

Prof. dr George W. Kester, D.B.A.*

Dr Goran Radivojac**

Istraživanje finansijskih planova kompanija sa Banjalučke berze

Rezime

Ovaj rad se bavi rezultatima nedavnog sveobuhvatnog istraživanja izvršnih direktora kompanija kotiranih na banjalučkoj berzi u vezi sa finansijskim planovima njihovih kompanija. Nediskontovani novčani tok i period otplate su rangirani ispred neto sadašnje vrijednosti (NPV) i interne stope prinosa kao najvažnije tehnike za procjenu predloženih kapitalnih investicija. Rezultati istraživanja pokazuju da većina kompanija procjenjuje novčani tok prije oporezivanja i da većina kompanija stavlja ograničenja na veličinu godišnjeg finansijskog plana. Metod vrednovanja finansijske imovine (CAPM) nije široko rasprostranjen među ispitanim kompanijama za procjenu troška kapitala. Istraživanje takođe pokazuje da je diskontna stopa koju je koristila većina ispitanika za procjenu predloženih kapitalnih investicija zasnovana na trošku specifičnog kapitala koji se koristi za finansiranje investicija koje se razmatraju.

Ključne riječi: Banjalučka berza hartija od vrijednosti, finansijski planovi, neto sadašnja vrijednost, interna stopa prinosa, diskontna stopa

30

UVOD

Sa ograničenim kreditiranjem i drugim izvorima finansiranja u današnjem neizvjesnom i izazovnom ekonomskom okruženju, potreba da se pravilno procijeni profitabilnost predloženih kapitalnih investicija i raspodjela kapitala je važnija nego ikada.

Decembra 2010. god. sproveli smo detaljno istraživanje izvršnih direktora kompanija kotiranih na banjalučkoj berzi u vezi sa njihovim stavovima o raznim teoretskim pitanjima i finansijskoj politici i praksi njihovih kompanija u tri glavna područja: politika kapitalne strukture i finansijske odluke, dividende i finansijski planovi. Ukupni rezultati su prezentovani u junu 2011. na VI međunarodnom simpozijumu o korporativnom upravljanju. Ovaj članak sumira naše rezultate u području prakse finansijskog planiranja.

Rezultati bi trebalo da budu od koristi teoretičarima, kao i praktičarima. Rezultati pružaju uvid u praksu kompanija i mjeru u kojoj kompanije koje učestvuju u istraživanju koriste pretpostavke, modele i odluke koje osmišljavaju i poučavaju teoretičari, za donošenje finansijskih odluka.

1. ISTORIJAT

Izvršni direktori velikih korporacija u Americi su bili detaljno ispitivani u vezi sa finansijskim planom njihovih kompanija, pogotovo

tokom sedamdesetih i osamdesetih godina. Među često citiranim istraživanjima su ona koja su radili Mao (1970), Klammer (1972), Fremgen (1973), Petty, Scott i Bird (1975), Gitman i Forrester (1977), Schall, Sundem i Geijsbeek (1978), Kim i Farragher (1981), Hendricks (1983), Klammer i Walker (1984), Bierman (1993), Trahan i Gittman (1995), Chen (1995) i Payne, Heath i Gale (1999). Ova istraživanja, koja su se fokusirala na metode procjene profitabilnosti i rizika projekta, pokazala su da su se analitičke metode koje su koristili američki izvršni direktori tokom vremena razvile u sofisticiranosti. Tehnike diskontovanog novčanog toka (DCF), kao što su neto sadašnja vrijednost i interna stopa prinosa, postale su dominantne metode procjene i rangiranja predloženih kapitalnih investicija. Na primjer, dok je Klammer (1972) došao do rezultata da je samo 19% njegovog uzorka velikih industrijskih kompanija koristilo DCF tehnike kao primarnu bazu rangiranja projekata u 1959. god, taj postotak je porastao na 57% u 1970. Klammer i Walker (1984) su došli do rezultata da je preko 70% ispitanika u njihovom istraživanju iz 1980. god. koristilo DCF tehnike; po Hendricksu (1983) taj postotak je bio 76% u 1981. god. Bierman (1993) je došao do rezultata da je 99% ispitanika u njegovom istraživanju iz 1992. god 100 najvećih *Fortune* 500 kompanija koristilo internu stopu prinosa ili neto sadašnju vrijednost kao primarnu ili sekundarnu mjeru ocjene. Ova istraživanja su pokazala da se tehnike kao što su *payback* (vrijeme potrebno za povraćaj početnog troška nekog projekta) i ARR (stopa prinosa na

