalno i vertikalno integrisanih multinacionalnih kompanija i dr. Rast investicionih aktivnosti praćen razvojem informaciono-komunikacionih platformi doveo je do povećanja broja učesnika u ovim aktivnostima i do njihovog širenja iz poznatih finansijskih centara na ceo svet. Učesnici u investicionim aktivnostima su pred izazovima jer moraju da donose odluke u dinamičnom okruženju, što znači da se odluke o ceni transakcije, visini ulaganja, stvarnoj vrednosti koju nabavljaju ili prodaju, preuzetim rizicima i očekivanim zaradama moraju doneti u što kraćem roku. Sve ove odluke proizilaze iz procesa koji se oslanjaju na cene koje važe na tržištu, s jedne strane, i modele vrednovanja, koji imaju za cilj utvrđivanje stvarne vrednosti preduzeća, s druge strane.

Odabir modela vrednovanja preduzeća i prikupljanje relevantnih informacija za njihovu primenu sastavni su deo investicionih procesa i odlučivanja u okviru njih. Zadatak odabranih modela vrednovanja preduzeća je da na osnovu poznatih ili projektovanih podataka utvrde stvarnu vrednost preduzeća, koja

predstavlja ključnu odrednicu kod utvrđivanja cena transakcija i podlogu za donošenje investicionih odluka. Upotreba modela vrednovanja podrazumeva analizu bilansa i ključnih finansijskih pokazatelja preduzeća, novčanih tokova preduzeća, procenu rizika povrata sredstava, komparaciju pokazatelja sa podacima preduzeća iz iste industrijske grane i druge aktivnosti u vezi sa određivanjem stvarne vrednosti preduzeća. Cilj rada je da se predstavi uloga i doprinos tržišnih modela za vrednovanje preduzeća u procesima donošenja investicionih odluka.

2. ODNOS EFIKASNOSTI TRŽIŠTA I INVESTICIONIH PROCESA

Definisanje investicione strategije i upotreba modela vrednovanja u procesima investicionog odlučivanja u velikoj meri zavise od pogleda koji zainteresovane strane imaju u vezi sa funkcionisanjem tržišta u okviru kojeg se donosi odluka o investiranju. U tom kontekstu treba da se razjasne pojmovi kao što su efiksano i perfektno tržište.

Efikasno tržište nije isto što i perfektno tržište. Perfektno tržište možemo definisati kao tržište gde i kupci i prodavci mogu slobodno da se takmiče, odnosno gde su svi učesnici perfektно informisani. Prema Copeland (2004, str. 354) perfektna tržišta treba da ispune četiri uslova:

1. nema transakcionih troškova, poreza i drugih regulacija,
2. postoji savršena konkurencija na tržištu,
3. informacije su svima podjednako dostupne i besplatne,
4. svi učesnici na tržištu su racionalni.

Efikasno tržište uzima u obzir sve informacije koje su relevantne za utvrđivanje vrednosti akcija (kao što su prognoze profitabilnosti, umeće menadžmenta, rast tražnje, kretanja u industriji itd.) i veliko je gubljenje vremena i novca pokušavati da se nadmudri tržište (Jones, 2008, str. 74). Efikasna tržišta kapitala podrazumevaju mnogo manje restriktivnosti u odnosu na prethodne uslove perfektnih tržišta. U stručnoj literaturi postoje različita tumačenja efikasnosti tržišta. Na efikasnim tržištima dostupne informacije u potpunosti se reflektuju na cene akcija (Fama, 1970, str. 383). Efikasno tržište će postojati i ako nema savršene konkurencije i ako postoje transakcioni troškovi i regulatorna tela. Takođe, postojanje skrivenih informacija (insajderskih informacija koje nisu besplatne) i donošenje neracionalnih odluka nužno ne znače da tržište nije efikasno, odnosno da cene nisu pod uticajem onih informacija koje su dostupne.

