

др *Нага* ТОДОРОВИЋ
ванредни професор Правног факултета Универзитета у Крагујевцу

ИНДИВИДУАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ

Резиме

Груписање инвеститора према финансијским и психолошким карактеристикама врши се у научне и маркетиншке сврхе. Уознавање финансијској менталитету индивидуалних инвеститора значајно је збој предвиђања њиховој понашања у будућности и стабилности финансијској тржишту. Инвеститори на финансијском тржишту преузимају две врсте ризика: ризик повраћаја капиталала и ризик најлаше прихода који доноси власман капиталала.

Финансијске одлуке индивидуалних инвеститора везане су за одређене фазе животној циклуса. Емпиријске анализе базирају се на три велике групе индивидуалних инвеститора: промишљени (рационални), непромишљени (нерационални) и пасивни инвеститори. Са повећањем прихода инвеститора повећава се и рационалност, јер су у могућности да добију поуздане информације о тржишту и да их укључе у одлуке о инвестирању. Непромишљени инвеститори остварају нове могућности за оне који брзо реају на такво понашање и извлаче из тога финансијску корист, а то покреће финансијско тржиште. Оптимејризован модел понашања индивидуалних инвеститора своди се на избор диверзификованог портфеља хартија од вредности.

Кључне речи: *финансијско тржиште, рационални инвеститори, инвеститори на маргину, диверзификован портфељ.*

Савремена финансијска тржишта изложена су процесу глобализације и институционализације. Стварање глобалног финансијског тржишта и јачање улоге моћних професионалних инвеститора (инвестициони фондови, пензиони фондови, осигуравајуће куће), потиснули су у други план индивидуалне инвеститоре. Овај рад представља покушај да се расветли финансијски менталитет појединаца када доносе одлуке о инвестирању.

Претпоставка економске теорије је да су појединци као произвођачи и потрошачи рационални и да уз најмање могуће трошкове остварују највеће могуће ефекте (приносе). У економској стварности они приликом доношења финансијских одлука одступају од принципа рационалности. Економија понашања представља један оптималан спој економије и психологије и изражава настојање економиста да укажу на несавршеност људског размишљања, као и на финансијске и психолошке карактеристике инвеститора.¹

Инвеститори на финансијском тржишту преузимају две врсте ризика: ризик повраћаја капитала и ризик наплате прихода који доноси одговарајући пласман капитала. Они се на финансијском тржишту налазе у улози повериоца, наспрам свих осталих учесника који имају статус дужника. Управо зато и постоји потреба да се обезбеди висок ниво заштите њихових интереса од могућих злоупотреба и превара, кроз информисаност инвеститора и ефикасну правну регулативу. Постојање ове заштите не искључује појединачну одговорност инвеститора за ризик сопствене одлуке о улагању капитала.

Финансијске одлуке индивидуалних инвеститора везане су за одређене фазе животног циклуса. Прва значајнија инвестициона одлука за већину појединаца тиче се образовања, инвестиције у „хумани капитал“. Финансијска снага коју већина људи поседује током првих година запослења је снага зарађивања која потиче од њихових квалификација. Највећи финансијски ризик у овом животном добу је ризик због болести и разних врста повреда. Због тога се и улаже у области осигурања за случај радне неспособности, или смрти.

Следећа важна инвестициона одлука индивидуалног инвеститора је куповина куће, односно решавање питања становања. Појединцима поседовање куће у власништву пружа сигурност и личну независност. У неким земљама постоји традиционално укорењена жеља за поседовањем кућа у власништву (Велика Британија). Постојање сталне тежње у свети људи за поседовањем сопственог дома, доприноси увећању богат-

1 Херберт Симон, један од оснивача економске психологије, је сматрао да се на људе не сме гледати као на оне који максимизирају, већ само задовољавају своје потребе. Они су према томе ограничено рационални, јер доносе одлуке за које сматрају да су довољно добре. Види: N. Gregory Mankiw, *Основе економије*, МАТЕ, Загреб, 2006., стр. 489.

ства у друштву, омогућава родитељима да обезбеде своју децу, стимулише жељу за независношћу, што је основ једног слободног грађанског друштва.

Емпиријска истраживања су показала да тек у средњим годинама живота, када се акумулира нека уштеђевина код појединаца, инвестирање се помера са људског на финансијски капитал. У том животном циклусу инвеститори су спремни да преузму ризик на портфељ и да се отисну на финансијско тржиште, посебно тржиште капитала, како би повећали своје очекиване стопе повраћаја. Са приближавањем пензије склоност ризику се смањује.