* Martel profesor finansija na Washington i Lee univerzitetu i gostujući profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Ljubljani, e-mail: kester@wlu.edu

** Docent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: goran.radivojac@efbl.org

osnovu računovodstvene vrijednosti uloženi sredstava) i dalje koriste, ali se smanjila njihova upotreba kao primarnih mjera procjene. Međutim, koriste se kao sekundarne mjere. Na primjer, Bierman (1993) je došao do saznanja da, iako se *payback* mnogo koristi (84% ispitanika u njegovom istraživanju iz 1992), nijedan ispitanik nije tu mjeru naveo kao primarnu.

Chen (1995) je proučavao korištenje kvantitativnih tehnika ocjene u tri različita tipa investicija: zamjena opreme, proširenje postojećih proizvoda i ekspanzija u nove proizvode. Sigurnost povezanog novčanog toka mnogo varira pri poređenju prijedloga za rutinsku zamjenu proizvoda sa ekspanzijom u nove proizvode. Zaključio je da su DCF tehnike više korištene, od ovih drugih kao što su *payback* i ARR za evaluaciju sva tri tipa investicija. Takođe je zaključio da se na DCF tehnike oslanja više u proširenju projekata nego u odlukama zamjene opreme i da nefinansijska razmatranja igraju značajnu ulogu u finansijskom planu, posebno u odlukama koje se odnose na nove proizvode.

U Velikoj Britaniji Pike (1988) je zaključio da će velike kompanije prije koristiti DCF tehnike od manjih kompanija i da je *payback* najpopularnija metoda procjene, praćena internom stopom prinosa. 63% ispitanika njegovog istraživanja koristi tri ili više metoda. U uzdužnom istraživanju 100 kompanija između 1975. i 1992. god., Pike (1996) je zaključio da su se analitičke tehnike koje koriste izvršni direktori u V. Britaniji, poput onih u Americi, poboljšale u sofisticaciji tokom vremena. U istraživanju kompanija sa irske berze iz 2009. godine, Kester i Robins (2010) su zaključili da je 100% ispitanika naveo da koriste DCF tehnike.

2. ISTRAŽIVANJE

Uпитnici istraživanja od četiri stranice koji se sastoje od raznih pitanja, korišteni su za sticanje informacija u vezi sa finansijskim planovima kompanija kotiranih na banjalučkoj berzi.

Uпитnici, napisani na srpskom jeziku, nisu tražili od ispitanika da otkriju svoj identitet, funkcije ili kompanije, poslani su mailom od

strane banjalučke berze izvršnim direktorima kompanija kotiranih na zvaničnom tržištu banjalučke berze. Sveukupno, uпитnici su poslani na 30 kompanija u decembru 2010. god. Podsjetnici su poslani u januaru 2011. kako bi se popravila stopa odgovaranja. Vraćeno je 11 uпитnika, što je rezultiralo stopom odgovora od 36,7%. Ovo je prvo istraživanje finansijske politike i prakse kompanija sa banjalučke berze.