Fama (1970) je u svojoj teoriji efikasnosti tržišta definisao tri nivoa efikasnosti u zavisnosti od nivoa potrebnih informacija koje se smatraju vrednosno relevantnim u odnosu na vrednost akcija:

1. Slabo efikasno tržište;
2. Umereno jako efikasno tržište;
3. Jako efikasno tržište.

Slabo efikasno tržište podrazumeva oslanjanje samo na istorijske podatke. Učesnici na tržištu svoje investicione strategije zasnivaju isključivo na osnovu istorijskih podataka i zbog toga ne ostvaruju visoke profite. Investicioni procesi u ovakvoj formi tržišta baziraju se na tradicionalnim modelima vrednovanja, odnosno na fundamentalnoj analizi kao pristupu investicionog odlučivanja.

Umereno jako efikasno tržište kapitala podrazumeva da cene akcija inkorporiraju sve javno dostupne informacije iz različitih izvora. Najčešće su to informacije iz zvaničnih finansijskih izveštaja preduzeća, zatim iz stručnih publikacija koje prate trendove u industrijskoj grani i drugih izvora koji su javno dostupni svim investitorima koji učestvuju na tržištu.

Jako efikasno tržište kapitala polazi od shvatanja da se cene akcija formiraju na osnovu svih informacija u vezi sa preduzećem. Dakle, inkorporiraju se ne samo javno dostupne informacije, već i insajderske informacije, i zbog toga su dobro obavešteni investitori u situaciji da ostvaruju ekstraprofit. Jako efikasno tržište ne podrazumeva ispunjavanje uslova perfektnih tržišta, ali je njemu najbliže.

U skladu sa opštom definicijom da efikasna tržišta u potpunosti inkorporiraju relevantne informacije, smatra se da u praksi ne možemo govoriti ni o postojanju perfektnih tržišta, niti jako efikasnih. Pre svega, efikasnost tržišta je teško testirati, jer su informacije brojne, a odluke nisu uvek racionalne. Spremann (2006) smatra da u najrazvijenijim ekonomijama, na najpoznatijim tržištima kapitala možemo govoriti o umereno jakim efikasnim tržištima, gde dobro informisani investitori mogu ostvariti ekstraprofit uz primenu odgovarajućih investicionih strategija koje u analizu uključuju, pored istorijskih podataka, i druge informacije u vezi sa cenom određenih akcija.

3. MODELI VREDNOVANJA U INVESTICIONIM PROCESIMA

U središtu savremenih tokova privređivanja su investicioni procesi. Investitori obezbeđuju sredstva za ulaganje, a zauzvrat dobijaju udeo u ostvarenom profitu. Odluku o investiranju institucionalni investitori najčešće donose nakon analize biznis plana koji se može definisati kao pisani dokument o planiranim poslovnim aktivnostima preduzeća i finansijskim efektima tih aktivnosti (Stankov, Roganović i Marjanski Lazić, 2015). Sastavljanjem biznis plana započinje investicioni proces koji možemo definisati kao angažovanje sredstava na određeni vremenski period, sa ciljem ostvarenja budućih primanja u iznosu koji će kompenzovati rizik koji se preuzima, vreme angažovanja sredstava i visinu inicijalnog ulaganja. Investicioni proces može se okarakterisati kao

središnji deo savremenog kapitalističkog sistema, a modeli vrednovanja kao najvažniji alat prilikom odlučivanja u vezi sa tim procesima. Bilo da se radi o vrednovanju za potrebe kupovine manjinskog paketa akcija ili kompletnog preduzeća, vrednovanju za potrebe inicijalne javne ponude, dokapitalizacije ili merđžera, procesi vrednovanja predstavljaju obavezni deo svakog investicionog procesa bez obzira na poziciju na kojoj se nalazi korisnik procene. Za saznavanje fer vrednosti preduzeća podjednako su zainteresovani i kupci i prodavci, ali i svi drugi stakeholderi, pre svega država, banke i poslovni partneri.



