

EFIKASNOST FINACIJSKIH TRŽIŠTA

EFFICIENCY OF THE FINANCIAL MARKETS

Prof. dr. sc. Božo Vukoja, Sveučilište Vitez u Vitezu
Prof. dr. sc. Ilinka Unković - Univerzitet za menadžment Trebinje
Mr. sc. Tijana Unković - Univerzitet za menadžment Trebinje
Mr. sc. Branka Vukoja – Revident d.o.o. Grude

REZIME

Financijsko tržište je organizovano mjesto i prostor na kome se traže, (prikupljaju), tj. nude financijska sredstva i na kome se, u zavisnosti od ponude i tražnje organizovano formira cijena u vidu kamata, kao rezultat ocjenjivanja sigurnosti i rizika ulaganja. Tako ono predstavlja i organizovani metod transfera akumulacije i novčanih fondova između ekonomskih jedinica sa suficitom i jedinica sa deficitom financijskih fondova.

Financijsko tržište predstavlja najvažniji segment tržišne privrede. Koliko je razvijeno financijsko tržište jedne zemlje, najbolje govori koliko je razvijena ukupna privreda te zemlje. Njegov razvoj povezan je sa dosta teškoća i problema. Pitanje prelaska na put tržišnog privređivanja povezano je sa razvojem financijskog tržišta. A da bismo to dokazali, poćićemo od razvoja financijskih tržišta razvijenih zemalja. Financijska tržišta tih zemalja doživjela su snažan razvoj posljednjih godina. Kao jedan od osnovnih faktora te pojave smatra se deregulacija privrednog života od strane države. Smanjenje uloge države vršilo se na taj način, što su se ona i njeni organi izjednačavali sa svim drugim učesnicima na financijskom tržištu.

Efikasno financijsko tržište postoji kada cijena hartija od vrijednosti oslikavaju cjelokupne dostupne relevantne informacije o ekonomiji, o financijskim tržištima i o pojedinačnim kompanijama koje su uključene. Pod implikacijom se podrazumijeva da se tržišne cijene pojedinih hartija od vrijednosti brzo prilagođavaju novim informacijama. Zato se kaže da cijena hartija od vrijednosti slobodno plovi oko svojih suštinskih vrijednosti. Pokretačka snaga efikasnog tržišta i njegov sopstveni interes, jer investitori traže potcijenjene ili precijenjene akcije, i u zavisnosti od toga kupuju ili prodaju. Što je na tržištu više učesnika i što se informacija brže stiće, tržište bi trebalo da bude efikasnije.

Ovim radom se želi ukazati da su efikasna financijska tržišta apsolutno neizostavna i bitna da bi se osigurali adekvatno pribavljanje kapitala i ekonomski rast u ekonomiji zemlje i uopšte na globalnom financijskom tržištu.

Ključne riječi: financijsko tržište, tržište novca, tržište kapitala, devizno tržište, efikasnost, rizik, informacija, investitor

ABSTRACT

The financial market is an organized place and area where one looks for (collects) i.e. offers the financial means and the place where, depending on supply and demand, the price is created in an organized way in a form of rate of interest, as the result of estimation of the investment related safety and risk. Therefore it also represents the organized method of transfer of accumulation and financial funds between the economic units with surplus and the ones with the deficit of financial funds.

The financial market represents the most important segment of the market economy. How much is the financial market of some country developed is the best indicator on how much the total economy of such country is developed. Its development is linked with a lot of troubles and problems. The issue of transfer

to the market economy road is linked with the development of financial market. In order to prove it, we'll start from development of financial markets of the developed countries. The financial markets of those countries have had strong development for the latest years. Deregulation of the economic life by the country is considered one of basic factors of such phenomenon. Reduction of the country role has been made in a way that the country and its authorities were equalizing with all other participants at the financial market.

The efficient economic market exists when the price of securities reflects all available relevant information on economy, financial markets and individual companies included as well. The implication means that the market price of some securities are easily adapted to new information. That is why it is said that the price of securities freely flows around its essential values. The driving strength of the efficient market is its own interest, because the investors ask for underestimated or overestimated shares depending on it whether they buy or sell. More participants at the market and faster the information is obtained, the market should be more efficient.

The intention of this paper is to point out that the efficient financial markets are absolutely inevitable and important to ensure appropriate obtaining of capital and economic growth in the country economy and generally at the global financial market.

Key words: financial market, money market, market of the capital, foreign currency market, market efficiency, risk, information, investor

1. UVOD

Osnovni segment financijskog tržišta su: tržište novca, tržište kapitala, devizno tržište i terminska tržišta, tj. tržište financijskih derivata. Što se tiče samog tržišta, Zakonom o berzama i berzanskim posrednicima stvorio je zakonske osnove za institucionalizaciju financijskog tržišta. Možemo navesti primjer institucija koje su se već afirmisale svojim radom, kao što je Beogradska berza, Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti, Montenegro berza, berza u Republici Srpskoj, koje su dobile zakonske obaveze za svoji dalji rad i ekspanziju. Kroz registraciju berzi, kao organizovanih mjesta za susretanje ponude i tražnje za financijskom aktivom i obavljanje financijskih transakcija, stvorene su dobre polazne osnove za razvoj savremenog financijskog tržišta.