3. REZULTATI: PRAKSA FINANSIJSKIH PLANOVA

Jedan od ciljeva ovog istraživanja je da ocijeni tehnike kvantitativne investicione ocjene koje koriste kompanije sa banjalučke berze. Nekoliko tehnika je dostupno za upotrebu u ocjeni projekata. Dvije od ovih tehnika, neto sadašnja vrijednost i interna stopa prinosa, razmatraju vremensku vrijednost novca i prema tome su DCF tehnike. Iako postoje mnoge druge tehnike, dvije široko korištene i dobro poznate su *payback* i ARR. U njihovom istraživanju američkih kompanija, Kim i Farragher (1981) su pitali izvršne direktore da navedu koje kvantitativne metode su korištene u njihovim kompanijama za ocjenu predloženih kapitalnih investicija. Međutim, kao što su zaključili Wong, Farragher i Leung (1987), ovaj pristup ima slabosti koje se ogledaju u tome da ne pružaju informacije o težini koju izvršni direktori stavljaju na svaku metodu u donošenju konačnog prihvatanja ili odbijanja odluka. Da bismo prevazišli ovu slabost, tražili smo od izvršnih direktora da rangiraju različite metode na skali od 0 do 5 (gdje je 0 = ne koristi se, 1 = nevažno i 5 = veoma važno). Ovaj pristup ne samo da otkriva koje metode se koriste, već takođe pruža informacije o relativnoj važnosti svake metode u donošenju konačne odluke o prihvatanju ili odbijanju.

Rezultati su prikazani i rangirani prema pretpostavljenoj važnosti u tabeli 1. Za svaku tehniku ocjene, dati su procenat odgovora unutar svakog rejtinga, procenat izvršnih direktora koji nisu rangirali tehniku i koeficijent rejtinga. Viši koeficijent implicira veću pretpostavljenu važnost.

Tabela 1: Komparativni koeficijent rejtinga tehnika kvantitativne ocjene rangiranih po važnosti*

Tehnika ocjene	Procenat odgovora unutar svakog rejtinga						Koef.**
	0 (ne koristi se)	1	2	3	4	5 (Važno)	
1. Payback period	0 %	0%	0%	20%	50%	30%	4.1
2. Interna stopa prinosa (IRR)	0 %	0%	30	10	10	50	3.8
3. Neto sadašnja vrijednost (NPV)	0 %	0%	30	30	20	20	3.3
4. Računovodstvena stopa prinosa	0 %	30%	10	10	0	50	3.3
5. Ostalo	50%	50%	0	0	0	0	0.5

* Izvršni direktori su zamoljeni da navedu relativnu važnost kvantitativnih tehnika ocjene na skali od 0 do 5, gdje je 0 = ne koristi se, 1 = nevažno i 5 = veoma važno.

** Koeficijent je izračunat množenjem procenta odgovora u svakoj kategoriji sa vrijednostima od 0 do 5.

Ispitanici u našem istraživanju su naveli da su druge tehnike, poput *payback* perioda, najvažnija mjera za donošenje odluka, zatim slijedi interna stopa prinosa, DCF tehnika. Zato što novčani tok očekivan u daljoj budućnosti može biti posmatran kao riskantniji od bližeg novčanog toka, *payback* takođe može biti posmatran kao metod procjene vremenske dimenzije rizika – važno razmatranje kada se

uzmu u obzir ekonomske nesigurnosti u vrijeme istraživanja. Neto sadašnja vrijednost i ARR su rangirani kao treći. 100% ispitanika našeg istraživanja je naveo da koristi DCF metodu.

Drugo područje interesovanja našeg istraživanja su tehnike korištene za procjenu rizika. Ponovo, da bismo zadobili informacije relativne važnosti svake metode, naveli smo rejting, na skali od 0 do 5

(gdje je 0 = ne koristi se, 1 = nevažno i 5 = veoma važno) različitim tehnikama za procjenu rizika, uključujući analizu scenarija (optimistična/najvjerovatnija/pesimistična predviđanja), analizu senzitiv-

nosti, grafikone i simulaciju vjerovatnoće. Rezultati su sumirani i rangirani prema pretpostavljenoj važnosti u tabeli 2.