Slika 1. Investicioni proces i uloga vrednovanja u njemu

Napomena. Preuzeto od „Analitički pokazatelji homogene grupe entiteta kao determinanta modela tržišnih multiplikatora za vrednovanje preduzeća“, od D. Sakovića. (2018). *Doktorska disertacija*, Ekonomski fakultet u Subotici, str. 28.

Definisanje investicione strategije je pitanje odnosa investitora ka riziku, funkcionisanju tržišta, njegovih ciljeva kao i predmeta investicije. S druge strane, razrada i sprovođenje odabrane strategije podrazumevaju i odabir i primenu modela vrednovanja koji će biti u funkciji donošenja investicionih odluka.

Kako modele vrednovanja možemo podeliti na tradicionalne (prinose i imovinske) i tržišne, prema Pascal (2004) u tom kontekstu možemo razlikovati i investicione strategije zasnovane na fundamentalnoj analizi i strategije zasnovane na modernoj portfolio teoriji. U zavisnosti od shvatanja nivoa efikasnosti tržišta koje investitori imaju, odnosno prihvatanja tržišta kao slabog, umerenog ili jako efikasnog, investicioni procesi se mogu zasnivati na tradicionalnim modelima vrednovanja i na tržišnim modelima.

Fundamentalna analiza, koja podrazumeva upotrebu tradicionalnih modela vrednovanja prilikom investicionog odlučivanja, proizilazi iz shvatanja tržišta kao neefikasnih, te iz tog razloga ne uzima tržišne vrednosti kao istinite pri donošenju odluka. Fundamentalna analiza je pristup investicionom odlučivanju koji koristi poznate ekonomske veličine pri donošenju investicionih odluka. Danas su u upotrebi dva pristupa fundamentalnoj analizi: „odozgo na dole“ i „od dole ka gore“.

Investicione strategije	Modeli vrednovanja	Tržišni pristup- Modeli multiplikatora	Kotirana preduzeća Podaci o kupo- prodajnim transakcijama
		Prinosni pristup	Kapitalizovanje dobitka Diskontovanje novčanih tokova i dividendi
		Imovinski pristup	Knjigovodstvena vrednost Likvidaciona vrednost

Slika 2. Odabir modela vrednovanja u funkciji investicionih strategija

Napomena. Preuzeto od „Analitički pokazatelji homogene grupe entiteta kao determinanta modela tržišnih multiplikatora za vrednovanje preduzeća“, od D. Sakovića. (2018). *Doktorska disertacija*, Ekonomski fakultet u Subotici, str. 29.

Pristup „odozgo na dole“ podrazumeva upotrebu svih informacija koje se mogu prikupiti, uključujući i makroekonomske podatke, i donošenje investicionih odluka na osnovu njih. Prema ovom pristupu, prvo se sagledavaju makroekonomska kretanja kako bi se stekao uvid u ekonomske uslove ulaganja, faze životnog ciklusa ekonomije i industrije koje su u porastu. Zatim se sagledavaju preduzeća koja posluju u tim industrijama i vrši se odabir onih najinteresantnijih za ulaganje. Suština pristupa „odozgo na dole“ je da se odaberu najbolje industrije za ulaganje i u okviru njih najbolja preduzeća. Strategije investiranja zasnovane na ovom pristupu često podrazumevaju rotaciju sektora ulaganja, u zavisnosti od faze životnog ciklusa kroz koju prolaze industrijski sektori. Takođe podrazumevaju i diverzifikaciju ulaganja u akcije preduzeća od kojih se očekuje da drže vrednost i onih od kojih se očekuje rast vrednosti.