Devizno tržište je značajan segment cjelokupnog financijskog i ekonomskog sistema jedne zemlje. To je organizovano mjesto gdje se susreću i ponuda i potražnja za inostranim sredstvima plaćanja. Njegove osnovne funkcije su: nesmetano obavljanje međunarodnog platnog prometa, održavanje međunarodne likvidnosti, mogućnost arbitraža, zaštita od deviznih rizika i slično.) Organizacija deviznog tržišta je različita. Najčešće, ona su sastavni dijelovi tržišta novca, mada se mogu formirati i kao samostalne institucije. Značajnu ulogu u njegovom radu ima Centralna banka, koja preko ovog tržišta sprovodi deviznu politiku i održava stabilnost deviznog kursa.

Ovaj segment financijskog tržišta na ovim prostorima takode je veoma slabo razvijen. U uslovima ekonomskih sankcija zemalja bivše Jugoslavije, opšte nestabilnosti, devize su postale rijetka, cijenjena i tražena roba. Pošto u međuvremenu nisu razvijeni drugi oblici kvalitetne financijske aktive, ovo tržište se razvilo mimo legalnih tokova.

Vrlo je važno shvatiti da financijska aktiva na ovom segmentu ukupnog financijskog tržišta nisu samo devize i valute, već i čitav niz hartija od vrijednosti koje imaju deviznu nominaciju. Terminska tržišta su tržišta izvedenih hartija od vrijednosti, ili takozvanih financijskih derivata. Ovim instrumentima obavljaju se terminski poslovi na ostalim segmentima financijskog tržišta. U ovu grupu hartija od vrijednosti uključene su i opcije fjučersi.

Opcija hartija od vrijednosti svom vlasniku daje pravo da kupi ili proda određenu aktivu po unaprijed ugovorenoj cijeni u određenom periodu. Odnosi između kupca i prodavca opcija regulišu se opcionim sporazumom, u kome su sadržana sva relevantna pitanja u vezi sa emisijom opcija.

Kupovinom akcija kupac dobiva pravo da kupi ili proda određenu financijsku aktivu. Prodavac opcije dobiva premiju i za to je obavezan da izvrši ono što od njega zahtijeva kupac.

Fjučersi su likvidni terminski ugovori. Njima se reguliše kupoprodaja određene financijske aktive u budućnosti. Ono što fjučerse razlikuje od klasičnih terminskih poslova i ugovora na financijskim tržištima je likvidnost. Fjučersi imaju veliki značaj u upravljanju rizikom, za savladavanje gepa u financiranju, stabilnost cijena itd.

Potrebna je veća trgovina ovim instrumentima i razvoj ovog segmenta financijskog tržišta.

Uvođenje ovih instrumenata na domaćem financijskom tržištu, u velikoj bi mjeri pomoglo domaćim privrednim subjektima u nastupu na međunarodnom financijskom tržištu.

Za poslovanje poduzeća i ekonomiju zemlje bitno je da su financijska tržišta efikasna.

2. RAZVOJ FINACIJSKOG TRŽIŠTA

Razvoj financijskog tržišta jedne zemlje posmatra se i prati preko razvijeinosti njegovih osnovnih elemenata, segmenata. Osnovni elementi financijskog tržišta su: tržište u smislu organizovanih mjesta gdje se susreću ponuda i potražnja, bolje rečeno — mjesta na kojima se obavljaju financijske transakcije.

Odlučujuću ulogu u podizanju kvalitetne alokacije kapitala na svim / nivoima ima izgradnja suficitarnog i konkurentnog tržišta. Ali zato moraju postojati i stvarati se poduslovi za njegov razvoj, a to su prije svega:

- Obrazovanje kadrova, tj. ljudi koji stvaraju značaj i mehanizme razvijenog financijskog tržišta;
- Privatizacija kao poduslov razvoja financijskog tržišta. Potrebno je razviti privatnu svojinu sa izrazito naglašenim učešćem zajedno sa državnom svojinom, što je ujedno uslov izgradnje najefikasnijeg privrednog sistema koji se zasniva na dominantno privatnoj svojini i slobodnom tržištu. Zato slobodno možemo reći da odlaganje i sporo provođenje procesa privatizacije znači odlaganje efikasnog financijskog tržišta. Društvena poduzeća često miješaju socijalne ciljeve sa profnim ciljevima. Poduzeće mora stvoriti profit i kao takvo odgovara cilju svoga postojanja, a to mogu samo privatna poduzeća ili gdje preovladava većinski privatni kapital;
- Neophodna stabilnost nacionalne valute. Ako je inflacija visoka da obez- bijedi realno poslovanje, uvećava se rizik naplate potraživanja usljed inflatomi gubitaka. Jedino je iješenje u relativnoj stabilnosti nacionalne valute. Akcijski kapital je rezistentniji na inflaciju, jer predstavlja učešće u svojini poduzeća. Vrijednost akcija je vezana za vrijednost poduzeća i relativnoj e konstantna dok god je konstantno poslovnje, bez obzira na njen minimalan izlaz. Ali, hiperinflacija može napraviti inflatome gubitke većim od nominalnog profita. U tom slucaju, kao posljedica lošeg poslovanja, opada i vjnednost poduzeća kao funkcija profita, a tune i vrijednost akcije;
- Pravna sigurnost učesnika u financij skim transakcijama. Da bi se svakodnevno efikasno obavljao ogroman broj poslova na financijskom tržištu, pravni sistem mora biti brz i efikasan. Da bi zaživio segment financijskog tržišta, vrlo bitno je povjerenje investitora u financijsku aktivu kojom se trguje. Mnoga poduzeća mogu da emituju akcije, ali akcije samo malog broja njih će biti kotirane na berzi.

