



Prof. dr Vuk Ognjanović

Fakultet za menadžment u
saobraćaju i komunikacijama Berane
profesorognjanovic@hotmail.com

RELEVANTNI ASPEKTI ULAGANJA U HARTIJE OD VRIJEDNOSTI

Rad primljen: 09.12.2011.
Odobren za štampu: 19.01.2012.

Rezime

U uslovima mladih portfolio tržišta, i posebno u prisustvu needukovane publike, izuzetno je važno korektno vrednovanje hartija od vrijednosti. Pri tome, u svakoj koncepciji vrednovanja, prioritet ima odgovornost za zaštitu investitora. Kvalitet finansijskog izvještavanja, odnosno poslovni pokazatelji emitenata hartija od vrijednosti, te i nalazi revizorskih institucija, imaju u procedurama donošenja odluka o investiranju u hartije od vrijednosti, poseban i naglašen autoritet i značaj. Na ravni te iste "dubinske" odgovornosti, nalaze se i instrumenti, mehanizmi i institucije koje regulišu trgovanje vrijedonosnim papirima. Upravo, adekvatno vrednovanje hartija od vrijednosti, podrazumijeva korišćenje racionalnih elemenata jednog efikasnog i pravednog sistema trgovanja, a i upotrebu objektivnih informacionih šema i računarskih tehnologija. Ako je protok pouzdanih tržišnih informacija prekinut, tj. ako je transparentnost tržišta na niskom nivou, uvijek trpi kvalitet odluka o investiranju. U tom kontekstu, osnovni principi trgovanja, kao i kretanja berzanskih cijena, neposredno utiču na formiranje i konstitisanje opštih obrazaca za procjenjivanje boniteta hartija od vrijednosti, a samim tim, i za procjenu bitnih elemenata odluke o kupovanju ili prodaji hartija od vrijednosti.

Obzirom da su sve analitičke podloge zasnovane, uglavnom, na pređašnjim informacijama, a da je tržište vredonosnih papira podložno uticaju mnogobrojnih faktora, treba uvijek računati s tim, da ono što se očekuje i predviđa, može i da se ne desi. Zato su za donošenje zdravih odluka o ulaganju u hartije od vrijednosti, pored naznačene strukture relevantnih elemenata, potrebni poštenu revizorski izvještaji, društvena odgovornost emitenata, odnosno dosledna primjena etičkih principa u trgovanju, ali i iskustvo, intuicija i inteligencija investicionih i portfolio menadžera.

Ključne riječi: hartije od vrijednosti, vrednovanje, zaštita investitora, finansijski izvještaji i prospekti, principi trgovanja, opšti obrasci za procjenjivanje vrijednosti, međunarodni standardi, intuicija

JEL klasifikacija: D80, G10, G12, G14, G17

Summary

In an environment of young portfolio markets, and especially in the presence of an unenlightened public, it is very important to evaluate securities correctly. In doing this, in every valuation concept, the priority is to be vested on the investor protection liability. The quality of financial reporting, i.e. business indicators of the securities issuers, and also the findings of auditing institutions, have an outstanding and definite authority and importance in the procedures of decision making on investment in securities. On the level of that same "in depth" responsibility are to be found the instruments, mechanisms and institutions which are regulating securities trading. Actually, an adequate securities evaluation implies application of rational elements in an efficient and equitable trading system, but also the use of objective information schemes and computer technologies. If the flow of reliable market information is disrupted, i.e. if the market transparency is at a low level, it will be the quality of investment decision always to suffer. In this context, the main trading principles and the movement of stock market prices, will have a direct impact on the pattern and setting up of general forms for the securities solvency rating, and thus for the assessment of significant elements in the securities buying or selling decision.

Mindful of the fact that all the analytic grounds are mainly based on past information and that securities market is susceptible to impacts of multiple factors, it must always be borne in mind that what is expected or predicted may, but also may not, materialise. Thus for making sound decision on investment in securities, in addition to the mentioned structure of the relevant elements, what is needed are fair auditing reports, corporate social responsibility of issuers, i.e. a reliable application of ethical trading principles, but also experience, intuition and intelligence of investment and portfolio managers.

Kew words: securities, evaluation, investor protection, financial reports and prospectus, trading principles, general evaluation forms, international standards, intuition.

JEL Classification: D80, G10, G12, G14, G17

Prof. Vuk Ognjanović PhD

Faculty of Management in
Communications, Berane
profesorognjanovic@hotmail.com

SOME RELEVANT ASPECTS OF INVESTMENT IN SECURITIES

Paper received: 09.12.2011

Approved for publishing: 19.01.2012

U transakcijama na savremenom finansijskom tržištu, uglavnom, dominira intrigantni i često zbunjujući svijet hartija od vrijednosti. Očigledno, radi se o složenim i kontravernim proizvodima finansijskog tržišta. Inače, finansijsko tržište je praktično otvoreno 24 časa, a na njemu se sučeljavaju milioni različitih interesa, namjera, ciljeva: emitenata, akcionara, sudionika, menadžera, povjerilaca, zaposlenih radnika, kupaca, potrošača, poreskih vlasti, raznorodnih agencija i posrednika, državnih organa... Tu se može trgovati vrlo heterogenom strukturom hartija od vrijednosti, te posebno akcijama i/ili obveznicama različitih (i prosperitetnih i problematičnih) privrednih društava, velikih korporacija, javnih preduzeća, država. U tim konsideracijama, zbog dejstva više faktora - ekonomskih, političkih, psihoholoških, socijalnih, nepredvidivih, i drugih, nikad nije bilo, niti će ikad biti lako vrednovati, odnosno utvrditi objektiviziranu cijenu hartija od vrijednosti.

Pristupna razgraničenja

U procedurama vrednovanja hartija od vrijednosti, potrebno je, prije svega, dobro razumjeti dvije ključne premise, odnosno dva važna aspekta vrijednosti ovih pisanih isprava. Prvo, i za vrednovanje posebno zanimljivo, radi se o nekom prenosivom imovinskom pravu. I drugo, to prenosivo imovinsko pravo se ne može ni ostvariti ni prenijeti bez posjedovanja predmetne hartije od vrijednosti, tj. pisane isprave. Dakle, te pisane isprave "nose" sobom neko imovinsko ili lično pravo, a postojanje i ostvarivanje tog prava, neposredno je "spojeno" i "vezano" za posjedovanje same pisane isprave, tj. za posjedovanje predmetne hartije od vrijednosti. Jednostavno, ovdje važi princip da vrednosni papir može biti isporučen samo nakon izvršenog plaćanja, odnosno princip po kome se korektnim informativnim povezivanjem smanjuje sistemski rizik i opasnost da neko može kupiti vlasničku hartiju od vrijednosti bez obezbijeđenih likvidnih sredstava.

Taj kontekst konsideracija, uz različite činidbe kao što su: zastarijevanje, amortizacija, otkup, sudsko poništavanje, i sl., a zatim i kretanja ponude i potražnje za određenim

hartijama od vrijednosti na tržištu, u osnovi je okvir u kojem se inaugurišu pokazatelji i elementi za ocjene i procjene aktuelnih i budućih vrijednosti hartija od vrijednosti uopšte. Pored toga, principijelno, na procedure vrednovanja i kretanje cijena hartija od vrijednosti, snažno utiču i tendencije rasta ili pada društvenog proizvoda, kao i drugi parametri ekonomskog (privrednog i finansijskog) i socijalnog, te moralnog zdravlja u zemlji i okružanju.

Procedure vrednovanja hartija od vrijednosti zahtijevaju transparentne mehanizme trgovine. U tom cilju, regulatorna tijela obično insistiraju da se što veći dio aktivnosti trgovanja obavi posredstvom "organizovanih" tržišta, tj. na berzanskim "parketima". U stvari, radi se o naporima i aktivnostima koje imaju za cilj: formiranje mehanizma za utvrđivanje cijena hartijama od vrijednosti, odnosno za otvaranje mogućnosti za sticanje vlasničkih prava u vidu dematerijalizovanih vrijednosti.

K tome, aktivnostima za sprečavanje mogućnosti arbitriranja na osnovu veće ili manje informisanosti, kao i različitim tehnikama aukcija u trgovini hartijama od vrijednosti, teži se cilju koji podrazumijeva isključivanje mogućnosti da neko posredstvom javnog mehanizma bude obmanut ili izmanipulisan. Zapravo, prvi i pravi interes i prioritet u svim ovim aktivnostima, mora biti promocija akcionarstva kao bitnog mehanizma u finansijskom sistemu za mobilizaciju kapitala. Odnosno, mora biti u funkciji ozbiljne institucije na finansijskom tržištu koju identifikujemo kao: zaštita investitora.

Finansijski izvještaji i vrednovanje hartija od vrijednosti

Da bi se donijele racionalne ocjene i odluke o upotrebi kapitala, tj. da bi se izvršilo korektno vrednovanje hartija od vrijednosti, odnosno o tome da li treba kupiti ili prodati određene hartije od vrijednosti, neophodna je ubjedljiva i kvalitetna finansijska analiza. Glavne podloge za Finansijsku analizu, kao i za izvođenje ključnih finansijskih indikatora, te za informisanje finansijske javnosti i potencijalnih investitora, nalaze se u finansijskim izvještajima i prospektima onih koji su emitovali hartije od vrijednosti. Otuda i visok stepen odgovornosti

In transactions taking place on the contemporary financial market, the predominantly intriguing and often confusing is the world of securities. Obviously it is a matter of complex and controversial financial market products. Notably, financial market is practically 24 hours in operation, and is a venue where millions of different interests, intentions and objectives are being challenged: those of issuers, shareholders, counterparties, managers, creditors, staff employed, buyers, consumers, tax authorities, various agencies and brokers, state authorities... It is a place where trading can be done in highly heterogeneous securities structure, and especially trading in shares and/or bonds of various (both those prosperous, but also those inconspicuous) corporate companies, large-scale corporations, public companies, and nation states. In the light of these considerations, because of the impact of several factors - economic, political, psychological, social, random, and others, it never was and it never shall be easy to evaluate, i.e. determine an objective price of securities.

Introductory differentiation

In the procedures of securities evaluation, it is primarily necessary to understand properly two key assumptions, i.e. two important aspects of value of these written documents. Firstly, and especially interesting for valuation purposes, is the fact that it is a question here of some transferable, negotiable, property right. And secondly, this transferable negotiable property right can neither be exercised nor transferred without the mediation of the relevant security, i.e. written document. Therefore, these written documents are "holding" in them a certain property or personal right, and the presence and exercise of this right is directly "linked" and "connected" with the possession of the written document itself, i.e. possession of the relevant security. Simply speaking, the principle applied here is the principle that the security can be delivered only after the payment has been effected, i.e. the principle prescribing that through the correct IT links systemic risk and danger is mitigated that someone may buy a security, a share, without providing for it adequate purchase liquid funds.