Investicione strategije zasnovane na pristupu „od dole ka gore“ ne uzimaju u obzir makroekonomska kretanja. Ovde se odluka o investiranju donosi na osnovu analize potcenjenosti akcija konkretnog preduzeća. Investitor pokušava da pronađe akcije dobrih preduzeća kojima se trenutno trguje po niskim cenama i pokušava da investira u takva preduzeća. Odluci o investiranju prethodi fundamentalna analiza vrednosti koja tržišnu vrednost akcija stavlja u odnos sa determinantama stvarne vrednosti. Samo kada se ustanovi da su akcije preduzeća potcjenjene u odnosu na stvarnu vrednost preduzeća, uz dovoljnu maržu sigurnosti u te akcije treba da se investira.

S druge strane, moderna portfolio teorija polazi od verovanja u efikasna tržišta, i podrazumeva primenu strategija zasnovanih na tržišnim vrednostima kao tačnim. Suština ove investicione strategije jeste da su svi investitori na tržištu inteligentni, racionalni i dobro informisani, da su svi usmereni na traženje potcjenjenih preduzeća u svrhu ostvarivanja profita. Veliki broj informisanih učesnika na kraju dovodi do izjednačavanja tržišnih vrednosti sa stvarnim vrednostima i na taj način se formira efikasno tržište. Strategije zasnovane na modernoj portfolio teoriji najčešće podrazumevaju kupovinu akcija velikog broja preduzeća čime se formira diverzifikovani investicioni portfolio. U praksi ovo najčešće znači investiranje u berzanske indekse.

4. TRŽIŠNI MODELI VREDNOVANJA U FUNKCIJI INVESTICIONOG ODLUČIVANJA

Funkcionisanje tržišnih modela ili modela multiplikatora u svojoj osnovi je povezano sa tržištima kapitala, odnosno sa informacijama i vrednostima koje su tu dostupne. Najčešći termini koji se spominju kada se priča o modelima multiplikatora jesu vrednosna relevantnost i efikasno tržište.

Ako vrednosnu relevantnost definišemo kao vezu računovodstvenih informacija i tržišnih vrednosti, takva definicija ne mora nužno da pretpostavlja postojanje efikasnih tržišta. Ovo jednostavno znači da je tržišna vrednost preduzeća pod određenim uticajem računovodstvenih informacija o kojima se govori. Međutim, ovim se ništa ne govori o kvalitetu tog uticaja. Vrednosna relevantnost računovodstvenih informacija varira u zavisnosti od razvijenosti institucionalne infrastrukture i obično je značajnija u zemljama sa višim stepenom ekonomske razvijenosti (Ali i Hwang, 2000). Takođe, postojanje vrednosno relevantnih informacija ne znači po automatizmu apsolutnu ispravnost veza sa tržišnim vrednostima i njihovu maksimalnu korelaciju. Vrednosna relevantnost ukazuje na postojanje povezanosti između bilansnih informacija i tržišnih vrednosti akcija, bez obzira da li su u pitanju slabo, umereno i jako efikasna tržišta. Efikasnost tržišta u

odnosu na pojam vrednosne relevantnosti govori o stepenu u kojem su računovodstvene informacije značajne za razumevanje tržišnih vrednosti. Na više efikasnim tržištima apsorpcija svih informacija, pa i računovodstvenih, biće veća, samim tim će i vrednosno relevantne informacije imati veći efekat na kretanje cena akcija. Na efikasnijim tržištima tržišne cene akcija su približnije stvarnim vrednostima.