Теорије о животном циклусу баве се планирањем животног циклуса, и предвиђањем понашања појединаца у области доношења одлука о инвестирању и уштеда у домаћинству. У свету је настала читава једна индустријска оператива која пружа личне финансијске савете. Тако се као инвеститори на тржишту капитала могу појавити лична старатељства (*personal trusts*) која настају када појединац преноси власништво на друго лице, или институцију која управља тим власништвом. Повереник је обично банка, адвокат или професионалац за ову врсту инвестирања. Повереничка одговорност менаџера личних старатељстава обавезује их на инвестирање са што мање ризика у односу на инвестирање индивидуалних инвеститора.²

Теорија о животном циклусу нарочито је нашла примену код индивидуалних инвеститора (штедиша) на америчком финансијском простору. Нека емпиријска истраживања показују да се штедише у САД понашају у складу са теоријом о животном циклусу, што подразумева рационално понашање. Преовлађују две групе штедиша. Једни су стварни потрошачи који троше све своје тренутне приходе и понашају се нерационално, док други пажљиво планирају потрошњу, понашају се у складу са теоријом о животном циклусу, рационално.³ Богатији појединци су се углавном понашали рационално. Теорија о животном циклусу није у свим земљама нашла примену као у САД, већ су у пракси приметна одступања од финансијског планирања животног циклуса.

I Неке емпиријске студије о групама индивидуалних инвеститора на финансијском тржишту

Груписање инвеститора према финансијским и психолошким карактеристикама врши се у научне и маркетиншке сврхе. Практични

2 Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, *Essentials of Investments*, 1995, стр. 89.

3 Опширније о моделу понашања потрошача сагласно теорији о животном циклусу види: J. Y. Campbell, N. G. Mankiw, „The Response of Consumption to Income: a cross-country investigation“, *European Economic Review*, 1991, 35(4), стр. 723–767.

ефекти груписања индивидуалних инвеститора огледају се у могућности предвиђања њиховог понашања у будућности.

Ефекти примене мера макроекономске политике (промена каматне стопе) могу бити различити за одређене категорије индивидуалних инвеститора. Зато је битно за стабилност укупног финансијског тржишта и пројектовање финансијске будућности упознати финансијски менталитет индивидуалних инвеститора. Разумевање финансијског профила индивидуалних инвеститора значајно је и са становишта предвиђања политичких превирања (политички избори).

Подаци о понашању индивидуалних инвеститора добијају се на основу емпиријских истраживања, путем интервјуа, анкета, и они имају ограничену примену будући да указују само на неке могуће правце доношења финансијских одлука. Отежавајућа околност за прикупљање ових података је што се то тумачи као задирање у приватност. Економске анализе углавном се базирају на три врсте индивидуалних инвеститора: промишљени (рационални), непромишљени (нерационални) и пасивни инвеститори.⁴ У пракси, како се повећава приход појединаца као инвеститора, они постају рационални јер су у могућности да добију поуздане информације о тржишту и да их укључе у одлуке о инвестирању.

Непромишљени инвеститори дестабилизују финансијске токове на тржишту капитала (негативан ефекат на будући приход од акција). Пасивни индивидуални инвеститори регрутују се из средњег staleжа који има просечна примања, и они нису присутни значајније на тржишту капитала. За потребе овог рада биће презентиране неке емпиријске студије које уочавају различите типове индивидуалних инвеститора на финансијском тржишту.

Према британском истраживању, индивидуални инвеститори према финансијској снази сврстани су у четири групе:

- апатични минималисти,
- финансијски збуњени,
- сакупљачи капитала,
- опрезни, обазриви инвеститори.

Узорак је обухватио око 1.400 учесника, и 42% су апатични минималисти, 16% финансијски збуњени, 10% су сакупљачи капитала, 32% су опрезни инвеститори.⁵ За учешће на финансијском тржишту од значаја су последње три групе.

4 M. Kelly, „Do noise traders influence stock prices?“, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1997, 29(3), стр. 351–363.

5 Karl-Erik Wärneryd, *Stock-Market Psychology, How People Value and Trade Stocks*, 2001, стр. 268.

Сакупљачи капитала су били мушкарци који живе у брачној заједници, старости преко 50 година, имали су високо образовање, високе приходе и били врло склони штедњи. Поседовали су значајна финансијска средства и нису имали аверзију према ризику приликом инвестирања. Акције за њих нису биле привлачне. Опрезни инвеститори живели су сами, имали су стечено образовање, старости око 30 година, радили су као менаџери са високим примањима и преферирали сигурну штедњу и улагање у пензионе фондове. Финансијски збуњени инвеститори имали су ниже приходе, ниже образовање, али су у свом портфељу поседовали акције добијене од приватизације.

Анализом података из ове емпиријске студије може се закључити да се међу индивидуалним инвеститорима налазе појединци са значајним финансијским капиталом и дугорочним циљевима, али да они нису превише спремни да се појаве као инвеститори на тржишту капитала. Категорија која је окарактерисана као финансијски збуњени данас је највише присутна у земљама транзиције, поготову код нас после извршене приватизације друштвених предузећа.