Tabela 2: Komparativni koeficijent rejtinga tehnika procjene rizika rangiranih po važnosti* (u procentima)

Tehnika ocjene	Procenat odgovora unutar svakog rejtinga						Koef.**
	0 (ne koristi se)	1	2	3	4	5	
1. Analiza scenarija	0	0	10	20	0	70	4.3
2. Simulacija vjerovatnoće	0	10	20	10	30	30	3.5
3. Analiza senzitivnosti	10	0	30	20	10	30	3.1
4. Grafikoni raz. odluka	10	0	10	40	30	10	3.1
5. Ostalo	60	40	0	0	0	0	0.4

* izvršni direktori su zamoljeni da navedu relativnu važnost tehnika procjene rizika na skali od 0 do 5, gdje je 0 = ne koristi se, 1 = nevažno i 5 = veoma važno.

** koeficijent je izračunat množenjem procenta odgovora u svakoj kategoriji sa vrijednostima od 0 do 5.

Analiza scenarija (optimistična/najvjerovatnija/pesimistična predviđanja) pokazala se kao najvažnija tehnika za procjenu rizika praćena simulacijom vjerovatnoće i analizom senzitivnosti.

Ispitanici su upitani da li je procijenjeni novčani tok (ili zarada) predloženih kapitalnih investicija ocijenjena prije ili poslije poreza. Većina ispitanika (72,7%) navela je da je novčani tok procijenjen prije poreza. Samo 27,3% je navelo da je novčani tok (ili zarada) procijenjen nakon poreza.

U idealnim okolnostima, klasična mikroekonomska teorija nam kaže da kompanija treba da se proširi (prihvati investicione projekte) do tačke gdje je marža prinosa jednaka marginalnim troškovima – tj. da investira u sve projekte sa pozitivnom sadašnjom neto vrijednošću. Međutim, neke kompanije stavljaju ograničenja na veličinu svog finansijskog plana. Glavni razlog za racioniranje kapitala je to što su neke firme nevoljne da zadovolje eksterno finansiranje. Može postojati ograničenje na zaduživanje kompanije od strane internog menadžmenta ili eksternih zajmodavnih institucija. U slučaju eksternog kapitala (prodaje akcija), može postojati strah od gubitka glasačke kontrole. U svom istraživanju velikih američkih kompanija iz 1976. Gitman i Forester (1977) su zaključili da je 52% ispitanika uključeno u racionisanje kapitala. Ubjedljivo najvažniji razlog bio je limit na posuđivanje od strane internog menadžmenta. U novijem istraživanju

Fortune 500 kompanija iz 1992. i 1993. godine, Mukherjee i Hingorani (1999) su zaključili da se 64% njihovih ispitanika suočilo sa interno nametnutim ograničenjima. Glavni razlog za kapitalno racionisanje je nevoljnost zadovoljevanja eksternog finansiranja.

U današnjem ekonomskom okruženju, kada je ograničena mogućnost finansiranja dugom i kada su niske cijene akcija, može se očekivati da će kompanije staviti ograničenja na iznos preduzetih kapitalnih investicija.

Da bi se utvrdilo da li se kompanije sa banjalučke berze upuštaju u kapitalno racioniranje, ispitanici je trebalo da navedu „da“ ili „ne“ na pitanje „Da li vaša kompanija postavlja limit na svoj godišnji finansijski plan?“. Većina ispitanika (63,6%) je navela da njihove kompanije praktikuju kapitalno racioniranje. Preostali ispitanici (44,4%) su naveli da njihove kompanije ne stavljaju limit na veličinu svojih finansijskih planova.

Važna komponenta DCF analize je izbor diskontne stope – minimalna prihvatljiva stopa prinosa o predloženim kapitalnim investicijama. Kako bismo dalje procijenili upotrebu DCF analize u kompanijama sa banjalučke berze, zamolili smo ispitanike da navedu da li njihove kompanije koriste pojedinačnu stopu popusta za sve investicije, višestruke stope popusta prilagođene riziku ili stope popusta zasnovane na trošku specifičnog kapitala za finansiranje predloženih kapitalnih investicija. Rezultati su prikazani u tabeli 3.