Modeli multiplikatora u svojoj osnovi podrazumevaju uvažavanje pretpostavke postojanja vrednosno relevantnih informacija, ali, teorijski gledano, ne zahtevaju postojanje efikasnih tržišta¹. S druge strane, u praktičnoj primeni modela multiplikatora neophodno je da se podrazumeva određeni nivo efikasnosti tržišta. Naime, modeli multiplikatora vrednosti u stručnoj literaturi često se nazivaju i tržišnim modelima zasnovanim na računovodstvenim podacima. Spoj računovodstvenih podataka i tržišnih vrednosti na prvi pogled može biti upitan, pre svega zato što se u praksi dosta bilansnih pozicija i drugih računovodstvenih informacija ne zasniva na računovodstvu fer vrednosti. Međutim, ova veza računovodstva i npr. tržišne vrednosti akcija proizilazi iz osnovne relacije koju multiplikatori predstavljaju. Multiplikator vrednosti može se definisati kao odnos tržišne vrednosti preduzeća i vrednosno relevantne osnove iz njegovih bilansa, što znači da je „vrednost preduzeća proporcionalna sa odabranim pozicijama iz finansijskih izveštaja“ (Kronholm, 2013).

Dakle, jedan od preduslova za efikasnu upotrebu modela multiplikatora jeste kvalitetno finansijsko izveštavanje. Imajući u vidu dinamiku promena unutar i van preduzeća, često se zahteva sastavljanje i objavljivanje periodičnih finansijskih izveštaja preduzeća. Prema MRS 34, periodični finansijski izveštaj predstavlja finansijski izveštaj koji sadrži bilo kompletan set finansijskih izveštaja, ili sažet set finansijskih izveštaja za međuperiod (Kačanski, Tomašević i Vlaović Begović, 2014).

Dodatno, za potrebe funkcionisanja modela multiplikatora, odnosno za ispravno vrednovanje ovim modelima, neophodno je poznavati ispravne tržišne vrednosti preduzeća koje procenitelji uglavnom prikupljaju sa berzi. Na ovaj način, tržišna vrednost obelodanjena na berzi prihvata se kao stvarna i na osnovu nje se odlučuje o vrednosti ciljnog preduzeća. Iz ovog razloga, u upotrebi modela multiplikatora mora se pretpostaviti određeni nivo efikasnosti tržišta.

Modeli multiplikatora vrednosti, kao tržišni koncept vrednovanja preduzeća, najdominantniji su modeli vrednovanja danas u praksi (Nel i Le Roux, 2015).

¹ Više o efektima obelodanjivanja informacija i uticaju eksternih faktora na kretanje vrednosti multiplikatora preduzeća, videti istraživanja Durnev, A., Randall, M., Bernard, Y. i Paul Z. (2003); Chua, Choong, T., Cheol, S.E. i Sandy L. (2007); Campbell, J. Y. i Robert, J.S. (1998).

Modeli tržišnih multiplikatora, s jedne strane, uporište imaju u tradicionalnim modelima vrednovanja, pre svega u prinosnim modelima diskontovanja novčanih tokova i dividendi i modelu rezidualnog dobitka. S druge strane, ovi modeli se oslanjaju na tržišne vrednosti, i u praktičnoj primeni podrazumevaju postojanje makar umereno efikasnog finansijskog tržišta.

Tabela 1

Povezanosti multiplikatora vrednosti sa tradicionalnim metodama vrednovanja preduzeća

	P/E	P/B
Metod	Metod diskontovanja dividendi	Metod rezidualnog dobitka
Formula modela	$V_t^{kapitala} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_{t+i}}{(1+r_{t+i}^{kapitala})^i}$	$V_t^{kapitala} = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_{t+i}}{(1+r^{kapitala})^i}$
Prilagođena formula	$V_t^{kapitala} = \frac{D_{t+i}}{r^{kapitala} - g^D}$	$V_t^{kapitala} = B_t + \frac{RI_{t+1}}{(r^{kapitala} - g^{RI}) \times (1+r^{kapitala})}$
Veza sa multiplikatorom	$\frac{V_t^{kapitala}}{ND_t} = \frac{PR \times (1+g^{NI})}{r^{kapitala} - g^{NI}}$	$\frac{V_t^{kapitala}}{B_t} = 1 + \frac{(PnSK_{t+1} - r^{kapitala})}{(r^{kapitala} - g^B) \times (1+r^{kapitala})}$

Napomena. Preuzeto od „Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation“ od Schreiner, A. (2004). *Doctoral Dissertation*, Univerzitet St. Gallen, str. 38.