Veći stepen koncentracije kapitala uzrokuje izrazitije kvantitativno- kvalitativne razvojne tendencije financijskog tržišta u svim njegovim aspektima i elementima. Veća koncentracija predstavlja bazične faktore prilikom formiranja financijskog tržišta.

Analiza performansi aktivno upravljanih portfolija dokazuje tržišnu efikasnost, pa se može reći da su vodeća tržišta hartija od vrijednosti efikasna.¹

¹ Mikerević D.: Financijski menadžment, Ekonomski fakultet, Banja Luka, Finrar, banja Luka, 2005, str. 81.

3. SPECIFIČNOST FINANCIJSKOG TRŽIŠTA

Postoje tri osnovna oblika financiranja investicija i potrošnje u savremenim tržišnim privredama: samofinanciranje sopstvenim finansijskim sredstvima, direktno financiranje i indirektno financiranje. Ako sagledamo stanje naše privrede, tehnološku i tržišnu zaostalost, nedostatke sopstvenih finansijskih izvora, samofinanciranje poduzetnika biće rijetko, osim u slučajevima nelegalnog sticanja dobiti u vrijeme trajanja međunarodnih sankcija i postojanja raznih oblika monopola. Najčešći slučaj biće direktno i indirektno financiranje, u okviru koga se između antipodnih jedinica pojavljuje posrednička uloga finansijskih institucijaju transferima odgovarajućih finansijskih fondova, uključujući i Privatizacioni investicioni fond kao prelaznu fazu, koji je postao dominantan mehanizam financiranja i finansijskih transfera. Time su finansijske institucije zauzele mjesto najvažnijih mehanizama i makroeko-nomske politike.

Financijsko tržište obezbjeđuje ekonomske i finansijske funkcije putem kojih se direktno doprinosi podsticanju efikasnosti globalnog tržišta i privrede, kao i povećanje dohotka, imovine i socijalnog blagostanja. Ekonomske funkcije se realizuju preko transfera realnih ekonomskih resursa od kreditora prema debitoru (dužniku).

Funkcija alokacije finansijskih sredstava tržišta sastoji se u prikupljanju i prenošenju slobodnih novčanih sredstava od subjekta, koji se na njima privremeno ekonomski neefikasno koristi, na subjekte kojima su potrebni i koji je u stanju da ih ekonomski efikasno upotrijebi.

Mehanizam finansijskog tržišta omogućava da dođe do formiranja cijena novca (kamata) na osnovu ponude i tražnje.

Selektivna funkcija finansijskog tržišta odvija se preko selekcije pojedinih tražilaca novca, a u najširem smislu riječi treba ga posmatrati kroz tri tzv. paralelna tržišta - novčano, kreditno i tržište kapitala.

Novčano tržište obuhvata transfere kratkoročnih resursa ili finansijskih instrumenata, čija se dospjelost kreće u granicama od godinu dana, a na novčanom tržištu se nabavljaju sredstva za održavanje likvidnosti, s tim da ima dva osnovna cilja:

- Makroekonomski cilj, sadržan je u potrebi stalnog usklađivanja likvidne pozicije ekonomskih jedinica;
- Adekvatna kontrola emisije novca – monetarne institucije (centralne banke) kod kreiranja novčane mase i projektovanja kreditno-monetarne politike oslanjaju se na informacije i mehanizme novčanih tržišta.

Tržišta kapitala obuhvataju transfer dugoročnih finansijskih instrumenata i resursa sa dospjelošću iznad godinu dana, a na tržištu kapitala se nabavljaju sredstva za investicije. Preko tržišta kapitala dolazi do prelijevanja dugoročnih finansijskih resursa uz odgovarajuće tržišne i finansijske uslove i bez posredovanja specijalnih finansijskih institucija, a pokretačka i motivaciona poluga za transfer kapitala jesu odgovarajuće razlike između kretanja kamatne stope, stope prinosa na vrijednosne hartije i stope prinosa investicionih projekata i odgovarajuća cijena hartija.

4. OSNOVNA FUNKCIJA FINANCIJSKOG TRŽIŠTA

Financijska tržišta prilično su komplikovana i složena. Ona uključuju svakodnevno hiljade različitih institucija Učesnika i transakcija. Sve veća globalizacija i funkcionisanje finansijskih tržišta, 24 sata dnevno dovodi do još veće složenosti i promjena unutar tržišta.