This considerations context, together with different other factors, such as: statute of limitation, depreciation, re-purchase, judicial annulment, and similar, but also trends in supply and demand for certain securities on the market, basically is the framework in which the indicators and elements are inaugurated for the evaluation and appraisal of both actual and future values of securities in general. In spite of this, however, in principle, procedures of evaluation and movements of securities prices are strongly impacted by the GDP growth or fall tendencies, as well as other parameters of the economic (commercial and financial), but also social health of the country and its neighbourhood.

The procedures of securities valuation require transparent trading mechanisms. To that end, regulatory bodies are usually insisting on having the major part of trading done through the mediation of the "regulated" markets, i.e. on the stock exchange "floors". In actual fact, they are the efforts and activities aimed at the formation of mechanisms for the securities pricing, i.e. for opening up of opportunities for acquiring ownership rights in the form of dematerialised values.

In addition, through the activities aimed at preventing arbitration opportunities on the basis of higher or lower information disclosure, and also through various auction techniques in securities trading, there is a tendency to achieve the objective which implies exclusion of the possibility for anyone to be manipulated or misled through the use of a public mechanism. Actually, the first and foremost interest and priority in all these activities must be the promotion of shareholding as a significant mechanism in the financial system for mobilisation of capital. In other words, it must be in the function of a serious concept on the financial market which we identify as: investor protection.

Financial reports and valuation of securities

In order to make rational estimates and decisions on the use of capital, i.e. in order to conduct a correct valuation of securities, or decide whether certain securities should be

kako samih emitenata, tako i regulatornih i kontrolnih organa (posebno revizora), za istinitost podataka u finansijskim izvještajima.

Analiza finansijskih izvještaja u povodu vrednovanja hartija od vrijednosti, zavisno od posebnih interesa analitičara, uvijek uključuje upotrebu više i različitih finansijskih indikatora. Iz glavnih finansijskih izvještaja (bilans stanja, bilans uspjeha, godišnji završni računi, izvještaji o promjenama u tokovima kapitala, i dr.), zavisno od tipa hartije od vrijednosti, mogu se formirati različiti finansijski indikatori: indikatori likvidnosti, indikatori efikasnosti, indikatori o aktuelnom i mogućem stepenu zaduženosti, indikatori profitabilnosti i politici raspodjele ostvarene dobiti u predhodnom periodu, indikatori pokrivenosti i servisiranja obaveza, indikatori deviznih efekata, i sl.

Realno je međutim, imati u vidu da ni jedan finansijski odnos iz predhodnog perioda, nije dovoljan sam po sebi za stvarno ocjenjivanje finansijskog stanja privrednog društva, odnosno za donošenje pouzdane ocjene o vrijednosti hartije od vrijednosti koju je to privredno društvo emitovalo. Razumne ocjene se mogu donijeti uz grupu odnosa i racia, te i njihove racionalne međusobne koordinacije. Uz to, upotrebljivost te skupine indikatora za procjenu vrijednosti određenih vrednosnih papira, zavisi od vještina i iskustva, tj. od finansijske inteligencije investicionih i portfolio menadžera koji ih koriste.

Finansijski odnosi, sami za sebe, nijesu mnogo korisni. Zapravo, oni se moraju strukturirati i analizirati u doslednoj komparativnoj projekciji vrijednosti. Naime, bitna su upoređenja jednog privrednog društva sa sličnim privrednim društvima kako u neposrednom okruženju tako i u međunarodnim relacijama, odnosno sa prosječnim vrijednostima analiziranih indikatora tokom vremena. Jedino takva poređenja otkrivaju najznačajnije dokaze za pouzdanost ocjena o promjenama i trendovima u finansijskom stanju i uspjehnosti konkretnog privrednog društva - emitenta određene hartije od vrijednosti.

Sistemi trgovanja i vrednovanje hartija od vrijednosti

Koncipiranje dobrih metoda vrednovanja hartija od vrijednosti, nije moguće bez dobrog poznavanja sistema trgovanja na određenom finansijskom tržištu.

Principijelno, postoje dva tipa trgovinskih mehanizama, odnosno dva tipa tržišta hartija od vrijednosti: na berzi - dilerska tržišta (preko berzanskih senzala), te tržišta koja se koriste javnim licitacijama. Mora se međutim podvući, da je ova razlika suviše oštra, pa i u savremenim interpretacijama cjeline sadržaja tržišta hartija od vrijednosti, možda nepotrebna. Naime, savremena tržišta, s ciljem da zadovolje potrebe mnoštva investitora i investicionih zajednica na domaćem i međunarodnom planu, poprimaju elemente ova oba trgovinska mehanizma. Upravo te okolnosti čine, da je izgrađivanje efikasnog i pravednog sistema trgovanja hartijama od vrijednosti, i uz inovacije u komunikacijama i računarske tehnologije, izuzetno kompleksno i teško pitanje.

Na oba tipa tržišta, neprekidno se dešavaju promjene cijena i promjene mogućnosti transakcija sa hartijama od vrijednosti.

Na berzanskim (dilerskim) tržištima dominantno je nastojanje da se poveća likvidnost.



bought or sold, it is necessary to have a credible and high quality financial analysis. The main fundamentals for financial analysis, and for the introduction of key financial indicators, but also for informing the financial public and potential investors, can be found in financial reports and prospectus of those who had issued securities. Hence a high degree of responsibility rests both with the issuers themselves, and with the regulatory and control bodies (especially auditors), for the accuracy of data presented in financial reports.

The analysis of financial reports for purpose of evaluation of securities, depending on particular interests of the analysts, always implies the use of several different financial indicators. On the basis of the main financial reports (balance sheet, profit and loss statement, annual final account, reports on changes in capital flows, etc.), depending on the type of security, different financial indicators may be formed: liquidity indicators, efficacy indicators, indicators of the actual and possible level of indebtedness, profitability indicators, and policy of gains and profit distribution in the preceding period, indicators of coverage and liabilities servicing, foreign exchange effects indicators, etc.

It is realistic to bear in mind, however, that

none of the financial ratios from the past period is sufficient in itself for a real evaluation of the financial position of a business company, i.e. for making a credible estimate on the value of the security which the business company in question had issued. Reasonable estimates may be made with a group of coefficients and ratios, and through their mutual rational coordination. In addition, practicality of this set of indicators for the estimation of value of certain securities will depend on the skills and experience, i.e. on the financial intelligence of investment and portfolio managers who use them.

Financial ratios, by themselves alone, are not of much use. Actually they must be structured and analysed in a consistently comparative projection of values. Namely, what is significant are the comparisons of one given business company with similar business companies both in the immediate neighbourhood, and in the international relations, i.e. with the average values of analysed indicators over time. Only such comparisons will disclose the most significant evidence supporting credibility of estimates on changes and trends in the financial position and success of a concrete business company - the issuer of the given security.

Trading systems and securities evaluation

Conceiving good methods for securities valuation is not possible without a good knowledge of the trading system on a given financial market.

In principle, there are two types of trading mechanisms, i.e. two types of securities markets: trading on the stock exchange - dealer markets (through the stock brokers), and markets using public auctions. It must be noted, however, that this distinction may be too strong, and in contemporary interpretations of the entirety of contents of the securities market, even perhaps unnecessary. Namely, modern markets, aiming to satisfy the needs of a multitude of investors and investment communities, both on the domestic



Prije svega, putem dvosmjernog određivanja cijena, odnosno tako što grupa berzanskih senzala (ditera) zaduženih da drže cijene na određenom nivou, tj. da kupuju i prodaju samo kad cijene hartija od vrijednosti dostignu određeni nivo, da su stalno u pripravnosti i spremnosti da određuju cijene u prihvatljivim tržišnim paketima, odnosno da djeluju kao ovlašćeni nadzorci u poslovima na tržištu.

Na tržištima koja djeluju putem javnih licitacija, težište je na efikasnoj proceduri otkrivanja stabilnih cijena. Obično se to radi tako, što se zahtijeva da se svi nalozi stave u odnos da djeluju jedni na druge. Ovdje se trgovina uglavnom obavlja preko brokera. Oni primaju naloge da kupuju ili prodaju hartije od vrijednosti u ime klijenata. Prema tome, na ovom tržištu, kretanje cijena se utvrđuje na osnovu naloga klijenata, a ne prvenstveno od strane tržišnih posrednika.

Važna je u ovom kontekstu još jedna konsideracija. Naime, kako berzanski trgovci "zaduženi" za održavanje cijena, obično posluju s velikim institucionalnim investitorima, oni često na sebe preuzimaju ulogu koja je nesrazmjerna vrijednosti kapitala koji stoji iza njih. Zbog toga upravo, ovaj tip tržišta ima sklonost da "proizvodi" veće i složenije rizike od čistih licitacija.

Dakle, iz ove perspektive, moguće je ocijeniti, da je sistemski rizik veći na berzanskim - dilerskim tržištima nego na tržištima isključivo zasnovanim na javnim licitacijama. Naravno, to nijesu dovoljni argumenti da se berzanska - dilerska tržišta zamijene javnim licitacijama, ali su to elementi "ranog upozorenja" da se pažnja realno usmjeri na mogućnosti upravljanja rizicima od strane tržišnih posrednika koji su "zaduženi" za održavanje cijena.

Iskustva iz kriza na međunarodnim finansijskim tržištima tokom osamdesetih i devedesetih godina prošlog, te posebno krajem prve decenije tekućeg stoleća, ukazuju da su se napetosti i pukotine, pa i lomovi, jednako pogodile oba tipa tržišta. Pokazalo se, da je likvidnost do izvjesne mjere iluzorna na oba tržišta. Bilo je naloga koji su ostali neizvršeni, a sistemi koji su u normalnim prilikama pružali blagovremene i tačne informacije učesnicima na tržištu su zatajili. Sistemi kotiranja cijena na berzanskim - dilerskim tržištima su postajali

preopterećeni, kvote su počinjale da kasne, pa su berzanski posrednici proširivali raspone između ponude i potražnje, a i smanjivali vrijednost prihvatljivih tržišnih paketa i odustajali od otvaranja novih pozicija. Bilo je na nekim berzama i proglašavanja tzv. "brzih tržišta", tj. situacija u kojima se od berzanskih ditera ne traži da stoje iza predhodno "dogovorenih cijena".