Proizilazi da je upotreba modela multiplikatora u formulisanju investicionih strategija i u procesima investicionog odlučivanja opravdana iz dva razloga. Prvi, jer podržavaju principe fundamentalne analize, odnosno, zasnivaju se na poznatim veličinama iz finansijskih izveštaja preduzeća i drugi, jer u isto vreme inkorporiraju tržišne vrednosti, što je u skladu sa modernom portfolio teorijom i postojanjem efikasnih tržišta. Modeli multiplikatora u svojoj osnovi i kroz svoju metodologiju obračuna podržavaju obe najpoznatije investicione strategije.

Upotreba modela multiplikatora u procesima donošenja investicionih odluka zavisi pre svega od pozicije zainteresovane strane kao korisnika procene vrednosti, ali i od predmeta procene. U zavisnosti od pozicije zainteresovane strane, korisnik procene može biti potencijalni kupac preduzeća, prodavac, poslovni partner, banka, državni organi i drugi stejkholderi preduzeća. U odnosu na predmet procene razlikujemo različite korporativne transakcije koje

možemo povezati sa investicionim procesima, kao što su trgovina akcijama na organizovanim tržištima, kupovina preduzeća ili njihovih delova van organizovanog tržišta, merđžeri, statusne promene, privatizacije, kreditiranje i dr.

Oleg i grupa autora ističu da su multiplikatori preduzeća u širokoj upotrebi u procesima vrednovanja, ali uprkos učestaloj upotrebi pogrešne investicione odluke mogu lako biti donesene (Oleg i dr., 2015, str. 253). U kontekstu investicionog odlučivanja Fernandez smatra da ne postoje univerzalni multiplikatori za koje se može reći da pružaju pouzdane procene u svim industrijama. Fernandez (2002, str. 2) zaključuje da je upotreba multiplikatora najpogodnija u preliminarnoj fazi investicionog procesa, pre nego što je procenjivanje izvršeno nekom tradicionalnom metodom.

Tasker (1998, str. 4) smatra da investitori nikad ne donose odluku o investiranju na bazi rezultata jednog multiplikatora, već da obračunaju nekoliko multiplikatora od kojih jedan ili dva imaju veću važnost za odlučivanje, a ostali služe za podršku, interpretaciju i argumentaciju rezultata.

Spremann (2002) istražuje pitanje multiplikatora vrednosti sa aspekta njihove upotrebe u odlučivanju o kupovini ili prodaji određenog broja akcija preduzeća, i sa aspekta njihove uloge u procesima investicionog odlučivanja. Naglašava razliku između multiplikatora za trgovanje i multiplikatora za korporativne transakcije i ukazuje da multiplikatori korporativnih transakcija moraju biti viši, iz razloga što takve transakcije najčešće podrazumevaju značajnu promenu vlasničke strukture i prenos kontrole nad preduzećem. On smatra da takva premija može da ide i do 50%. Multiplikatori vrednosti mogu biti dobar pokazatelj potcenjenosti akcija, ali se pri odlučivanju na bazi multiplikatora mora voditi računa da niski multiplikatori ne znače nužno da su akcije preduzeća potcenjene (Damodaran, 2004). Čak i kada preduzeće ima izuzetno male multiplikatore vrednosti u odnosu na konkurenciju, ono može u stvari biti precenjeno na tržištu, i ta precenjenost može biti rezultat njegovih slabih fundamentalnih pokazatelja.