Tri osnovne funkcije temelj su osnovnom cilju finansijskog tržišta, transferu sredstava od subjektivnih ekonomskih subjekata ka deficitarnim, što se još naziva alokativnim ciljem.

Dakle, tri su funkcije finansijskih tržišta:

- stvaranje novih hartija od vrijednosti i njihova distribucija;
- sekundarno trgovanje ili mogućnost konverzije hartija od vrijednosti u cash;
- razvoj institucija i mehanizama koji omogućavaju prenos vlasništva nad hartijama od

vrijednosti u transferu novca od kupca ka prodavcu.

Stvaranje novih hartija od vrijednosti jedna je od važnih funkcija koju obavljaju finansijska tržišta. Postoji nekoliko načina koji se koriste pri tome, a najčešće su privatni plasman i javna ponuda hartija od vrijednosti.

Pri privatnom plasmanu hartija od vrijednosti prodaju se unaprijed poznatom i ograničenom broju investitora, dok kod javnih ponuda to nije slučaj, već se hartije od vrijednosti prodaju širokom krugu investitora. Kada su hartije od vrijednosti nastale i kada su plasirane na primarnom tržištu, tada je ključno postojanje sekundarnog tržišta, koji svojim karakteristikama mora omogućiti brzu realizaciju transakcija po tržišnim, fer cijenama koje su bazirane na odnosu ponude i potražnje. Pored berze i OTC tržišta, postoje i treća tržišta koja predstavljaju vezu između velikih institucionalnih investitora i dilera, koji trguju direktno velikim lotovima hartija od vrijednosti.

Treća funkcija finansijskih tržišta bitna je za integritet i efikasnost svakog finansijskog tržišta. Investitori treba da budu zaštićeni ako dođe do problema na strani kupaca ili prodavaca. Na razvijenim tržištima kapitala, kao dodatna zaštita javljaju se institucije kao što su u SAD-u Securities Investor Protection Corporation, koja će zaštititi investitora do visine od 500.000 dolara u slučaju da njegova ili suprotna brokerska kuća ne mogu izvršiti realizovanu transakciju. Ova se institucija inače financira premijama brokerskih kuća članica.

U svim privrednim poduzećima prisutna je stalna potreba za finansijskim sredstvima, kojima se financiraju različite poslovne aktivnosti. Svrha finansijskih tržišta je efikasna alokacija sredstava dovođenjem u kontakt onih koji imaju višak sredstava sa onim koji imaju deficit sredstava, uz minimum neprijatnosti i transakcionih troškova. Da je jedini oblik finansijske aktive novac, investiranje poduzeća bilo bi ograničeno na iznos sopstvene štednje. Bez instrumenata finansijske pasive štednja bi se trošila u mjesta nastanka, financirali bi se inferiorni projekti i štednja se ne bi selila u superiorne projekte.

Prema Stiglitz-u finansijska tržišta imaju nekoliko funkcija:

1. finansijska tržišta omogućavaju seljenje sredstava od onih koji ih posjeduju (kreditori i investitori) ka onima kojima je potrebna (debitori);
2. finansijska tržišta omogućavaju aglomeraciju sredstava u obimu koji omogućava financiranje realnih projekata;
3. selekcija investicionih projekata na finansijskim tržištima vrši se na bazi odnosa između prenosa i rizika;
4. finansijska tržišta omogućavaju prenos i podjelu rizika između učesnika finansijskih transakcija;
5. finansijska tržišta omogućavaju diversifikaciju rizika zbog ekonomije u transakcionim troškovima (prije svega, troškovima dobijanja informacija);
6. na finansijskim tržištima se evidentiraju transakcije, što utiče na smanjenje rizika.

Tržište kapitala uglavnom služi za financiranje privrede i, preko formiranja berzanskih cijena za obveznice i akcije poduzeća, stvara brzu informacionu osnovu za praćenje rejtinga poduzeća.

Osnovne funkcije finansijskog tržišta prema² Vasiljeviću su:

- Alokacija novca i kapitala - slobodna novčana sredstva se usmjeravaju ka onim emitentima finansijskih instrumenata za koje investitori procjenjuju da su pouzdani, profitabilni i perspektivni;
- Obezbjedenje likvidnosti - vlasnici mogu različite oblike finansijskih instrumenata kojima raspoloživo prodati i prije roka dospijea. Time je osiguran visok stepen likvidnosti finansijskih instrumenata;
- Određivanje cijene - obavljanjem transakcija između kupaca i prodavaca na finansijskim tržištima, utvrđuje se cijena različitih oblika finansijske aktive;

² Vasiljević B.: Osnovi finansijskog tržišta, Beograd, 1999, str. 33

- Mobilizacija finansijske štednje - investitori nastoje da aktivno uposle svoja sredstva, kako zbog njihovog realnog očuvanja, tako i u nastojanju da kroz visoke stope oplodnje obezbijede njihovo uvećanje;
- Smanjenje transakcionih troškova - odnosi se posebno na smanjenje troškova tražnje koji su povezani sa potrebom spajanja subjekata koji istovremeno žele da kupe i prodaju isti oblik finansijske aktive;
- Alokacija (prenos) rizika - ova funkcija posebno dobija na značaju razvojem izvedenih vrijednosnih papira. Izvedenice su dale niz novih mogućnosti trgovanja, te su djelovanje finansijskih tržišta učinile efikasnijim i sigurnijim.