I tržišta koja djeluju putem licitacija, imala su takođe slične, pa i velike probleme. Visok stepen nepostojanosti cijena hartija od vrijednosti, izazvao je dodatne i ozbiljne gubitke gotovo za sve učesnike na tržištu, pogotovu za male investiture. Uska grla u svakoj fazi trgovanja hartijama od vrijednosti su postala očigledna: kašnjenja izvršenja naloga je postalo dramatično, likvidnost tržišta je bila na niskom nivou, jer je mnoštvo kupaca hartija od vrijednosti "ostajalo" po strani očekujući da se cijene ustale prije nego izađu na tržište... Jednostavno, sve je to bila scena koja daje zbunjujuće signale o cijenama hartija od vrijednosti, a i "nudila" očekivanja da će ugovaranja biti primamljivija kasnije.

Ozbiljna koncepcija optimalne strukture tržišta hartija od vrijednosti, mora da računa s tim da se mnoge transakcije s hartijama od vrijednosti, naročito obveznica, odvijaju van berzanskih prostora. Ta činjenica realno može da zabrinjava kako na sistemskoj, tako i po drugim osnovama. Recimo, na taj način se smanjuje transparentnost tržišta, a u prisustvu tih okolnosti, interne zloupotrebe i duge forme tržišnih manipulacija sa hartijama od vrijednosti je izuzetno teško otkriti, i dr.

Objektivno, regulatornim organima bi bilo mnogo lakše pratiti transakcije s hartijama od vrijednosti ako bi se sve obavljale na zvaničnim berzanskim tržištima. Za takvo rješenje, u savremenoj međunarodnoj privredi i finansijama, bio bi neophodan vrlo dosledan međunarodni konsenzus. Međutim, na savremenim i kontraverznim globalizovanim i monopolizovanim finansijskim tržištima, nije realno moguć takav međunarodni konsenzus. Veliki međunarodni posrednici i multinacionalne korporacije, bar kada se ima u vidu njihova aktuelna filozofija poslovanja i sticanja profita, neće se nikad odreći "slobode" da većinu transakcija obavljaju van berzanskih tržišta.

and on the international level, acquire the elements of both of these trading mechanisms. These are the circumstances that are actually rendering the construction of an efficient and equitable system of securities trading, albeit with all the innovations in communications and computer technology, an extremely complex and difficult endeavour.

Both of these types of markets are permanently experiencing movements in prices and changes in securities transaction options.

On the stock markets (dealer markets) there is a predominant strive for a boost in liquidity. This is primarily done by a two-way pricing, i.e. through a group of stock brokers (dealers) tasked with keeping prices on a certain level, i.e. buying and selling only when securities prices reach a certain level, keeping constantly ready and alert to fix prices within acceptable market blocks, i.e. prepared to act as authorised ordering party for market trading.

On the markets trading through public auctions, the focus is on an efficient procedure for identifying stable prices. Usually, the procedure is to request all the orders to be placed in a form producing their mutual interaction. Trading is conducted here mainly through the brokers. They receive orders to buy or sell securities in the name of the client. Hence, price movement on this market is determined on the basis of the clients' orders, and not primarily by market brokers.

In this context, there is yet another important consideration to be made. Namely, as the stock market traders, "in charge" of price maintenance, usually are dealing with major or large-scale institutional investors, they often take upon themselves the role which is disproportionate to the capital value backing their trading. This is actually the reason why this type of market has the tendency to "produce" higher and more complex risks than pure auctions do.

Consequently, from this perspective it is possible to find that systemic risk is higher on the stock markets - dealer markets than on the markets exclusively based on public auctions. Undoubtedly, these are not sufficient arguments to cause stock markets - dealer markets to be replaced by public auctions, but they do stand as "early warning" elements calling for the

attention to be realistically directed towards the options for risk management by the market brokers "in charge" of price maintenance.

Experience gained from the crises on the international financial markets during the 1980s and 1990s, and especially during the end of the first decade of this century, indicates that the tensions and cracks, and even turbulences and crashes have equally struck both types of markets. It appeared that liquidity, up to a certain point, is an illusion on both markets. There were orders that remained unexecuted, while systems that were in normal circumstances offering timely and accurate information to the market players, failed to deliver. Price quotation systems on stock markets - dealer markets, became overloaded, quotes were delayed, and stock brokers expanded ranges between supply and demand, while lowering the value of acceptable market stock blocks, at the same time renouncing on the opening of new positions. In case of some stock markets, there was even declaration of the so-called "fast market", i.e. situation when stock market dealers are not required to uphold previously "agreed prices".

Markets trading through auctions have also experienced similar and even bigger problems. High degree of securities price volatility caused additional and substantial losses impacting almost all of the market participants, especially small investors. Bottle-necks in every securities trading phase became evident: delays in filling of orders became dramatic, while market liquidity was at a low level because a multitude of securities buyers "remained" sidelined while waiting for prices to stabilise before venturing on the market... Simply speaking, all this presented a scene that was sending confusing signals about prices of securities, while "offering" expectations that contracting will be more attractive later on.

A serious concept of an optimum securities market structure must take into consideration that many securities transactions, especially in bonds, are taking place over the counter. This fact really is the cause for concern both regarding the systemic, but also other grounds. Let us assume that it is lowering market transparency, yet in the presence of such circumstances internal misuse or misappropriation and other

Ipak, ne treba odustajati od bitke za transparentnost međunarodnog tržišta hartija od vrijednosti. Ona je bitna i korisna i za investiture, i za posrednike, i za vlasti pri utvrđivanju rizika u rukovanju s hartijama od vrijednosti. Ona je nesporno, iz više razloga, kao i likvidnost i racionalnost troškova, neophodna osobina svakog sistema trgovanja i svakog konkretnog trgovinskog aranžmana. Zbog toga, ne odustajući od osnovne ideje, u nacionalnim zakonodavstvima vrijedi činiti ono što je moguće: Zakonom nametnuti obavezu podnošenja dobro struktuiranog izvještaja o obavljenoj trgovini s hartijama od vrijednosti, postignutim cijenama i drugim uslovima u transakcijama koje se obavljaju van organizovanog berzanskog tržišta.

Okvirni - opšti obrasci kretanja cijena hartija od vrijednosti

Sistemi trgovanja hartijama od vrijednosti, te posebno njihov razvoj u poslednjih tridesetak godina, doveo je do konstituisanja različitih tržišnih struktura i specifičnih "proizvoda" imanentnih finansijskim tržištima. Struktura ovih "proizvoda" i njihovo kontraverzno djelovanje, dala je sekundarnom finansijskom tržištu neku vrstu mistike u očima velikog broja investitora i široke publike.

I zaista, pronicanje u suštinu njihovog funkcionisanja je i teško i nepouzdan. Napori da se pronikne suština funkcionisanja finansijskog tržišta, te posebno tržišta hartija od vrijednosti, motivisana je, prije svega težnjom da se ovlada vještinama za prepoznavanje tržišnih "zakonitosti" (koje imaju privid prirodnih zakona), odnosno da se u tržišnim operacijama realizuje očekivana diferencijalna dobit. Istovremeno, ova vrsta težnji i napora je i u funkciji savladavanja rizika ulaganja.

Klasične i inovirane - modernizovane analitičke aparature, te zatim savremena tehnologija i sve odgovornija regulative finansijskog tržišta, pružaju mogućnosti da se revitalizuje dejstvo stihijskih zakonitosti tržišta. Naravno, rizici se ne mogu potpuno ukinuti, ali se od ulaganja napora za potpunim razumijevanjem nekih bitnih determinant u funkcionisanju tržišnih zbivanja, ne treba odustajati.

Finansijsko tržište, bez obzira što "formira" neke samosvojne zakonitosti, u osnovi dijeli sudbinu fundamentalnog proizvodnog procesa. Naime, zbivanja u sferi proizvodnje, neposredno i snažno utiču na tržišni process u cjelini. Zapravo, razvoj novih proizvodnih struktura uvijek nađe svoje "proizvode" na finansijskom tržištu. Uostalom, dobro je poznato, da upravo dva glavna finansijska tržišta, tržište kapitala i tržište derivata, moćno pokreću impulse i resurse samog proizvodnog procesa.

Sama dinamika finansijskog tržišta je pod neposrednim uticajima dva osnovna obrasca ponašanja investitora: obrazac koji označava tzv. ponašanje bikova (Bull Market), te obrazac koji demonstrira tzv. ponašanje medveda (Bear Market).

Kretanja na finansijskom tržištu koja se označavaju kao ponašanje bikova, po pravilu, predstavljaju obrazac, odnosno situacije u kojima investitori kupuju finansijske instrumente i različite hartije od vrijednosti, očekujući rast njihovih cijena u budućnosti. Naravno, usaglašene aktivnosti investitora na tržištu, načelno i dovode do rasta cijena predhodno kupljenim instrumentima, tj. predmetnim hartijama od vrijednosti.

Kretanja na tržištu koja se identifikuju kao ponašanje medveda, principijelno, označavaju obrazac u kome dominiraju očekivanja da će cijene hartijama od vrijednosti, tj. finansijskim instrumentima padati. Praktično, to su situacije kada investitori prodaju da bi kasnije kupili po nižoj cijeni. Obično se radi o "režiranim" tzv. "kratkim ciklusima" zbivanja na tržištu, mada tržište dobro poznaje i tzv. "duge cikluse" opšteg rasta ili pada cijena finansijskim instrumentima. Uz to, tržište poznaje i krizne periode, odnosno njegova često nepredvidiva kretanja.

U vezi s cjelinom konsideracija po ovom tragu, potrebno je međutim primijetiti, da svi ovi obrasci ponašanja, u stvari, potvrđuju glavna obilježja, tj. glavna - fundamentalna svojstva savremenih finansijskih tržišta. Zapravo, njegovu kolebljivost, nestabilnost, volatilitnost (engl. Volatility).

Cijene hartija od vrijednosti koje se formiraju na finansijskom tržištu, načelno, svakom investitoru bi trebalo da daju informacije: o prinosu hartije od vrijednosti koju posjeduje ili koju namjerava da kupi (1), o relativnom

forms of securities market manipulation are extremely hard to identify, etc.

Objectively speaking, regulatory authorities are having a much easier task when monitoring securities transactions when and if they would be conducted on the official stock markets. For such an arrangement, in the modern international economy and finance, what would be required is a very reliable international consensus. On the modern and controversial globalised and monopolised financial markets, however, it is not realistic to assume that such an international consensus is possible. Major international brokers and multinational corporations, at least when we recall their actual business philosophy and profit making, never will renounce of the “freedom” to conduct majority of their transactions over the counter.