5. ZAKLJUČAK

Donošenje konačne odluke o investiranju u velikoj meri zavisi od prethodne finansijske analize i rezultata vrednovanja koji prate investicione procese. Tržišni modeli za vrednovanje u velikoj meri su zastupljeni u praksi kada se radi u ulaganjima u akcije kotiranih preduzeća. Kada se radi o davanju podrške donosiocima investicionih odluka, ovi modeli su u prednosti u odnosu na tradicionalne, prinosne modele iz dva razloga: prvo, jer u svojoj analizi inkorporiraju najvažnije elemente prinosnih modela i drugo, jer se oslanjaju na poznate tržišne vrednosti, čime podlogu za odlučivanje dopunjuju eksternim

informacijama sa tržišta, što prinostni modeli ne analiziraju u istoj meri. Na ovaj način upotreba tržišnih modela podržava obe najvažnije investicione strategije, onu zasnovanu na fundamentalnoj analizi i onu koja se oslanja na modernu portfolio teoriju.

Tržišni modeli vrednovanja podrazumevaju postojanje vrednosno relevantnih informacija i makar umereno efikasnog tržišta. U takvom okruženju investitori koji koriste ove modele mogu, na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja komparativnih preduzeća, da izvuku zaključak o vrednosti ciljnog preduzeća, odnosno o razlikama između stvarne vrednosti preduzeća i njegove važeće tržišne kapitalizacije. Ovakva analiza predstavlja osnov za odabir neopravdano potcenjenih preduzeća čijim akcijama se trguje na otvorenom tržištu i koja predstavljaju potencijalne investicione šanse.

REFERENCE

- Ali A., & Hwang, L.S. (2000). Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1-21.
- Copeland, T., Weston, J.F., & Shastri, K., (2004). *Financial Theory and Corporate Policy*, 4th edition. Boston, SAD: Addison-Wesley.
- Damodaran, A. (2004). Investment Fables. Exposing the Myths of „Can’t Miss“ Investment Strategies. New York: Prentice Hall.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fernandes, P. (2002). Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their Conclusions?. *IESE Business School Research Papers*, 1-13.
- Jones, C.P. (2008). *The Intelligent Portfolio. Practical Wisdom on Personal Investing from Financial Engines*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Kaćanski, S., Tomašević, S., & Vlaović Begović S. (2014). Periodično finansijsko izveštavanje u funkciji poslovnog odlučivanja. *Škola biznisa*, 1/2014, 52-68.
- Kronholm, M. (2013). *Valuation of unlisted direct investment equity and the impact on finnish international investment position*. (Master thesis). Aalto University, School of business. Dostupno na: http://epub.lib.aalto.fi/fi/ethesis/pdf/13492/hse_ethesis_13492.pdf dana 09.03.2017.

- Nel, W. S., & Le Roux, N.J. (2015). An Optimal Peer Group Selection Strategy for Multiples-Based Modeling in the South African Equity Market. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 7(3), 30.
- Salmanov, O., Babina, N., Bashirova, S., & Samoshkina, M. (2015). Multiples for Valuation Estimates of Companies in the Technology Sector of Emerging Markets. *Asian Social Science*, 11(8).
- Saković, D. (2018). *Analitički pokazatelji homogene grupe entiteta kao determinanta modela tržišnih multiplikatora za vrednovanje preduzeća*. (Doktorska disertacija). Novi Sad, Republika Srbija: Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu.
- Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*, (Doctoral dissertation). Wiesbaden: Univerzitet St. Gallen.
- Spremann, K. (2002). *Finanzanalyse und Unternehmensbewertung*. Munich, Germany: Oldenbourg.
- Spremann, K. (2006). *Portfoliomanagement, 3rd edition*. Munich, Germany: Oldenbourg.
- Stankov, B., Roganović, M., & Marjanski Lazić, S. (2015). Perspektiva i potrebe investitora u procesu izrade biznis planova. *Škola biznisa*, 2/2015, 80-96.
- Tasker, S.C. (1998). *Industry-preferred Multiples in Acquisition Valuation*. Working paper, Cornell University.

Primljeno: 21.05.2018.

Odobreno: 17.12.2018.