Tabela 3: Diskontne stope korištene za ocjenu kapitalnih investicija

Diskontna stopa*	Postotak
Pojedinačna diskontna stopa zasnovana na ukupnom ponderisanom prosječnom trošku kapitala se koristi za ocjenu svih predloženih kapitalnih investicija.	0,0%
Diskontna stopa korištena za svaki projekat je trošak specifičnog kapitala korištenog za finansiranje projekta (npr. diskontna stopa za projekat koji će u potpunosti biti finansiran sa dugom je trošak duga).	90,9 %
Višestruke diskontne stope prilagođene riziku se koriste; što je rizičnija investicija, viša je stopa prinosa.	0,0 %
Ostalo	9,1 %

Velika većina ispitanika (90,9%) ispitanika direktora je navela da njihove kompanije baziraju svoju diskontnu stopu na specifičnom kapitalu korištenom za finansiranje investicije pod razmatranjem. Ovo je u sukobu sa teorijom ponderisanog prosječnog troška kapitala (WACC), što implicira da su investicije finansirane iz više sredstava prije nego individualno finansiranje iz zadržane zarade, duga, preferiranih akcija ili novih akcija. Takođe, ignoriše razliku u riziku među predloženim kapitalnim investicijama.

Tabela 4: Metod procjene troška akcijskog kapitala

Metod	Postotak
Model vrednovanja finansijske imovine (CAPM, zasnovan na procijenjenoj beti kompanije)	9,1%
Prinos dividendi plus stopa rasta	72,7%
Trošak duga plus premija rizika	9,1%
Ostalo	9,1%

Najpopularniji metod je bio prinos dividendi plus stopa rasta, sa 72,7% ispitanika koji navode da njihove kompanije koriste taj metod za procjenu troška akcijskog kapitala. Za poređenje, Graham i Harvey (2001) su zaključili da 72,3% ispitanih američkih i kanadskih kompanija koristi CAPM. U telefonskom istraživanju 27 američkih kompanija koje su radili njihovi parnjaci kako bi „bili među onima sa najboljim finansijskim menadžmentom“, Bruner, Eades, Harris i Higgins (1998) su zaključili da je CAPM dominantan model za procjenu troška akcijskog kapitala. Preko 80% ispitanika je koristilo CAPM. Brounen, De Jong i Leodijk (2004) su došli do zaključka da 31 % ispitanih kompanija u Velikoj Britaniji, 31% u Holandiji, 18% u Njemačkoj i 27% u Francuskoj koristi CAPM. U njihovom istraživanju kompanija u Velikoj Britaniji, McLaney, Pointon, Thomas i Tucker (2004) su zaključili da 47% kompanija koristi CAPM.

Od preostalih ispitanika u našem istraživanju kompanija sa banjalučke berze, samo jedan ispitanik koristi CAPM i jedan koristi metod troška duga plus premija rizika.

ZAKLJUČNI KOMENTARI

Prije donošenja bilo kakvih zaključaka, potrebno je navesti nekoliko ograničenja našeg istraživanja. Prije svega, istraživanje je bilo ograničeno na kompanije sa banjalučke berze. Finansijska politika i praksa našeg malog uzorka izlistanih kompanija ne predstavlja sve kompanije u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini. Štaviše, istraživano je samo 30 kompanija. Iako je odziv bio prilično impresivan (36,7%), broj vraćenih popunjenih upitnika je bio mali (11).

Drugo, istraživanje bilježi percepcije, ne nužno realnost. Kao što je Aggarwal (1980) istakao, odgovori na upitnik od strane individualaca iz velikih kompanija ne održavaju uvijek prakse koje se koriste u tim kompanijama. Treće, rezultati našeg istraživanja su uspoređeni sa rezultatima prethodnog istraživanja u Americi i drugim zemljama. Međutim, takvim poređenjima između zemalja se mora oprezno pristupiti. Različita citirana istraživanja su sprovedena u različitim vremenskim periodima i u različitim ekonomskim uslovima. Rezultati istraživanja mogu u velikoj mjeri odražavati odgovore izvršnih direktora koji su više upoznati sa finansijskim teorijama, konceptima i terminologiji korištenoj u upitniku. Kada se imaju na umu ova ograničenja, sljedeći zaključci se mogu izvući iz ovog istraživanja.

