

na loše kratkoročne zarade. Danas je poznato da će se tržište vremenom vratiti na prosječne vrijednosti, što će rezultovati zaradama investitora koji su pratili sugerisanu strategiju, i to zaradu iznad one koja bi se očekivala ako bi tekuća vrijednost tačno reflektovala raspoložive informacije.

Pretjerana reakcija na kratkoročne novosti (odnosi se na odjeljak u vezi s anomalijama) povećava gramzivost za prinose investitora na tržištu a time i njihov rizik. S obzirom na povećanje rizika razumljivo je da se oni koncentrišu na kratkoročni period. U stvari, da su shvatali da kretanja cijena akcija obuhvataju tranzitorne komponente, onda bi za investitore koji dugoročno ulažu tržište akcija bilo manje rizično nego što to izgleda kada posmatramo varijacije u prinosu za samo jedan period.

Drugim riječima, ako je prihvaćeno da tržište akcija nije bilo efikasno u svim aspektima, da se cijene akcija nisu kretale slučajno, investitori će možda prihvatiti dugoročniji pristup za investiranje. Tržište pretjerano reaguje u kratkom periodu, ali postoje dokazi koji ukazuju da nakon toga ono samo sebe i koriguje i da se vremenom približava osnovnim vrijednostima. To znači da se prethodna kretanja naknadno koriguju te su rizici manji nego kada se to povratno kretanje ne odvija.

2.4.2.9. Implikacije hipoteza o efikasnom tržištu na finansijske odluke preduzeća

Hipoteze imaju izvjesne implikacije koje bi trebale biti predmet interesovanja finansijskog menadžera preduzeća. Mi ćemo razmotriti samo tri.

1. Može li vrijeme emisije akcija uticati na cijenu kapitala?
2. Da li prodaja novih akcija utiče na cijenu postojećih hartija od vrijednosti?
3. Postoje li preduzeća koje se mogu kupiti po niskoj cijeni?

Najčešće se susrećemo s činjenicom da živopisnost ove tematike vodi odlučivanju koje nije u skladu sa onim što bismo očekivali pri postojanju efikasnog tržišta akcija i implikacija koje iz toga proizlaze. Finansijski menadžeri kompanija nisu uvijek upoznati s lekcijama o HET-u i praktičnim podacima koji su o tome pronađeni na terenu. Nekada je to pitanje nerazjašnjenih implikacija, a nekad nepovjerenje HET-a.

Emisija novih akcija

Kompanija razmišlja o emisiji novih akcija. Investitore HET obavještava da je tekuća cijena akcija kompanije refleksija svih javno raspoloživih informacija. Ukoliko direktor posjeduje dobre novosti o budućnosti, koje još nisu poznate na tržištu, prodaja novih akcija po tekućoj cijeni ne bi bila u interesu sadašnjih akcionara. Kada tržište apsorbuje dobre informacije, cijena akcija će se povećati. To je tačka u kojoj bi nove akcije trebalo da se prodaju. Ovom politikom novi akcionari će platiti fer cenu za akcije; dakle ne kupuju jeftino, već realno.

Međutim, ako direktor posjeduje povjerljive informacije koje su loše, čije bi objavljivanje dovelo do smanjenja cijene, prodaja akcija po tekućim cijenama donijela bi dobit postojećim akcionarima. To će, naravno, značiti da su novi akcionari na gubitku. U čijem interesu bi direktor trebao da djeluje? S tim u vezi postoji zakon koji reguliše trgovinu pri postojanju povjerljivih informacija.

Jasno je da HET ima implikacije na vrijeme emisije akcija. Međutim, vrijeme emisije novih akcija smatra se važnim samo zbog postojanja povjerljivih informacija. Sigurno je da vrijeme

nije bitno jer se pretpostavlja visoka ili niska cijena akcija. Nekada menadžeri nisu voljni da emituju nove akcije, recimo kada bi došlo do opšteg pada vrijednosti akcija, a voljni su da emituju nove akcije ako je došlo do porasta njihove cijene. Ako je to stvarni slučaj, onda se on smatra nelogičnim u odnosu na HET. Sekvence prethodnih cijena, koje su završile usponom ili padom, ne govore nam ništa o budućoj cijeni akcija. Prema HET-u, pokušaj prodora na tržište je u principu gubitak vremena. Prodaja finansijske aktive po cijenama koje se smatraju visokim na osnovu ranijih kretanja ne predstavlja jeftin izvor finansiranja. Cijena je visoka stoga što investitori u budućnosti očekuju visok prinos. Oni plaćaju ovu visoku cijenu, a kompanija treba da im obezbijedi dobre prinose da bi ih zadovoljila.

U odsustvu povjerljivih informacija pokušaj vremenskog lociranja emisije akcija u trenutku kada se smatra da će cijena na tržištu biti visoka smatra se gubitkom vremena.

Prodaja velikih blokova akcija

Druga oblast koja treba da bude interesantna finansijskim menadžerima je uticaj prodaje akcija na cijenu novih akcija. Može se pomisliti da nove akcije povećavaju ukupnu ponudu, a povećavanje ponude koja nije praćena povećanjem tražnje dovodi do pada cijene akcija. Izvjesni praktičari vjeruju da emisija novih akcija smanjuje cijenu, ali ako je tržište dovoljno veliko i efikasno da apsorbuje sve emitovane akcije, smatra se da će nova sredstva ostvariti barem prinose jednake prinosima postojećih sredstava, odnosno ne postoji logičan razlog zašto bi došlo do pada cijene akcije.