Osnovna funkcija finansijskog tržišta³ je usmjeravanje sredstava od onih štediša koji imaju višak sredstava ka korisnicima koji imaju manjak sredstava. Finansijska tržišta to čine ili putem direktnog financiranja, kada zajmoprimci pozajmljuju sredstva neposredno od zajmodavca tako što im prodaju hartije od vrijednosti ili putem indirektnog financiranja, u kome finansijski posrednik pomaže u transferu sredstava između zajmodavaca - štediša i zajmoprimaca - korisnika. Takvo usmjeravanje sredstava poboljšava blagostanje svih članova društva, jer omogućava da se sredstva kreću od lica koja nemaju povoljnih investicionih prilika ka onima koji takve prilike imaju. To doprinosi povećanju efikasnosti u privredi. Usmjeravanje sredstava značajno je za potrošače, jer im omogućava da obave kupovinu kada im je ona najpotrebnija. Tržište kapitala ima značajnu ulogu u procesu restrukturiranja privrede. To je specifično tržište, na kome dolazi do tržišnih transfera upravljačke kontrole nad kompanijama, putem kupoprodaje akcija.

Registracijom kompanije na berzi, dobijaju se dodatne mogućnosti financiranja bržeg razvoja putem emisije akcija i obveznica iznad mogućnosti koje pružaju krediti bankarskih institucija. Osim toga, kompanije koje su registrovane na berzama dobijaju poseban imidž, jer se njihov kreditni rejting provjerava na otvorenim finansijskim tržištima.

Na tržištu kapitala dolazi do ponude i potražnje državnog kapitala. Prodavci teže da prodaju po višim cijenama, a potencijalni kupci žele kupovinu po nižim cijenama. Tržište kapitala treba da usmjerava slobodna sredstva u profitabilnija poduzeća.

U procesu privatizacije državnog kapitala, tržište kapitala trebalo bi da vrši adekvatnu alokaciju finansijskih sredstava i materijalnih resursa.

Kapital se preko tržišta kapitala plasira prema tržišnim uslovima. Jedan dio kapitala biće uložen gdje će dobiti najveće efekte.

Preko tržišta kapitala postiže se dugoročno financiranje rasta i razvoja poduzeća, a time rasta i razvoja nacionalne privrede.

5. EFIKASNOST FINANCIJSKOG TRŽIŠTA

Za finansijska tržišta kaže se da su efikasna⁴, ukoliko cijene hartija od vrijednosti potpuno oslikavaju cjelokupne dostupne informacije. Na takvim tržištima cijene hartija od vrijednosti veoma se brzo prilagođavaju novim informacijama.

“Za efikasno delovanje novčanog tržišta potrebno je da se ostvare sledeći poduslovi:

1. da se ostvari štednja, odnosno da postoje viškovi slobodnih likvidnih sredstava;
2. da postoji ekonomski interes vlasnika slobodnog novca za ulaganje u kratkoročne hartije od vrednosti;
3. da postoji sigurnost da će vlasnik kupljene hartije od vrednosti moći istu u svako doba

³ Federic Miskhin: Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, prevod Beograd, 2006, str. 41.

⁴ Van Horne James C.J.R.: Osnovi finansijskog menadžmenta, prevod, Beograd 2007, str. 112, 113. Opširnije vidjeti: Eugen F. Fama i Kenneth R. French, „Cross-Section of Expected Stock Returns“, Journal of Finance 47 (Jun 1992), 427-465. Pogledajte takođe i Eugen F. Fama i Kenneth R. French „Common Risk Factor in the Returns of Stock and Bonds“ Journal of Financial Economics 33 (Februar 1993), 3 – 56.

- prodati i pretvoriti je u novac;
4. da se osigura vlasnicima hartija od vrednosti održavanje iste vrijednosti uloženi sredstava koja bi mogla biti smanjena inflacijom ili drugim uticajima na tržištu;
 5. da postoji širok krug institucionalnih instrumenata koji će vlasnicima novčanih sredstava omogućiti najpovoljnija ulaganja, brzu i efikasnu manipulaciju kupoprodaje i brzo pretvaranje u gotov novac;
 6. da postoji dovoljan broj financijskih institucija - pružalaca usluga koji raspolažu specijalizovanim kadrovima koji će biti u mogućnosti da sa subjektima ponude i tražnje osiguraju brzu i efikasnu kupoprodaju hartija od vrednosti (banke, posebne novčane institucije, brokerske i dilerske firme);
 7. da postoji odgovarajuća služba za davanje informacija o svim pokazateljima kretanja novčanog tržišta i o bonitetu subjekata - učesnika na novčanom tržištu”⁵

Nove informacije mogu izazvati promjene suštinske vrijednosti hartija od vrijednosti, ali kretanje cijena hartija od vrijednosti koja slijede ne mogu se koristiti kao uzorak za dalja predviđanja. Nekadašnje cijene hartija od vrijednosti ne mogu služiti za predviđanje budućih cijena na ovaj način kao što se profit predviđa na osnovu prosjeka. Štaviše, izrazita usmjerenost na nove vijesti može biti beskorisna. U skladu sa stanovištem efikasnog tržišta, dok vi budete mogli da reagujete, cijena hartija od vrijednosti već se prilagodila. Za pretpostavljen nivo rizika, investitori će u prosjeku zaraditi normalnu ili očekivanu stopu prinosa.