Finansijski udžbenici obično opisuju tri metode za procjenu troška finansijskog kapitala kompanije. Ove metode obično uključuju (1) CAPM, zasnovan na beti kompanije, (2) prinos dividendi plus očekivana stopa rasta i (3) metoda premije rizika (trošak kapitala plus premija rizika). Da bi se utvrdilo koje metode se koriste od strane kompanija sa banjalučke berze, pitali smo ispitanike koje metode koriste njihove kompanije. Rezultati su prikazani u tabeli 4.

Iako su svi ispitanici naveli da njihove kompanije koriste internu stopu prinosa i neto sadašnju vrijednost za ocjenu predloženih investicija, najvažniji kvantitativni metod za procjenu investicije je payback period. Za procjenu rizika, analiza scenarija se smatra najvažnijom tehnikom. Rezultati istraživanja takođe pokazuju da većina kompanija ocjenjuje novčani tok prije poreza, i da većina kompanija ne praktikuje kapitalno racioniranje. U procjeni troška kapitala, najvažnija metoda je prinos dividendi plus metod stope rasta. CAPM nije široko rasprostranjen.

Rezultati našeg istraživanja imaju implikacije i za teoretičare i za praktičare. Na primjer, iako je payback period lako izračunati i razumjeti, on ignoriše vremensku vrijednost novca, kao i novčani tok nakon payback perioda. Možda je nesigurno ekonomsko okruženje koje je bilo prisutno u vrijeme istraživanja uticalo na važnost brzog oporavka investicije.

U izboru diskontne stope koja se koristi u ocjeni projekta, 90,9% ispitanika je navelo da njihove kompanije koriste trošak specifičnog kapitala za finansiranje investicije pod razmatranjem. Na primjer, diskontna stopa koja se koristi za ocjenu predložene investicije koja će se u potpunosti finansirati dugom je trošak duga. Kao što je prethodno navedeno, ovaj pristup je u sukobu sa teorijom ponderisanog prosječnog troška kapitala (WACC) koji implicira da se investicije finansiraju iz raznih izvora, za razliku od individualnog finansiranja iz zadržane zarade, duga, preferiranih akcija ili novih akcija. Pošto bazira minimalnu prihvatljivu stopu prinosa na eksplicitnom trošku i kapitalu korištenom za finansiranje određene investicije, ignoriše razlike u riziku među predloženim kapitalnim investicijama. Ova praksa nije dosljedna sa osnovnim principom teorije finansiranja, da prinos zahtijevan na investiciji treba odražavati rizičnost investicije i prinos dostupan drugdje od investicija sličnog rizika.

IZVORI

- Aggarwal, R. (1980). *Capital Structure Differences among Large Asian Companies*, ASEAN Economic Bulletin, Vol. 7, No. 1, pp. 39–53.
- Bierman, H. (1993). *Capital Budgeting in 1992: A Survey*, *Financial Management*, Vol. 22, No. 3, p. 24.