Nevertheless, one should not renounce on the struggle for transparency of the international securities market. It is significant and beneficial both for investors and for brokers, but also for authorities when assessing risks in securities trading. Undoubtedly, and for several reasons, not unlike liquidity and cost efficiency, it is a necessary feature of every trading system and of every concrete trading arrangement. Hence, without renouncing on the basic idea, in the national legislature it is worth to invest efforts in what is possible: Impose a legal obligation for presenting a well structured report on the securities trading transaction, prices achieved, and other particulars on transactions conducted over the counter.

Tentative - general patterns of securities prices movements

Securities trading systems, and especially their development over the last thirty years, brought about constitution of different market structures and specific “products”, imminent for financial markets. The structure of these “products” and their controversial function, gave the secondary financial market some form of a mystique in the eyes of a large number of investors and broader public in general.

Indeed, scrutinizing the core of their functioning is both a tedious and an unreliable affaire. The efforts to venture into the very essence of financial market functioning,

especially securities markets, remain primarily motivated by the drive to master skills for identification of market “forces” (acquiring the semblance of the laws of nature), i.e. the ability to achieve in market operations the anticipated differential gain. Concurrently, this kind of drive and effort is also in the function of overcoming the investment risk.

Classic and innovated - modernised analytic apparatus, followed by the state-of-the-art technology and growingly accountable financial markets regulatory framework, offer the opportunities to revitalise the action of random market forces. Certainly the risks can not be totally eliminated, but efforts invested in total understanding of some significant determinants in the functioning of market activities should not be abandoned.

Financial market, regardless of the fact that it is “forming” some indigenous forces of its own, basically is sharing the fate of the fundamental production process. Namely, the actions in the sphere of production are directly and powerfully impacting the market process in its entirety. Actually, the development of new production structures always finds its “products” on the financial market. It is well known that the two main financial markets, capital market and market of derivatives, are forcefully setting in motion impulses and resources of the production process itself.

The very dynamic of the financial market is under a direct impact of the two basic behavioural patterns of investors: the pattern designated as bullish (Bull Market), and the pattern designated as bearish (Bear Market).

Financial market movements that are designated as bullish, as a rule, are the pattern and situations when investors are buying financial instruments and various securities, with the expectation of their price growth in future. Coordinated investors’ activities on the market are certainly and in principle bringing about the growth of prices of the previously purchased instruments, i.e. the respective securities.

Market movements designated as bearish in principle are showing a pattern where the predominant expectations are that the price of securities, i.e. financial instrument, shall fall. In practical terms, these are the situations

odnosu sa cijenama drugih finansijskih instrumenata (2), te o očekivanim kretanjima cijena (3). Ovdje je razumno upozoriti, da je u procjenama tih očekivanja, uglavnom i uvijek eskontovan projektovani rezultat budućeg i pretpostavljenog proizvodnog procesa.

Takva struktura, odnosno takva funkcija cijene hartija od vrijednosti, otvara, prirodno, pitanje samog osnova formiranja cijena. Na toj ravni međutim, zanimljiva i relevantna su najmanje dva pristupa i jedno razgraničenje.

Prvi pristup, tzv. pristup čvste osnove, polazi od prepostavke da svako ulaganje, za svoju polaznu osnovu ima sadašnju, odnosno unutrašnju vrijednost (engl. Intrinsic Value) koja se obično izračunava na osnovu buduće vrijednosti tog ulaganja. Pri tome, ako tržišna cijena hartije od vrijednosti ili drugog finansijskog instrumenta, odstupa od njegove unutrašnje vrijednosti, stvara se jasan osnov za njegovu prodaju ili kupovinu. Naime, ako je tržišna cijena viša od unutrašnje, odnosno ako je priliv hartija od vrijednosti precijenjen, investitori će ga prodavati, a ako je potcijenjen investitori će ga kupovati sa očekivanjem da se njegova tržišna cijena izjednači sa unutrašnjom. Zapravo, kretanja na tržištu koja provociraju aktivnosti investitora, po pravilu, koriguju odstupanja tržišnih cijena od unutrašnje vrijednosti, tj. svodi sve cijena na unutrašnje vrijednosti. Dakle, obrazac investiranja u osnovi se svodi na pronalaženje odstupanja tržišne cijene hartije od vrijednosti od njene unutrašnje vrijednosti.

Inače, unutrašnja vrijednost hartije od vrijednosti ili drugog finansijskog instrumenta, zasnovana je na modelu diskontovanja budućih prinosa. Odnosno, unutrašnja vrijednost hartija od vrijednosti, nije ništa drugo do sadašnja - diskontovana vrijednost budućih prinosa hartije od vrijednosti ili drugog finansijskog instrumenta.

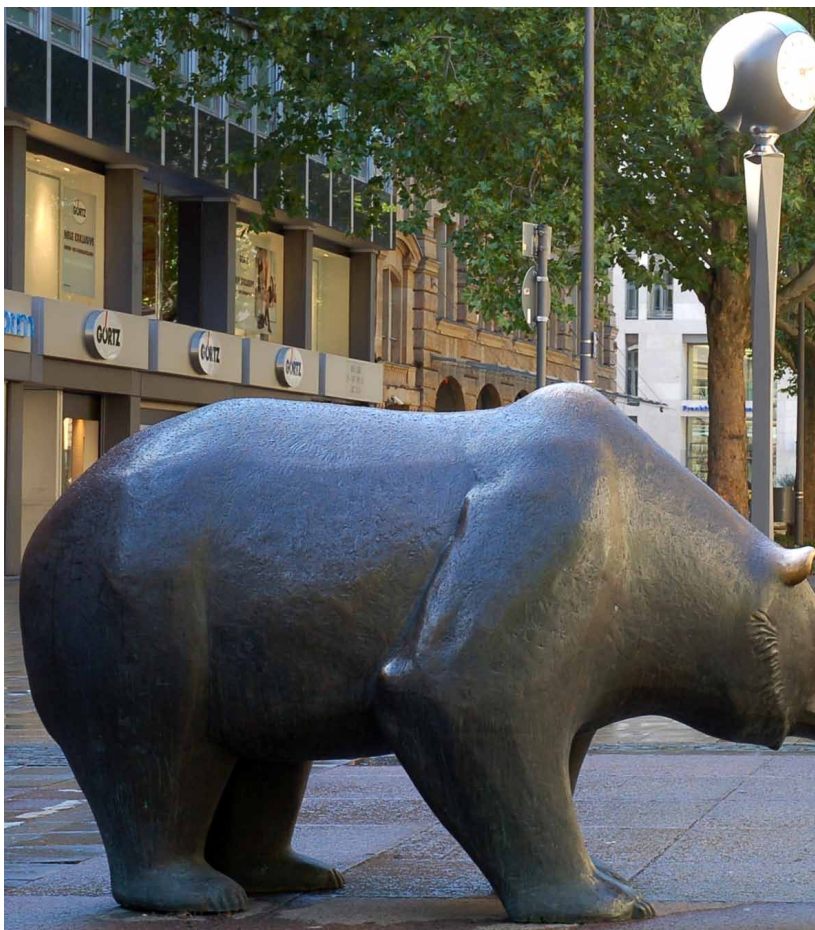
Drugi pristup, u osnovi se zasniva na psihološkim pretpostavkama. Taj, tzv. optimistički pristup često se vezuje za Kejnza i njegovu "Opštu teoriju kamate i novca". U stvari, u ovom pristupu se polazi od pretpostavke, da investitori ne mogu sa potrebnom sigurnošću da predvide buduće prihode emitenata hartija od vrijednosti, pa i

ne treba trošiti vrijeme da se dođe do sopstvenih procjena, već se osloniti na očekivanja, procjene i ponašanje većine investitora. Zapravo, polazi se od pretpostavke, da će cijena hartije od vrijednosti ili drugog finansijskog instrumenta, biti onakva kakvu je većina investitora očekuje.

Kao sastavni dio ovih pristupa, mogu se tretirati i relevantni elementi koje investitori "formiraju" primjenjujući različite aktivnosti za procjenu i predviđanje tržišnih kretanja. Riječ je o tehnikama i procedurama koje omogućuju investitorima da ostvare veći prinos od prinosa koji bi se mogao normalno ostvariti (uglavnom se radi o špekulacijama), ili o postupcima za zaštitu prinosa za koji se pretpostavlja da se može ostvariti (operacije osiguranja, hedžing).

Inače, dobra predviđanja kretanja na finansisijskom tržištu, mogu investitorima omogućiti da realiziju veću diferencijalnu dobit, odnosno, kako to investitori često tretiraju, da "tuku tržište". Realno, predviđanja kretanja na tržištu, mogu biti uspješna, ako se primijene adekvatne analitičke procedure, ili ako su na osnovu predhodnih kretanja utvrđene pravilnosti koje se objektivno moraju ponoviti ako uslovi tržišta ostanu nepromijenjeni.

U gledištima na mogućnosti predviđanja tržišnih kretanja, ima vrlo različitih polazišta i tretmana. Recimo, jedno polazi od korišćenja predikativnih svojstava tržišta, dok drugo



when investors are selling in order to buy, at a later date, at a lower price. Usually they are the “choreographed” so-called “short cycles” of market events, although the market knows very well also the so-called “long cycles” of the global growth or fall of prices of financial instruments. In addition, the market also knows periods of crisis, i.e. their often unpredictable movements.

Regarding the totality of considerations in this respect, it is worth mentioning that all of these behavioural patterns, actually, are confirming the main features, i.e. the main - fundamental characteristics of the modern financial market, or its volatility.

Prices of securities formed on the financial market, in principle, should be providing information to every investor on the following: the yield on security that he is holding or that he intends to buy (1); on relative ratio with prices of other financial instruments (2); and on the expected price movements (3). It is reasonable here to warn that in the forecasts of these expectations mainly and always the projected result of the future and forecasted production process is discounted.

Such a structure, i.e. such a function of securities price is opening up, naturally, the question of the very basis for the pricing. On this level, however, the interesting and relevant

are at least two approaches and one distinction.