Kod financijskog tržišta razlikujemo dvije vrste efikasnosti:

- interna efikasnost
- eksterna efikasnost.

Interna efikasnost označava zahtjev da učesnici na financijskom tržištu dobijaju usluge u što kraćem roku i po što nižim troškovima.

Eksterna efikasnost se odnosi na sposobnost i brzinu reagovanja cijena na financijskom tržištu, na pojavu relevantnih informacija. Informacije su relevantne poruke koje su od značaja za donošenje odluka.

“U literaturi će definirati tri vrste tržišne efikasnosti, zavisno od toga koje informacije odražavaju cene hartija od vrednosti.”⁶

Slabi oblik tržišne efikasnosti, gde neočekivani prinos na hartije od vrednosti nije u korelaciji sa ranijim neočekivanim prinosima, jer tekuće cijene odražavaju informacije sadržane u prošlim kretanjima cijena i buduće cijene se ne mogu procijeniti na bazi iskustva iz prošlosti.

Polujaki oblik tržišne efikasnosti, u kojem neočekivani prinos nije povezan s javno dostupnim informacijama i cijene odražavaju javno dostupne informacije.

Jaki oblik tržišne efikasnosti sadrži neočekivani prinos koji nije u korelaciji ni sa kakvim informacijama, jer cijene odražavaju sve informacije, i javne i privatne.“

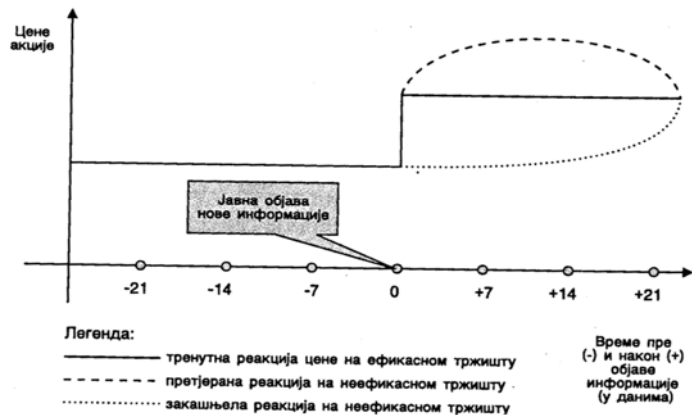
Rečju, tržišna efikasnost podrazumeva da su cene hartija od vrednosti u stvari - fer cene, tj. one koje odražavaju raspoložive informacije o hartijama od vrednosti što pokazuje naredna slika⁷.

Investitori, dakle, neće moći ostvariti nadprosječnu stopu prinosa (mjerenu prema očekivanim prinosima) temeljenim na liniji tržišta hartija od vrijednosti (capital market line – CML), niti će moći izabrati portfolio hartija od vrijednosti nasumice, bez razmatranja rizika portfolija koji je ovaj spreman preuzeti i, naravno, pratećih očekivanih prinosa.

⁵ Prof. dr Ante Katunarić: Banka, Poduzeće – banka, Zagreb, 1981, str. 342

⁶ Dr Ljiljana Vidučić: Financijski menadžment, RRIF-plus, Zagreb, 2001, str. 161

⁷ Isto, str. 161



Slika 1. Uključenje novih informacija u cijene akcija

6. TRI OBLIKA EFIKASNOSTI TRŽIŠTA

Prema evidenciji, tržište običnim akcijama, posebno onih koje se nalaze na njujorškoj berzi (NYSE)⁸, prilično je efikasno. Cijene hartija od vrijednosti dobra su refleksija dostupne informacije i tržišna cijena se brzo prilagodava novim informacijama. Značajan profit ostvarite samo ako imate informaciju iznutra, odnosno informaciju o kompaniji koja je poznata samo njenim službenicima i direktorima, a ne javnosti. Čak i ovdje, SEC je svojim propisima ograničio pokušaje insajdera da profitiraju na osnovu informacija koje nisu poznate javnosti. Ako cijene hartija od vrijednosti uključuju kompletnu dostupnu javnu informaciju, one nam onda mnogo govore o budućnosti. Na efikasnim tržištima možete se nadati da ne možete učiniti ništa više i bolje.