- Brounen, D., De Jong, A. and Koedijk, K. (2004). *Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice*, Financial Management, Vol. 33, No. 4, pp. 71–101.
- Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris, R. S. and Higgins, R. C. (1998). *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*, Financial Practice and Education, Vol. 8, No. 1, pp. 13–28.
- Chen, S. (1995). *An Empirical Examination of Capital Budgeting Techniques: Impact of Investment Types and Firm Characteristics*, The Engineering Economist, Vol. 40, No. 2, pp. 145–170.
- Fremgen, J. M. (1973). *Capital Budgeting Practices: A Survey*, Management Accounting, Vol. 54, No. 11, pp. 19–25.
- Graham, J. and Harvey, C. (2001). *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, Journal of Financial Economics, Vol. 60, No. 2-3, pp. 187–243.
- Hendricks, J. A. (1983). *Capital Budgeting Practices including Inflation Adjustments: A Survey*, Managerial Planning, Vol. 31, No. 4, pp. 22–28.
- Kester, G. W. and Robbins, G. (2001). *Financial Policies and Practices of Companies Listed on the Irish Stock Exchange*, Irish Accounting Review Vol. 17, No.2, pp. 65–93
- Kim, S. H. and Farragher, E. J. (1981). *Current Capital Budgeting Practices*, Management Accounting, Vol. 62, No. 12, pp. 26–29.
- Klammer, T. P. (1972). *Empirical Evidence on the Application of Sophisticated Capital Budgeting Techniques*, Journal of Business, Vol. 45, No. 3, pp. 387–397.
- Klammer, T. P. and Walker, M. C. (1984). *Continuing Increase in the Use of Sophisticated Capital Budgeting Techniques*, California Management Review, Vol. 27, No. 1, pp. 137–149.
- Mao, J. C. T. (1970). *A Survey of Capital Budgeting: Theory and Practice*, Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, pp. 349–360.
- McLaney, E., Pointon, J., Thomas, M. and Tucker, J. (2004). *Practitioners' Perspectives on the UK Cost of Capital*, European Journal of Finance, Vol. 10, No. 2, pp. 123–138.
- Mukherjee, T. K. and Hingorani, V. L. (1999). *Capital-Rationing Decisions of Fortune 500 Firms: A Survey*, Financial Practice and Education, Vol. 9, No. 1, pp. 7–15.
- Payne, J. D., Heath, W. C. and Gale, L. R. (1999). *Comparative Financial Practice in the US and Canada: Capital Budgeting and Risk Assessment Techniques*, Financial Practice and Education, Vol. 9, No. 1, pp. 18–24.
- Petty, J. W., Scott, D. F. and Bird, M. M. (1975). *The Capital Expenditure Decision Making Process of Large Corporations*, The Engineering Economist, Vol. 20, No. 3, pp. 159–172.
- Pike, R. H. (1988). *An Empirical Study of the Adoption of Sophisticated Capital Budgeting Practices and Decision Making Effectiveness*, Accounting and Business Research, Vol. 18, No. 72, pp. 341–351.
- Pike, R. H. (1996). *A Longitudinal Survey on Capital Budgeting Practices*, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 23, No. 1, pp. 79–92.
- Trahan, E. A. and Gittman, L. J. (1995). *Bridging the Theory–Practice Gap in Corporate Finance: A Survey of Chief Financial Officers*, Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 35, No. 1, pp. 73–87.
- Wong, K. A., Farragher, E. J. and Leung, R. K. C. (1987). *Capital Investment Practices: A Survey of Large Corporations in Malaysia, Singapore and Hong Kong*, Asia Pacific Journal of Management, Vol. 4, No. 2, pp. 112–123.

Summary

This article reports the results of a recent comprehensive survey of executives of companies listed on the Banja Luka Stock Exchange (BLSE) regarding their companies' capital budgeting practices. A non-discounted cash flow method, payback period, ranked ahead of net present value (NPV) and internal rate of return (IRR) as the most important technique for evaluating proposed capital investments. The survey results indicate that most of the companies evaluate project cash flows on a before-tax basis and that the majority of companies place limits on the size of their annual capital budgets. The Capital Asset Pricing Model is not widely used among the responding companies for estimating the cost of equity. The study also found that the discount rate used by the majority of respondents to evaluate proposed capital investments is based on the cost of specific capital used to finance the investment under consideration

Key words: Banja Luka Stock Exchange (BLSE), capital budgeting practice, net present value (NPV), internal rate of return (IRR), the capital assetpricing model (CAPM), , discount rate

ZAHVALNICA

Autori ovog rada su veoma zahvalni na saradnji i pomoći Milanu Božiću, direktoru banjalučke berze, u sprovođenju istraživanja koje je predmet ovog rada.