The first approach, the so-called solid grounds approach, starts from the assumption that any investment has for its starting basis the present value, i.e. the internal Intrinsic Value, which is usually calculated on the basis of the future value of that investment. In this case, if the market value of a security or some other financial instrument deviates from its intrinsic value, a clear basis is formed for its sale or purchase. Namely, if the market value is higher than the intrinsic value, i.e. if the yield on security is overrated, investor shall sell it, and if it is underrated the investor shall buy it with the expectation that its market value will be equalised with the intrinsic value. In fact, market movements which are provoking investor activities, as a rule, are correcting deviation of market prices from the intrinsic value, i.e. are bringing down all the prices to the intrinsic value. Therefore, the investment pattern is basically brought down to the finding of deviations of the security’s market value from its intrinsic value.

In addition, the intrinsic value of a security or some other financial instrument is based on the model of discounting future yields. In other words, the intrinsic value of a security is nothing else but the present - discounted value of future yields on the security or some other financial instrument.

The second approach is based on the psychological assumptions. This approach, the so-called optimistic approach, is often associated with Keynes and his work “The General Theory of Employment, Interest and Money”. Actually, in this approach the starting point is the assumption that investors can not, with any necessary amount of certainty, predict future earnings of the securities issuers, thus time should not be wasted on coming up with one’s own predictions, but investors should rely on the expectations, forecasts and behaviour of the majority of investors. The point of departure here is the assumption that the price of a security or of some other financial instrument will be such as expected by the majority of investors.

The component parts of these approaches may be deemed to be also the relevant



koje brani “slučajna kretanja” na tržištu tu mogućnost negira. Ili, jedno gledište afirmiše (u procjenama) grafičko predstavljanje kretanja na tržištu, dok fundamentalni pristup izvodi kretanja cijena hartija od vrijednosti na tržištu iz dubljih ekonomskih procesa.

Zanimljivo je jedno relativno davno, no i aktuelno stanovište osnivača ugledne publikacije “Wall Street Journal” (Charles Dow) koje za predviđanje tržišnih kretanja koristi berzanske prosjeke (ovaj model je stekao “slavu” time što je njegovim korišćenjem predviđena berzanska kriza iz 1929.).

U ovoj koncepciji se prije svega, aktuelizuju primarna dugoročna kretanja koje provociraju bull ili bear ponašanja. Odnosno, kretanje se “čini” predvidivim, kada se iz kretanja najmanje dva tržišta dobiju prosječne vrijednosti i izvuku signali koji ukazuju na određeni obrazac kretanja. Pri tome, normalno je pretpostaviti da će to primarno kretanje trajati u periodu od četiri godine, ali i da će inducirati prelaz iz jednog u drugo ponašanje. Za razliku od primarnog kretanja, sekundarno kretanje traje od dvije sedmice do mjesec ili više dana, a obično se manifestuje kroz nagle fluktacije u cijenama ali u okviru primarnog trenda. Uostalom, svakodnevne promjene cijena na berzama su uobičajene, pa se u analizi predviđanja kretanja tržišta mogu zanemariti.

Ipak, može se zaključiti, da je ovo stanovište najprije i najviše osnova za analizu tržišta. Međutim, ne može se ignorisati ni njegov uticaj na formiranje kompleksnih podloga za operacije usmjerene na sticanje dobiti.

Egzistira u ovoj problematici i stanovište, koje zastupa stav da se buduće kretanje cijena hartija od vrijednosti na tržištu ne može predvidjeti na osnovu predhodnih kretanja. Odnosno, da se promjena cijena i smjer njihovih promjena, mogu samo slučajno predvidjeti.

Kretanje cijena na tržištu, kažu pristalice ovog gledišta, nezavisno je od bilo kakvih “dubljih faktora” (!?). To je rezultat efikasnog tržišta, tj. odraz svih raspoloživih informacija kojima investitori mogu raspolagati. A tržište je efikasno: ako svi investitori imaju korektan i besplatan pristup informacijama, ako su svi investitori osposobljeni da imaju jednaku sposobnost analize tržišta, te ako svi investitori prilagođavaju svoje porfolije tržišnim cijenama.

Jednostavno, na efikasnom tržištu, svaka nova informacija mora biti u potpunosti uključena u cijenu hartije od vrijednosti.

Inače, prema karakteru “uključenih” informacija, treba razlikovati: slabu efikasnost tržišta, koja pretpostavlja da cijene hartija od vrijednosti odražavaju prethodne cijene i istoriju trgovanja s tim finansijskim instrumentom, zatim srednju efikasnost tržišta, koja pretpostavlja da cijene hartija od vrijednosti izražavaju sve javno dostupne informacije, te jaku efikasnost tržišta, koja podrazumijeva da su u procedurama formiranja cijena uključene sve informacije koje su dostupne na tržištu, tj. i javne i insajderske informacije s kojima raspolazu samo povlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti.

Fundamentalna analiza ima ozbiljan prilaz procjeni kretanja cijena hartijama od vrijednosti na tržištu. Ona izvodi kretanja cijena iz konsideracija - međuzavisnosti i dejstava više faktora i to: indikatora o poslovanju emitenta hartije od vrijednosti, indikatora sa sektora opštih privrednih i finansijskih, pa i opštih društvenih - socioloških, moralnih i kulturnih zbivanja, kao i političkih okolnosti u neposrednom okruženju i šire. Naravno, fundamentalna analiza, ne zanemaruje ni realno relevantne psihološke faktore u analizi kretanja cijena.

Naime, objektivno, tržišna kretanja cijena, s različitim snagom i smjerom uticaja, uslovljavaju uglavnom slijedeći faktori: prihodi emitenta, koeficijent kapitalizacije akcija, isplata dividendi, prinos emitenta, tržišne kamatne stope, kretanja cijena robama i uslugama, zaposlenost, raspodjela nacionalnog dohotka, poreska i fiskalna politika u zemlji i kod glavnih spoljnotrgovinskih partnera, monetarno-kreditna politika i emisija novca, štrajkovi, političke okolnosti (ratovi, krize).

Očigledno, riječ je o analizi kretanja na više tzv. faktorskih tržišta. Treba međutim upozoriti, da veze i međuzavisnosti između ovih tržišta ne treba ni preuveličavati ni zanemarivati. Iskustvo potvrđuje, da ove analize daju uvijek određene zaključke o ispoljenim pravilnostima u kretanjima cijena na tržištu, o trendovima razvoja tržišta novca i tržišta kapitala, o drugim aspektima koji su relevantni za procjene i dinamiku kretanja na tržištu.

elements which the investors are “forming” by applying various activities to the assessment and forecasting of market movements. They are the techniques and procedures which allow investors to make higher yield than the yield which would normally be acquired (mainly it is a question of speculations), or procedures for protection of yield which is assumed as feasible to achieve (insurance operations, hedging).

Good forecasts for financial market movements may allow investors to make higher differential gain, i.e. what the investors are often treating as “beating the market”. In reality, market trends forecasts may be successful if adequate analytic procedures are applied, or if on the basis of past trends certain regularities are determined which must objectively appear again if the market conditions remain unchanged.

In the opinions given on the potential for market trends forecasting there are very different starting points and treatments. For instance, one of them starts from the use of predictive market features, while another one which defends “random movements” on the market disputes such an option. There is also a view that affirms (in forecasts) graphic presentation of market movements, while the fundamental approach draws conclusions on securities price movement on the market from deeper economic processes.

It is interesting to recall one relatively old past view, yet still actual, of the founder of the reputable publication the “Wall Street Journal” (Charles Dow), who is using for forecasting market movements stock market averages (this model gained “fame” by being used for the forecast of the stock exchange crash in 1929).

In this concept, actualisation is made firstly of the primary long-term movements which are provoking bullish or bearish behaviours. In other words, movement “appears to be” predictable when from such a movement at least two markets’ average values are obtained and signals are drawn out which point to a certain movement pattern. It is normal to assume here that this primary movement will continue well into the period of four years, but also that it will induce transition from one behaviour pattern into another. Contrary to the primary movement, secondary movement

is lasting from two weeks up to one month or a number of days, and is usually manifested through sudden price fluctuations, but within the scope of the primary trend. Anyhow, daily price changes on the stock markets are usual, so in the forecasting analysis for market trends this can be disregarded.

Nevertheless, it may be concluded that this view is primarily and mostly the basis for market analysis. However, neither can its impact be ignored on formation of more complex grounds for operations focused on making gains.

Within this subject matter the stance also prevails, which supports the view that future securities price movements on the market can not be predicted on the basis of past trends. In other words, the change in prices and the direction in which their change moves can only be accidentally predicted.

Movement of prices on the market, argue the supporters of this view, remains independent of any “deeper factors”. This is the result of the efficient market, i.e. a reflection of all the available information which is accessible to investors. And the market is efficient if all the investors are having a correct and free of charge access to information, if all the investors are qualified to have an equitable capability for market analysis, and if all the investors are adjusting their portfolio to the market prices. Simply speaking, on an efficient market any new information must be fully incorporated in the price of security.

In addition, according to the character of “incorporated” information, it is necessary to differentiate: poor market efficacy which assumes that prices of securities are reflecting past prices and the trading history in that same financial instrument; then a medium market efficacy which assumes that prices of securities are reflecting all publicly available information; and strong market efficacy which assumes that in the pricing procedures all information accessible on the market have been incorporated, i.e. both public information and those insider information available only to the preferential, privileged securities market participants.

Fundamental analysis has a serious approach to the assessment of securities price movements

Najzad, ove analitičke aparature, mogu ozbiljno uticati na ponašanje investitora i svih učenika u trgovini s hartijama od vrijednosti. Međutim, treba imati u vidu i konsideraciju, da ponašanja investitora i drugih učesnika u trgovini, koja su uglavnom motivisana težnjom ka povećanju diferencijalne dobiti, može i samo postati faktor uticaja na tržišna kretanja, odnosno na formiranje cijena i vrijednosti hartija od vrijednosti.

Mnogi analitičari ocjenjuju, da je upotreba različitih metoda predviđanja kretanja na tržištu, u stvari "građenje terena" za špekulativne operacije na tržištu kapitala. Hilferding je recimo pisao o berzi kao o inherentnom obliku špekulacije u izvornom smislu riječi, odnosno kao o "fundamentalnoj činjenici kapitalističkog ekonomskog i društvenog poretka i biznisa".

No, na povodu esencijalne tematike o vrednovanju hartija od vrijednosti, nije ovdje potrebno razmatrati pitanja kao što su: špekulativne i hedžing operacije, kupovine i prodaje finansijskih instrumenata na kredit, različite manipulacije na berzi (fiktivna prodaja, suprotni nalozi, glassine, pulovi, korneri, i dr.). Dovoljno je reći, da istorija berzi poznaje niz oblika manipulacija kojima se planski utiče na trgovinu radi ostvarivanja profita koji ne odgovara tržišnim uskovima.