7. HIPOTEZA O EFIKASNOM TRŽIŠTU

Hipoteza o efikasnom tržištu daje teoretski okvir koji podržava osobine slučajnog hoda cijena akcija. Ali šta se tačno misli pod "efikasnim" tržištem? To je ono tržište, na kojem u bilo koje vrijeme cijene uzimaju u obzir sve raspoložive informacije. Pretpostavlja se da učesnici tržišta djeluju inteligentno i samomotivirajuće, kad na temelju raspoloživih informacija o cijenama akcija donose odluku o kupovini ili prodaji. Ako se ne djeluje u skladu s raspoloživim informacijama o određenoj akciji, javlja se prilika barem za neke učesnike tržišta da iskoriste tu informaciju za svoju prednost kupovinom ili prodajom akcija. Ako tržišni pojedinci ili institucije djeluju u skladu s informacijama, cijene akcija će se podjednako prilagoditi, sve dok nema daljih mogućnosti profita. Ovo se naziva efikasnost „informacijske arbitraže“ prema Tobinu (1984).

Važno je primijetiti daje ovo vrlo određena i visokoograničavajuća definicija efikasnosti: odnosi se na sposobnost tržišta da preradi informaciju na takav način, da se ona iskoristi kako bi se ostvarila najveća prednost. To ne znači da su tržišta hartija od vrijednosti efikasna u normalnom ekonomskom smislu riječi, tj. izvršavajući usluge uz najmanji trošak u odnosu na korišćene proizvodne faktore. Zaista se u razdoblje u kojem se prvi put pitanje „tržišne efikasnosti“ sudarilo sa sviješću finansijskih analitičara, malo pažnje poklanjalo slobodi ulaza na tržište i nadaleko raširenoj upotrebi fiksnih provizija - očito antikonkurentnoj i neefikasnoj praksi. Tek 1975. godine (New York) i 1986. godine (London) napuštena je ta praksa na dva svjetski priznata „informacijski efikasna tržišta“. Još uvijek je slučaj da se takva praksa

⁸ NYSE - New York Stock Exchange, Njujorška berza hartija od vrijednosti

zadržava na drugim tržištima. Istovremeno je efikasnost mnogih berzi hartija od vrijednosti bila niska, što se može vidjeti po neuspjelim sporazumima i krizi koju je New York doživio kasnih 1960-tih, a London 1980-tih godina.

8. EFIKASNOST FINACIJSKOG TRŽIŠTA I POSREDOVANJE

Domaćinstva imaju više ukupne štednje nego ukupnih investicija. Što su veće razlike u oblicima željene štednje i investicija među ekonomskim jedinicama, veća je potreba za efikasnim financijskim tržištima, koje će usmjeriti štednju do krajnjeg korisnika. Trebalo⁹ bi spojiti krajnjeg investitora, realna sredstva i krajnjeg štedišu uz najmanji mogući trošak i neudobnost. Financijski posrednici su institucije kao što su komercijalne banke, osiguravajuća društva, penzioni fondovi. Posrednici pretvaraju neposredna potraživanja u posredna.

Financijski posrednici¹⁰ omogućavaju različite usluge i ekonomije koje čine pretvaranje potraživanja atraktivnom:

1. Zbog toga što su financijski posrednici konstantno u poslu kupovanja primarnih vrijednosnih papira i prodavanja posrednih vrijednosnih papira, moguće su ekonomije razmjera koje su nedostupne zajmoprimaocu i pojedinačnom štediši. Kao rezultat toga, smanjuju se troškovi transakcija i troškovi povezani s traženjem potencijalnih zajmoprimaca i zajmodavaca;
2. Proizvodnjom informacija, financijski posrednik može efikasnije steći informaciju o krajnjem zajmoprimcu od zajmodavca. Posrednici mogu zaštititi povjerljivost informacija;
3. Djeljivošću i fleksibilnošću, posrednik može iscijediti malene džepove štednje za konačnu investiciju u realna sredstva. Zajmoprimci su fleksibilniji u poslovanju s financijskim posrednikom, nego s velikim brojem zajmodavaca i mogu postići uslove koji bolje odgovaraju njihovim potrebama;
4. Diverzifikaciju rizika omogućava financijski posrednik kada kupuje različite primarne vrijednosne papire. Ako su ti vrijednosni papiri u manjoj korelaciji jedan s drugim od savršene korelacije, posrednik može smanjiti rizik fluktuacije vrijednosti glavnice. Koristi od smanjenog rizika se prenose na imaoce posrednih vrijednosnih papira, a kao rezultat toga, posredni vrijednosni papir omogućuje veći stepen likvidnosti štediši, nego orijentacija samo na primarne hartije od vrijednosti;
5. Vrijeme dospjeća - financijski posrednik može pretvoriti primarni vrijednosni papir jednog vremena dospjeća u posredni vrijednosni papir drugog vremena dospjeća, i kao rezultat toga, vrijednosni papiri su atraktivniji zajmoprimcu nego, kad bi zajam bio neposredan;
6. Stručnost i ugodnost - financijski posrednik je stručnjak za kupnju primarnih vrijednosnih papira i time odstranjuje neugodnost da ih štediša direktno kupuje;
7. Efikasna financijska tržišta zaista su ključni faktor jačanja privrednog razvoja, dok neefikasna financijska tržišta predstavljaju jedan od razloga, zbog kojih su mnoge države širom svijeta i dalje izuzetno siromašne. Aktivnosti na financijskim tržištima neposredno utiču i na blagostanje pojedinaca, ponašanje poslovnih organizacija i potrošača, kao i na ciklična kretanja u ekonomiji.