Cijena akcije će reflektovati raspoložive informacije. Stoga je važno da pri emisiji akcija tržište ostane uvjereno da će se nivo zarade održati. Ukoliko investitori vjeruju da direktori kompanija posjeduju povjerljive informacije koje utiču na vrijeme emisije novih akcija, onda će možda zahtijevati diskont (popust) na cijenu prije emitovanja akcija. Ukoliko vjeruju da je vrijeme emisije vezano za trenutak kada je cijena akcija na tržištu visoka, tada cijena akcija može pasti prateći novosti u vezi sa emisijom. Empirijski dokazi na ovu temu indiciraju da je tržište efikasno i da može apsorbovati velike emisije akcija kompanija bez smanjenja cijene akcija. Studija američkog tržišta koju je sačinio Scholes pokazuje da je prosječni efekat sekundarne ponude lagano smanjio cijenu akcija, ali da je veličina pada cijene bila nezavisna od veličine emisije.

Kupovine

Jedan od motiva za fuzije ili kupovine je postizanje dobitka usljed jeftine kupovine. To znači da direktor kompanije veruje da su akcije kompanije koja je preuzeta potcijenjene. U vezi s tim HET nam govori da cijena akcija treba da reflektuje javno raspoložive informacije. U principu, to se pokazalo i u praksi. Stoga, osim ako direktor kompanije koju preuzima posjeduje neku informaciju koja nije dostupna na tržištu, ne može se očekivati natprosječni prinos baziranjem politike preuzimanja na motivu pogodbe. U nekim slučajevima akcije kompanije koja se preuzima biće potcijenjene i akcionari će biti na dobitku, a u nekim slučajevima precijenjene, što će rezultirati gubicima. U prosjeku, cijena na tržištu će reflektovati unutrašnju vrijednost.

Finansijske nagrade

Ukoliko menadžeri znaju da tržište nije efikasno usljed toga što u kratkoročnim periodima pogrešno vrednuje akcije, imaće šansu za dobitak ako iskoriste taj podatak. Tržište će pretjerano reagovati na dobre kratkoročne podatke jer mu takve zarade pružaju ono što želi. Podacima o zaradi može se manipulirati na kratke staze. Menadžment može biti zabrinut za

investiranje sredstava u projekte koji ne pružaju mogućnost da se obezbijede profiti u ranijim fazama projekta. Sa stanovišta menadžera, projekti koji izgledaju dobro na kratke staze su atraktivniji od dugoročnih. U kratkom periodu preuveličane cijene akcija mogu rezultirati u bonusima, unapređenjima, ili u cijeni akcije koja se može koristiti kao osnova za strategiju preuzimanja. U krajnjem slučaju, visoka cijena sprečava preuzimanje koje namjerava sticatelj.

2.5. Šanse i rizici ulaganja u investicione fondove

*„Za novcem ne smijemo trčati,
moramo mu ići u susret.“*

Henry Ford

Polovinom septembra 2006. godine usvojen je Zakon o investicionim fondovima²⁴. Riječ je o jednoj, za naše prilike potpuno novoj finansijskoj instituciji. Da bismo mogli sagledati mjesto i ulogu investicionih fondova u našem finansijskom sistemu neophodno je prethodno istražiti pretpostavke za konstituisanje investicionih fondova te upoznati prirodu i način funkcionisanja ovih institucija.

Investicioni fondovi snažno utiču na cijenu kapitala a time i na ekonomski rast država, regija, ali i sveukupne svjetske ekonomije. Iskustva u vezi s investicionim fondovima razvijenih tržišnih zemalja prenosila su se i na tranzicione zemlje, pa i na Republiku Srpsku i Bosnu i Hercegovinu gdje su naročito imali važnu ulogu u procesu privatizacije. Snažan podsticaj razvoju investicionih fondova ostvaren je procesom vaučerske privatizacije gdje su punoljetni građani Republike Srpske mogli svoje vaučere uložiti i u neki od privatizacionih investicionih fondova. Zakonom²⁵ je 1998. godine bilo regulisano da će privatizacioni investicioni fondovi nakon pet godina prijeći u zatvorene investicione fondove. Danas se investicioni fondovi pojavljuju kao jedan od najvećih institucionalnih investitora. Oni su pokretač i jedan od bitnih indikatora razvijenosti finansijskog tržišta u međunarodnim razmjerama.

Raspravom na ovu temu nastojaćemo dati odgovore na nekoliko neminovnih pitanja:

- šta su, u stvari, investicioni fondovi,
- zašto ulagati u te fondove,
- koje vrste investicionih fondova postoje,
- kakva je razlika između njih,
- kako funkcionišu, i slično.

Da bismo, u skladu s prethodnim, ispunili očekivanja, raspravu ćemo usmjeriti na neka pojmovna razgraničenja, osnovna obilježja investicionih fondova, njihov značaj, vrste i način funkcionisanja i perspektive investicionih fondova kod nas.

2.5.1. Neka pojmovna razgraničenja

Tokovi transformisanja finansijske štednje odvijaju se putem finansijskog sistema, gdje su pojedinci (stanovništvo), preduzeća i država i na strani ponude (suficitarni subjekt) i na strani tražnje (deficitarni subjekt). Suficitarni subjekti su oni čiji su prilivi gotovinski, u određenom vremenu, iznad gotovinskih odliva i pri tome imaju određeni nivo štednje koji se plasira u različite finansijske instrumente, evidentirane na strani **aktive bilansa**. S druge

²⁴ Zakon o investicionim fondovima, „Službeni glasnik Republike Srpske“, 36/06.

²⁵ Član 56. Zakona o privatizaciji državnog kapitala, „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj: 24/98, 63/02, 67/05.