Premise i činioци koji utiču na cijene akcija i obveznica

Na tržištu hartija od vrijednosti dominiraju akcije kao glavni vlasnički vredonosni papiri, te obveznice kao glavni dužnički finansijski instrumenti. Otuda i glavna pažnja za korektno vrednovanje upravo ovih hartija od vrijednosti.

Vrednovanje akcija, odnosno trgovanje akcijama na razvijenim finansijskim tržištima, u osnovi je priča o aktivnostima privrednih društava i korporacija kako bi se sačuvala realna vrijednost imovine. Pored toga, aktivnosti privrednih društava po ovom osnovu, često su motivisane težnjom da se relativno brzo i lako dođe do velikih zarada i profita. Međutim, složenost berzanskog poslovanja, te brojnost i nepredvidljivost faktora od kojih zavise cijene akcija, ne ostavljaju mnogo prostora onima koji utvrđuju vrijednost akcija, odnosno koji predviđaju kretanja u budućnosti. U tim

poduhvatima, skoro da su jednake šanse i berzanskim ekspertima i amaterima.

Cijena akcija je osnovni i najvažniji pokazatelj poslovanja privrednih društava i korporacija. Principijelno, kretanje cijena akcija pokazuje uspješnost i tržišno vrednovanje poslovanja privrednog društva. Istovremeno, to je najbolji indikator potencijalnim investitorima kada donose odluke o ulaganjima na berzi ili šire na finansijskom tržištu. Upravo, preko cijena akcija i promjena u obuhvaćenom vremenskom periodu, mogu se dobiti sve informacije od značaja za ocjenu kvaliteta poslovanja, za efektivnost i efikasnost upravljanja privrednim društvom, te i za budućnost emitenta - firme. Otuda i prirodan interes akcionara, menadžera i zaposlenih, da cijene akcija rastu i ostanu što duže na visokom nivou.

Pokušaji da se predvide kretanja cijena akcija na tržištu, iskustvo to potvrđuje, ostali su najčešće neuspješni. Bez obzira na mnogobrojne napore i nastojanja da se otkriju i utvrde neke zakonitosti funkcionisanja berzi, te da se bez rizika utvrdi okvir i smjer promjena cijena akcija, cijene akcija su ostale van ozbiljne kontrole.

Berzanska događanja u stvari, ukazuju na jedno poučno iskustvo: cijene akcija su nepredvidljive isto toliko koliko su nepredvidljivi i faktori koji na njih utiču. A broj tih faktora je zaista veliki: zarada kompanija, dividende, odnos cijene - zarade i predviđanje akcionarskih zarada, kamatne stope, prinosi obveznica, opšta privredna i finansijska situacija, pojedinačni ekonomski pokazatelji, stepen povjerenja između investitora i trgovaca, socijalne i političke prilike, mogućnosti štrajkova i nemira, očekivanja različite vrste, i dr.

Naravno, cijene akcija su promjenljive i izuzetno osjetljive na sve promjene ponude i potražnje na tržištu. Iz tih razloga, investitori i oni koji to namjeravaju da budu, suočeni su brojnim dilemama. Zato se i preduzimaju aktivnosti kako se predvidjeli osnovni tokovi i stepen promjena cijena akcija. U tom cilju, primjenjuju se odgovarajući metodi za vrednosnu kvantifikaciju mogućih faktora od kojih cijene akcija zavise, odnosno i matematičko izračunavanje budućih cijena akcija.

Osnovna poluga svih metoda koje se koriste, u osnovi je diskontovanje, tj. pretvaranje u

on the market. It draws price movements from the consideration - interdependence and action of several factors, as follows: business indicators of the security issuer, indicators from the general economic and financial sectors, but also global ones - social, ethical and cultural developments, as well as political situation in the immediate neighbourhood and more broadly. Fundamental analysis, of course, does not neglect realistically relevant psychological factors in the price movement analysis.

Namely, objectively speaking, market price movements, with different force and direction of impact, are mostly caused by the following factors: revenues of the issuer, shares capitalisation ratio, payment of dividends, yield of issuer, market interest rates, price movements in goods and services, employment, national income distribution, tax and fiscal policies in the country, and in countries of the main foreign trade counterparts, monetary and crediting policies, and national currency issue, strikes - industrial action, and political circumstances (wars, crises).

Obviously it is a question here of the movements analysis on a number of the so-called factor markets. Warning should be given here that connection and interdependence between these markets should neither be overrated nor neglected. Experience has shown that these analyses are always producing certain findings on the manifested regularities in the market price movements, on development trends of the money market and capital market, and on some other aspects which are relevant for assessment and dynamics of the market movements.

Finally, these analytic appliances may seriously impact investor behaviour and that of all the securities market participants. However, consideration to be also borne in mind is that the behaviour of investors and other trading participants, who are mainly motivated by a strive towards increasing differential gain, may in itself become a factor of influence on the market movements, i.e. on pricing and fixing value of securities.

Many analysts argue that the use of different market movement forecasting methods is in fact "preparing the field" for speculative operations on the capital market. Hilferding was one of the authors writing about the stock

exchange deeming it to be an inherent form of speculation in the original sense of the word, i.e. as a "fundamental fact of the capitalist economic and social order and business".

Nevertheless, in view of our essential topic of securities evaluation, it is not necessary to deliberate here matters such as: speculative and hedging operations, buying and selling of financial credit instruments, various stock market manipulations (fictitious selling, contradictory orders, rumours, pools, corners, etc.). Suffice to say that the stock market history recognises a series of forms of manipulation that in a planned way impact trading for purpose of increasing profit inappropriate to the given market conditions.

Hypotheses and factors impacting share and bond prices

Securities market is dominated by trading in shares as the main proprietary security, and trading in bonds as the main financial debt instruments. Hence the main focus is placed on correct evaluation of these securities.

Stock evaluation, i.e. trading in shares on the developed financial markets is basically a story of activities in which commercial companies and corporations engage with the aim to preserve the real value of assets. In addition, activities of commercial companies along these lines are often motivated by drive for making rather swiftly and easily large gains and high profits. The complexity of the stock market trading, however, in addition to a multitude and unpredictability of factors deciding on the price of shares, do not leave much room for those who are determining the value of shares, i.e. those who are forecasting movements and trends in the future. In these endeavours, chances are almost equal for the stock market experts and for the mere amateurs.

Share price is the basic and the most important indicator for the business position of commercial companies and corporations. In principle, movement of share prices demonstrates success and market valuation of business success of any given commercial company. Concurrently, this is the best indicator for potential investors when deciding on investment on the stock exchange or more

sadašnju vrijednost. Razlika u ovim pristupima je samo u pogledu izbora relevantnih faktora za analizu.

Treba se ovim povodom, podsjetiti dobro poznatih i korišćenih metode za izračunavanje cijena akcija:

- na osnovu tokova sredstava, ovdje se cijene akcija izračunavaju diskontovanjem svih budućih neto priliva sredstava koji se dobijaju kao razlika između prihoda i troškova (glavni elementi su: diskontna stopa, prihodi, troškovi i neto tokovi sredstava),
- na osnovu diskontovanja dividendi, gdje je stvarna vrijednost akcija, zapravo sadašnja vrijednost budućih dividendi (ovdje se za diskontovanje svih budućih iznosa dividendi koristi diskontna stopa koja izražava vremensku dimenziju vrijednosti novca i zbir očekivanih budućih dividendi, odnosno ovdje je tržišna cijena akcija zbir svih dividendi koje će vlasnik dobiti),
- na osnovu rasta dividendi, odnosno na osnovu stava da je dividenda rastuća kategorija, tj. da će u budućem vremenu biti jednaka dividendi u predhodnom periodu uvećanoj po određenoj stopi rasta (pri tome, moguće su tri solucije - da nema rasta dividendi, da dividende imaju konstantan rast, da dividende imaju višestruki rast), te
- na osnovu sagledavanja prihoda, gdje osnova za izračunavanje cijena akcija nije dividenda, već očekivani prihodi (ovdje je relevantan iznos prihoda po akciji a ne ukupan prihod, odnosno u ovoj metodi, iako je veza između prihoda i dividende neposredna i čvrsta, moguće je praviti različite pristupe u analizi uticaja na cijene akcija).

Ipak, fundamentalna analiza je najbolji pristup utvrđivanju i procjenjivanju vrijednosti akcija. Ona objašnjava i cijene i promjene cijena na finansijskim tržištima, upravo preko uticaja koji potiču iz ekonomskog i političkog okruženja. Zapravo, u zavisnosti od inicijalnog impulsa koji se smatra pokretačem cjenovnog mehanizma, komstituišu se racionalna objašnjenja sa pretenzijom opšteg značenja.

Dvije koncepcije, uglavnom, reprezentuju ovu doslednu analizu. Jedna, koja razvija tezu, da je najvažniji razlog za promjene cijena akcija

upravo predviđanje akcionarskih zarada (bilo koji uslov ili situacija koji provociraju promjene u zaradi određene korporacije ili industrije, ili čak privrede u cjelini, uticaće na cijene akcija koje će se mijenjati prije nego što se dogode očekivane promjene u zaradama i dividendama. I druga, koja za osnovni faktor u kretanju cijena akcija, identifikuje porast ili pad povjerenja između trgovaca i investitora u budućem kretanju cijena akcija, zarada i dividendi.

Razlika u ovim pristupima je dakle u tome, što prvi pristup prvo objašnjava cijene akcija uglavnom na osnovu statističkih podataka, a drugi više na osnovu markentiške psihologije. Suštinski, ovi pristupi se dopunjavaju. Samo sa oba, moguće je objasniti brojne mahinacije na finansijskom tržištu.

Jednostavno, glavni faktori koje fundamentalna analiza koristi u vrednovanju i procjenjivanju trendova kretanja cijena, odnosno pri procjenjivanju stepena promjena cijena akacija u bližoj ili daljoj budućnosti, u osnovi se konstituišu na bazi procjene fundamentalnih uslova, koji, neposredno ili posredno, utiču, ili mogu uticati na cijene. U analizi ovih faktora, bitna je i iskustvena zakonomjernost, da na duži rok, postoji čvrsta korelacija između stanja u privredi i kretanja cijena akcija. Odnosno, cijene akcija, po pravilu, imaju sklonost - tendenciju da rastu kada je opšte stanje privredne konjunktore povoljno, te da padaju kada je ekonomska situacija slaba i teška.