9. ZAKLJUČAK

U tržišnim privredama zbog razvoja i prilagođavanja i rentabilna poduzeća imaju deficit štednje. Investicije u različite oblike i trajna obrtna sredstva obično prevazilaze slobodnu gotovinu, tako da se deficit financijskih sredstava pokriva emisijom financijske pasive (kreditima i hartijama od vrijednosti). A kredit ili hartija od vrijednosti direktno ili indirektno

⁹ Van Home James C.: *Financijsko upravljanje i politika*, prevod Mate, Zagreb 1997, str. 551,552.

¹⁰ Frederic Miskin S.: *Monetarna ekonomija, bankarstvo i financijsko tržište*, prevod Beograd 2006., str.3.

dolaze u ruke stanovništva kao financijska aktiva. Različiti oblici hartija od vrijednosti predstavljaju tržišni materijal financijskih tržišta.

Svrha financijskih tržišta u nekoj ekonomiji je da efikasno alociraju štednju krajnjim korisnicima. Kad bi ekonomske jedinice koje štede bile iste one koje pribavljaju kapital, ekonomija bi mogla uspješno funkcionisati i bez financijskih tržišta. U tržišnim ekonomijama, najodgovornije jedinice za pribavljanje kapitala, a to su nefinancijska poduzeća, više koriste sredstva za investicije u realna sredstva, nego što imaju svoje ukupne štednje.

Uvođenje tržišta kapitala stvara određene prednosti: povećanje financijskih sredstava; obezbjeđenje većeg obima raspoloživih dugoročnih sredstava za financiranje dugoročnih potreba; omogućava se povećanje sopstvenog kapitala emisijom dugoročnih hartija od vrijednosti; obezbjeđuje se dostupnost resursa većem broju malih investitora; smanjuje se potreba za stranim kapitalom; omogućava se lakši ulazak stranog kapitala na domaće tržište.

Financijska tržišta predstavljaju najznačajniji faktor ukupnog ekonomskog i privrednog sistema u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom. Ona omogućavaju normalno odvijanje privrednih odnosa.

Preko financijskih tržišta vrši se alokacija akumulacije sa ciljem da se ona najefikasnije upotrijebi u proizvodnji. Subjekti koji raspoložuju viškovima sredstava, putem kredita ili vlasničkih udjela stavljaju ih na raspolaganje subjektima koji se bave proizvodnjom.

Sporost u privredi mora se kompenzovati brzinom razvoja financijskih tržišta, prije svega tržišta kapitala. Dobro razvijena financijska tržišta su pretpostavka završetka procesa privatizacije i ulaganja kapitala u nova poduzeća oblik tzv. „smjelog kapitala“).

Financijska tržišta doprinose privrednom razvoju, jer dovode do povećanja mobilnosti financijskih sredstava.

Preko financijskih tržišta omogućava se efikasno korišćenje financijskih - sredstava jedne nacionalne ekonomije, čime se obezbjeđuje efikasnije poslovanje u privredi.

Za ekonomiju poduzeća i zemlju u celini veoma je bitno da su financijska tržišta efikasna. Pod efikasnim financijskim tržištem podrazumijeva se tržište na kojem cijene hartija od vrednosti odražavaju sve javno raspoložive informacije o ekonomiji, financijskim tržištima i pojedinim poduzećima. To podrazumijeva da cijene odražavaju sadašnju vrednost hartija od vrednosti. Odnosno, na taj način investitori treba da zarade ravnotežnu stopu prinosa na hartije od vrednosti uz pribavljanje kapitala poduzeća sa ravnotežnim troškom kapitala.

10. LITERATURA

- [1] Van Horne James C.: Financijsko upravljanje i politika, Mate, Zagreb, 1997.
- [2] Vasiljević B.: Osnovi financijskog tržišta, Beograd, 1995.
- [3] Vidučić Lj.: Financijski menadžment, RRIF – plus, Zagreb 2001.
- [4] Vuwak Nenad: Financijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 1995.
- [5] Galbraith Kennet Johan: Novac, Stvarnost, Zagreb, 1979.
- [6] Glen Arnold: Corporate Financial Management, Financial times, 1998.
- [7] Douglas R. Emeru, John D. Finnertu: Corporate Financial Management Prentice Hall, 1997.
- [8] Mikerević D. Financijski menadžment, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2005.
- [9] Reillu K. Frank i Brown C. Keith: Investment Analysis and Portfolio Management, The Touden Press, 1997.
- [10] Ristić dr Života: Tržište kapitala, Privredni pregled, Beograd, 1990.
- [11] Federic Miskhin: Monetarna ekonomija, bankarstvo i financijsko tržište, prevod, Beograd 2006.
- [12] Stanleu G. Eakins: Finance – Invesmants, Institutions, Management, Addison-Wesleu, 1999.
- [13] Foleu Bernard J.: Tržište kapitala, Mate Zagreb, 1998.
- [14] Hanžeković M. Vrijednosni papyri i wihovo tržište, Institut za javne financije, Zagreb, 1990.