Pri tome, treba imati u vidu, da postoje bitne razlike između trendova u kretanjima opšteg prosjeka (indeksa) cijena akcija ili grupe akcija, i cijena akcija pojedinačnih kompanija. Zbog toga, značajno je upozorenje, u analizama kojima je cilj da se predvidi kretanje cijena na tržištu akcija, neophodno je pored stanja i tendencija globalnih pokazatelja, imati u visokoj pažnji i pokazatelje sasvim određenog privrednog društva, korporacije, kompanije.

Inače, broj faktora koji mogu uticati na kretanje cijena akcija, je veliki. Jedni djeluju promptno, drugi na srednji ili dugi rok, neki su "proizvod" eksternih činilaca, neki su "rezultat" poslovanja korporacija. Iskustvo ozbiljnih korisnika fundamentalne analize, posebno vrednuje slijedeće faktore: zarade, odnos cijena - zarada, dividende, prihodi od akcija, deobe

broadly, on the financial market. Actually, through the share price and changes over the covered time period, all the significant information can be obtained for evaluating quality of business, for effectiveness and efficacy in managing a commercial company, and also for the future prospects of the issuer - the company in question. Hence a genuine interest of the shareholders, managers and employees to see the share prices grow and remain as long as possible at a high level.

The attempts to forecast share prices movements on the market, as experience has shown, have most often remained unsuccessful. Irrespective of a multitude of efforts invested and ventures made to discover and determine some of the regularities in the stock market functioning, and to identify a risk-free frame and direction for the share prices movement, share prices remain beyond any serious control.

Stock market developments are actually pointing out at an enlightening experience: share prices are unpredictable just as much as the factors that are impacting them are themselves unpredictable. Yet the number of these factors is truly large: company earnings, dividends, price to earnings ratio - and forecasts of earnings to equity ratio, interest rates, returns on bonds, global economic and financial situation, individual economic indicators, degree of confidence between investors and traders, social and political circumstances, and hazards from industrial actions - strikes and unrests, expectations of different kinds, etc.

Share prices certainly are changeable and extremely sensitive to all the changes in the market supply and demand. For this reason, investors and those who intend to become ones are faced with many dilemmas. Hence activities are undertaken to forecast the basic trends and the degrees in the share prices change. To that end, corresponding methods for valuation quantification of possible factors on which the share prices depend are applied, i.e. mathematical calculation of the future share prices.

The main lever in all of the methods applied, basically is the discounting, i.e. transformation into the present value. The only difference in these approaches is the choice of relevant factors for analysis.

We should recall here the well known and applied methods for calculation of the share prices:

- based on cash flows, where the share prices are calculated by discounting all the future net cash inflows obtained as the difference between revenues and costs (the main elements are the following: discount rate, revenues, costs, and net cash flows);
- based on discounting of dividends, where the real share value is actually the present value of future dividends (for the discounting of all the future dividend amounts what is applied here is the discount rate which presents the time dimension of the value of money and the sum of expected future dividends, i.e. the market share price here is the sum of all the dividends that the owner will receive);
- based on growth of dividends, i.e. based on the opinion that the dividend is a growing category, i.e. that in some future time it will be equal to the dividend from the past period increased at a certain set growth rate (in this case there are three possible solutions - that there shall be no growth of dividends, that dividends are having a constant growth, and that dividends are having a multiple growth); and
- based on income assessment, where the base for calculation of the share prices is not the dividend, but the anticipated earnings (the relevant thing here is the amount of earnings per share and not total earnings, i.e. in this method, although the connection between earnings and dividend is direct and strong, it is possible to take different approaches in the analysis of impact on the share prices).

Nonetheless, fundamental analysis is the best approach for the determination and evaluation of the share value. It explains both prices and the price changes on financial markets, actually through the impacts deriving from the economic and political environment. In fact, depending on the initial impulse which is deemed to be the driving force of the price mechanism, rational explanations are being constituted purporting the pretence to universal meaning.

Two concepts are mainly representing this reliable analysis. One of them is developing

akcija i dividendi, kamatne stope, komparativni prihodi od obveznica, cijene robama, društveni (bruto) proizvod, pokazatelji i indikatori poslovanja privrede i pojedinačnih privrednih subjekata, politički aspekti, štrajkovi.

Činioci koji utiču na cijene obveznica kao zajmovnih hartija od vrijednosti, razmatraju se takođe na osnovnim principima fundamentalne analize. Svi su, uglavnom, zasnovani na pređašnjim informacijama.

Principijelno, pri utvrđivanju tržišne cijene obveznica kao dugoročnih hartija od vrijednosti, obično se koristi koncepcija sadašnje vrijednosti, odnosno diskont novčanih prinosa od ulaganja u obveznice, uz primjenu (koja je posebno osjetljiva i problematična) diskontne stope tržišne kapitalizacije. Osim toga, na tržišnu vrijednost obveznica utiče i bonitet obveznica, koji se uobičajeno mjeri preko rizika emitenta obveznice i preko rizika zemlje porijekla (izražava se kroz rejting emitenta obveznica, i rejting zemlje emitenta).

U stvari, tržišna vrijednost obveznice, jednaka je sadašnjoj vrijednosti glavnice koja se može naplatiti na dan dospijeća obveznice, uvećanoj sadašnjom vrijednošću fiksnih prinosa na ime kamate za vrijeme trajanja duga. Pri tome, glavnica i prinosi na ime kamata, diskontuju se na sadašnju vrijednost, uz pomoć stope kapitalizacije. Dakle, za utvrđivanje tržišne vrijednosti obveznica, potrebno je utvrditi novčane prinose od ulaganja i diskontnu stopu, tj. stopu kapitalizacije (tekuća kamatna stopa ili prinos koji bi se mogao ostvariti na ulaganja u obveznice identičnog rizika).

Tržište obveznica, ili tzv. rentno tržište, iskristalisalo je nekoliko empirijskih pravila za vrednovanje, odnosno za procjenjivanje cijena obveznica. Prije svega, cijene obveznica su inverzno povezane sa tržišnim kamatnim stopama. Oscilacije cijena dugoročnih obveznica su veće nego kod kratkoročnih obveznica. Tržišna kamatna stopa obično raste u periodima inflacije i inflacionih očekivanja, odnosno pada kada se očekuje pad nivoa cijena. Kamatne stope kod kratkoročnih obveznica više osciliraju nego kamatne stope kod dugoročnih obveznica. Najzad, ukoliko je kuponska - ugovorena kamatna stopa (Coupon rate) niža, utoliko su cijene obveznica osjetljivije na promjene prinosa.

U kompleksu ove analitičke aparature, posebno su relevantne hipoteze o efikasnosti tržišta kapitala. Naime, upravo one predstavljaju preduslov dobre analize, jer se odnose na razmatranje veza i kosideracija između priliva informacija na tržište kapitala i formiranja cijena korporativnih efekata.

Ima više pokušaja da se definiše efikasnost finansijskog tržišta. Čini se međutim, da je ubjedljiva ona koja pod efikasnim tržištem, podrazumijeva tržište koje se brzo prilagođava novim informacijama, odnosno na kome cijene obveznica u potpunosti odražavaju raspoložive informacije. Proširenje ovakvog pristupa definiciji efikasnog tržišta, sa utvrđivanjem efikasnosti pojedinih blokova finansijskog tržišta (tržište akcija, valutno tržište, tržište opcija), samo pomaže u podizanju kvaliteta fundamentalne analize.

Tri glavna zaključka

Predstavljanje relevantnih elemenata za vrednovanje, odnosno za ulaganje u hartije od vrijednosti, nije i nikada neće biti ni lako, ni potpuno. Na bazi ove kratke analitičke skice subjektivno i selektivno izabranih elemenata, tri "noseća" zaključka se nameću.

Prvi. Zahtjevi ekonomskog rasta, proizvode jak društveni (nacionalni) interes za razvoj



the thesis that the most important reason for the share price changes is actually the forecast of shareholders earnings (any requirement or situation that provoke changes in earnings of a given corporation or industry, or even the economy in general), will impact share prices which will change before the anticipated changes in earnings and dividends materialise. The other concept is identifying, as the basic factor in the share price movements, the growth or fall of confidence between traders and investors in the future trends of share prices, earnings and dividends.

Hence the difference in these approaches is the following: the first approach firstly explains the share prices mainly on the basis of statistical data, while the second approach is rather focused on the grounds of a marketing psychology. Basically, these approaches are self-complementary. It is possible only with both of them to explain numerous machinations on the financial market.

Simply speaking, the main factors used in the fundamental analysis for the evaluation and estimation of trends in share prices, i.e. in the evaluation of the share price degrees of change in the near or far future, basically are being constituted on the grounds of the assessment of the fundamental conditions which are either directly or indirectly impacting, or may

impact, prices. In the analysis of these factors the significant thing is the empirical regularity - the need to have, on a longer-term basis, the presence of a firm correlation between the situation in the economy and the share prices movements. In other words, share prices, as a rule, have a tendency to grow when general economic market conditions are favourable, and to fall when the economic situation is poor and hard. It is necessary to bear in mind here that there are significant differences between trends in the movements of general averages (index) of the share prices or group of shares, and the share prices of individual companies. Therefore, there is a significant warning that in the analyses aimed at forecasting share prices on the stock market it is necessary, in addition to the status and tendencies of the global indicators, also to have great attention focused on the indicators for a specifically determined individual business company, corporation or company.

The number of factors that may influence share prices movement is very large indeed. Some of them are producing a prompt action, some other ones act on a medium or long-term basis, and there are those that are the "products" of external factors, while the third ones are the business "results" of corporations. Experience of genuine users of fundamental analysis especially values the following factors: earnings, price to earnings ratio, dividends, return on shares, distribution of shares and dividend, interest rates, comparative return on bonds, price of goods, gross domestic product, indexes and indicators of general economic business results, and that of individual commercial entities, political aspects, industrial action - strikes.

Factors impacting bond prices, as debenture securities, are also examined along the basic principles of fundamental analysis. All of them are mostly based on the past information.

In principle, when establishing market bond prices as the long-term securities, what is usually applied is the concept of the present value, i.e. discounting of cash flows from investment in bonds, with the application (which is especially sensitive and problematic) of the market capitalisation discount rate. In addition, market value of bonds is impacted



tržišta kapitala, te posebno tržišta akcionarskog kapitala kao izvora investicionog finansiranja. Globalizacija i integracija međunarodnih finansijskih tržišta, a i nove informacione tehnologije, donijele su sobom povećanu konkurenciju za ograničenu štednju. Samim tim, zapravo i borbu za goli život privrednih subjekata.

U tim uslovima, poštteni finansijski izvještaji i korektno vrednovanje i utvrđivanje boniteta hartija od vrijednosti, posebno onih koje su bitne za pozitivan razvoj tržišta kapitala, ima višestruki i ogroman značaj. Zbog toga, portfolio menadžeri, regulativne institucije, revizori, procjenjivači, te druga nadležna tijela, moraju graditi aktivne koncepcije rukovanja i kontrole vrednovanja hartijama od vrijednosti. Jedino tako, i sa takvim odnosom, doprinosi se efikasnosti tržišta hartija od vrijednosti.

Drugi. Revizija je ozbiljna i odgovorna institucija svakog ekonomskog sistema. Ona je bitna karika promovisanja i zaštite javnog interesa. U suštini, revizija je vođena idejom, stvaranja uslova za sigurnost i pouzdanost u svakoj vrsti poslovanja, a posebno u investiranju. Istovremeno, ona mora biti komplementarni dio poslovne filozofije svakog privrednog društva, tj. bitna poslovna funkcija koja "pokriva" i aktivnosti procjenjivanja interesa na srednji i dugi rok, ali i jačanja performansi finansijske imovine u funkciji svishodnog upravljanja održivim razvojem privrednog društva.

Zapravo, nepošteni revizorski izvještaji, proizveli su mnoge finansijske krize, pa u osnovi, i krizu američkih hipotekarnih založnica 2008. godine. Stoga, neophodne su žurne aktivnosti i međunarodnih i nacionalnih nadležnih tijela, s ciljem podizanja društvene i

moralne odgovornosti revizora pri formiranju i objavljivanju svojih nalaza i mišljenja.

Prvi korak, koji bi u tom kontekstu blagotvorno djelovao, bila bi inicijativa za unapređenje Međunarodnih standard revizije (ISA), odnosno Opšteprihvaćenih standarda revizije (GAAS). Najmanje što bi se moralo učiniti, upravo bi bilo ukidanje mogućnosti, da revizori finansijskih izvještaja privrednih društava, mogu dati, mogu imati "Mišljenje sa rezervom"!!!?

Revizorskog izvještaja ili ima, ili nema. Ako revizor ne može formirati svoje mišljenje bez ikakvih ograda, može tražiti dodatno vrijeme za svoj rad, ili može da se javno povuče iz poslova revizije konkretnog privrednog društva - emitenta hartija od vrijednosti.

Treći. Mogućnosti davanja preporuka ili savjeta za kupovinu ili prodaju hartija od vrijednosti, izuzetno su skromne i sužene. Ili su malog - ograničenog vremenskog roka trajanja.

Ipak, na osnovu "naučenih lekcija i plaćenih računa", te i na osnovu poznatih i proučavanih vratolomija na finasijskim i berzanskim tržištima, zaključiti, da je racionalno, da će uvijek biti dobro, da se u investicionim odlukama o ulaganju u hartije od vrijednosti, selektivno i strateški formira diversifikovani portfolio u hartije od vrijednosti.

Očigledno, iskreno iskustvo to potvrđuje, samo modeli racionalne diverzifikacije portfolija, te i dobra intuicija portfolio menadžera, mogu donijeti izvjesnije i sigurnije zarade na ulaganja u hartije od vrijednosti. Istovremeno, i jednu poželjnu - optimalnu zonu za omekšavanje rizika investiranja u ovu vrstu finansijske imovine.

by the bond rating, which is usually measured through the risk-exposure of the bond issuer, and through the risk of the country of origin (expressed through the rating of the bond issuer, and the issuer's country rating).

In fact, the bond market value is equal to the present value of the principal which can be collected on the maturity date of the bond, increased for the present value of fixed returns on the interest during the time of debt duration. In this, the principal and return on interest are discounted for the present value, with the aid of the capitalisation rate. Therefore, for determining the market value of bonds it is necessary to determine return on investment and the discount rate, i.e. the rate of capitalisation (current interest rate or yield which may be made on investment in bonds of identical risk).

The bond market, or the so-called annuity market, crystallised several empirical evaluation rules, i.e. rules for evaluation of the bond prices. First of all, bond prices are inversely related to the market interest rates. Oscillation in prices of long-term bonds is higher than in short-term bonds. Market interest rate is usually growing in periods of inflation and inflationary expectations, and is falling in times when the fall in prices is expected. Interest rates of the short-term bonds have higher oscillations than the interest rates of long-term bonds. Finally, if the contracted coupon rate is lower, so is the bond price becoming more susceptible to the change in yield.

In the complex frame of this analytic apparatus, especially relevant are the hypotheses on the capital market efficacy. Namely, they are actually the ones that are the prerequisites for a good analysis as they pertain to the examination of correlations and considerations between the information inflow into the capital market, and the formation of prices of corporative effects.

There are several attempts to define efficacy of the financial market. It appears, however, that the credible definition is the one designating efficacious market as the market which is promptly adapting to the new information, i.e. market where the bond prices reflect fully the available information. Expanding such an approach to the definition of the efficacious

market through the determination of efficacy of individual blocks of the financial market (stock market, currency market, and option market) only helps in the upgrading of quality of fundamental analysis.

The Three main conclusions

Presentation of the elements relevant for valuation, i.e. for investment in securities, neither is nor shall it ever be easy or complete. On the basis of this brief analytic outline of subjectively and selectively chosen elements, there appear to be three "main supporting" conclusions are commanding attention.

The First - Requirements of economic growth are producing strong social (national) interest for the capital market development, and especially that of the equity capital market as the source of investment financing. Globalisation and integration of international financial markets, but also the new information technologies have brought about stronger competition for limited savings. Consequently, for the struggle of economic entities for their survival.

In such circumstances, fair financial reports and correct valuation and determination of the securities rating, especially those that are essential for the positive development of the capital market, have a multiple and enormous importance. Hence portfolio managers, regulatory institutions, auditors, appraisers, and other competent authorities, must build active concepts for handling and control of securities valuation. Only then and with such an attitude contribution will be made to the efficacy of the securities market.

The Second - Auditing is a serious and responsible institution of every economic system. It is an important link for promotion and protection of public interest. Basically, auditing is guided by the idea focused on creation of conditions providing safety and reliability in every kind of business, and especially in the field of investment. Concurrently, it must be a complementary part of the business philosophy of every business company, i.e. a significant business function which "covers" also activities of evaluation of a medium-term and long-term interests, but also strengthening of financial assets in the function of a business society.

Literatura / References

1. Avramović, D.: Teorija transfera, "Verzalpress", Beograd, 1995.
2. AICPA - Codification of Statements on Auditig Standard, New York, 2003.
3. Alexander, G., eds: Fundamentals of Investments, "Prentice Hall", New York, 1999.
4. Boynton, W. eds: Modern Auditing, "Joh Wiley", New York, 2001.
5. Gough, L.: Hou the Stock Market Really Works, "FT Piman", London, 2000.
6. Graham, W.: Modern Auditing, "John Wiley", Chichester, 2001.
7. Grupa autora: Korporacijska društvena odgovornost, "Mate", Zagreb, 2007.
8. Dabić, S.: Finansijski instrumenti i njihovo regulisanje, "Finansing centar", Novi Sad, 2000.
9. Dragojević, D.: Uvođenje međunarodnih standarda u javni servis, EARN, Beograd, 2010.
10. Drury, C.: Management Accounting for Business Decisions, "Tomson Learning", London, 2003.
11. Dugalić, V., Štimac, M.: Osnove berzanskog poslovanja, "Stubovi kulture", Beograd, 2006.
12. Ćirović, M.: Finansijski menadžment, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2008.
13. Hamilton, W.: The Stock Market Barometer, "Harper and Brothers", New York, 1962.
14. Hilferding, R.: Finansijski kapital, "Economica", Beograd, 1972.
15. Fisher, I.: The Theory of Interest, New York, 1930.
16. IFAS: Etički kodeks za profesionalne računovođe, Savez RR Srbije, Beograd, 2007.
17. Ivanović, P.: Upravljanje rizicima u bankama, Beogradska bankarska akademija, Beograd, 2009.
18. Kejnz, J. M.: Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca, "Naprijed" Zagreb, 1986.
19. Malinić, S.: Međunarodni standardi edukacije i kvalitet finansijskog izveštavanja, SRRR, Teslić, 2006.
20. Matić, V.: Operativni rizici, Institut za poslovna istraživanja, MBA, Beograd, 2008.
21. Ognjanović, V.: Finansijsko tržište i njegovi instrumenti, "Finansing centar", Novi Sad, 2000.
22. Ognjanović, V.: Mehanizam, determinante i modeli formiranja cijena na terminskim tržištima, studija, Savezna komisija za hartije od vrijednosti, Beograd, 2001.
23. Vasiljević, B.: Osnovi finansijskog tržišta, "Princip", Beograd, 2004.
24. Vukotić, V.: Filozofija biznisa, CID Podgorica, 2003.
25. Šoškić, D.: Hartije od vrijednosti, upravljanje porfolijom i investicioni fondovi, EF Beograd, 2004.
26. Šoškić, D., Živković, B.: Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.
27. Linkovi: IOSKO, Komisije za hartije od vrijednosti, Basel Committee, Bank for International Settlements, Udruženja banaka Srbije, NB Srbije, i dr.

Actually, the dishonest auditing reports have produced many financial crises, and basically the crisis of American Subprime mortgage loans in 2008. Hence it is necessary to initiate urgent actions by the international and national competent authorities with the task of upgrading social and moral responsibility of auditors in the presentation and publishing of their findings and opinions.

The first step, which would have a healing effect in this context, would be the initiative for promotion of the International Standards of Auditing (ISA), i.e. Generally Accepted Auditing Standards (GAAS). The least that should be done would actually be to suspend the possibility for the auditors of financial reports of commercial companies to give a "Qualified Opinion - Opinion with the reserves"!!?

Auditing report is either present or it is not. If an auditor is not able to form his own opinion without any reservations, he may request additional time for his work, or may simply withdraw from the auditing of a concrete

commercial company - issuer of a security.

The Third - The options for giving recommendations or advice on buying or selling of securities are extremely modest and slight. Or they are of a short and limited timeframe. Nevertheless, on the basis of "lessons learned and bills paid", and also on the basis of the well known and studied reckless acts seen on the financial and stock markets, it can be concluded that in making investment decisions for investment in securities, both selectively and strategically, a diversified portfolio of securities should be formed.

Apparently, as genuine experience confirms only the models of rational portfolio diversification and good intuition of portfolio managers may bring about more certain and safer returns on investments in securities. Concurrently, they may also allow for the presence of a desirable and optimal zone for mitigating risks of investment into this type of financial assets.