За финансијска тржишта посебно су значајни индивидуални инвеститори са високим приходима. Они се према емпиријским истраживањима могу класификовати у неколико група:

- опрезне штедише са диверзификованим улагањима у акције и обвезнице;
- агресивне штедише са диверзификованим улагањима у акције без обвезница;
- штедише везане за уговоре, који су оптерећени кредитима и дуговима, које отплаћују а имају незнатна улагања у акције и обвезнице;
- штедише са аверзијом према пензији, то су већ пензионисани или они који живе сами – они имају широк портфељ са малим улагањима у осигуравајуће куће и пензионе фондове.

Истраживања финансијског менталитета приватних инвеститора у Немачкој резултирала су издвајањем седам група инвеститора:⁶

- професионалац стручњак, остварује високе приходе, спреман на ризик, сигуран у себе;
- пробирљив (захтеван), упућен у финансије, ангажује професионалне стручњаке, није склон ризику, више улаже у конкретно власништво и хартије од вредности с фиксним приходом;

6 Karl-Erik Wärneryd, *нав. дело*, стр. 272.

- играч – плејер, склон ризику а нема покриће у капиталу, улаже у акције без савета финансијских стручњака и склон задуживању;
- суздржан – има високе приходе и велику аверзију према ризику, оријентише се на конкретно власништво и хартије од вредности с фиксним приходом;
- регуларан штедиша – ревносно штеди иако остварује мале приходе, прихвата савет финансијских стручњака, обично чува новац на рачунима банака;
- приморан – има интересовања за инвестирање, али нема довољно капитала, ликвидност му је основни проблем;
- резигниран – он за разлику од свог партнера из претходне групе нема никакву идеју о улагању новца, јер се бори са ликвидношћу.

Емпиријске студије које су настале као резултат истраживања финансијског менталитета немачких индивидуалних инвеститора упућују на неколико закључака. Међу индивидуалним инвеститорима у Немачкој постоји једна значајна група која себе не види на тржишту акција. То су сви они који високо вреднују сигурност улагања, који желе већу ликвидност и трагају за конкретним власништвом и једноставним улагањима. На крају, не треба занемарити све оне „приморане“ и „резигниране“ који уопште не размишљају о улагањима, јер немају довољно прихода.

Они који преферирају ризичније пласмане су међу професионалцима и играчима, с тим што професионалци располажу приходима довољним за потребе евентуалних губитака. Међу професионалцима су најчешће директни акционари, а знатан број међу играчима и професионалцима улаже у инвестиционе фондове и хартије од вредности с фиксним приходом, јер на тај начин врше диверзификацију ризика.

II Инвеститори на маргини

На развијеним тржиштима капитала запажа се једна група индивидуалних инвеститора која улаже у акције тако што позајмљује новац за куповину тих акција, па је то улагање познато као куповина на маргини. Инвеститор се одлучује на празну продају, односно на продају хартија од вредности које не поседује и издаје налог брокеру да позајми акције. Интерес инвеститора заснива се на спекулативним очекивањима, будући да примењује принцип „продај по вишој цени да би касније купио по нижој“. Индивидуални инвеститори очекују од улагања у акције при-

нос или у облику дивиденде или у облику капиталне добити. Капитална добит као принос који произилази из разлике у цени акција може бити резултат куповине акције по нижој цени и њене продаје по вишој цени и то је резултат трговине сопственим хартијама од вредности. Међутим, капитална добит може бити и резултат трговине позајмљеном акцијом и она се заснива на разлици између постигнутог износа цене за продату позајмљену хартију и цене по којој се та иста хартија касније купује да би се затворио круг трансакције.⁷

Учестала куповина на маргини од стране брокера по налогу инвеститора проузроковала је потресе на берзи. Брокерске куће су банкротирале јер је велики проценат плаћања брокерске провизије за позајмице. Индивидуални инвеститори који су предузимали овакве финансијске кораке били су једног дана богати, другог сиромашни. Профит инвеститора може бити велики ако цена позајмљене хартије пада, али је он ограничен, док је губитак неограничен. Неограничени губици изазвани су непромишљеним понашањем инвестора. Ово непромишљено понашање резултат је психолошких карактеристика индивидуалних инвеститора. Инвеститори позајмљују новац да би куповали акције, јер очекују раст њихових цена. Њихов чин куповине подиже цене акција. Куповина од стране једног инвеститора повлачи ланчане куповине и од других инвеститора и та шпекулативна манија преноси се на следећи круг. Већина ових куповина је на маргини, што значи да инвеститори само део дају у готовини, а разлику позајмљују улажући тек купљене акције као залог за куповину. Ово повлачи велики проценат плаћања брокерске провизије за позајмице. Инвеститори очекују да ће велики раст цена акција покрити ове трошкове. У једном тренутку инвеститори схватају да због куповине на маргини не могу да повуку своја новчана средства, како би покрили своје поседовање акција и тржиште како је нагло расло, почиње нагло да пада. Овако може да се заврши прича о индивидуалним инвеститорима који су активни, али непромишљени и који су само тренутно богати, сутра већ могу бити сиромашни.

Да се ова прича из прошлости не би понављала на развијеним тржиштима капитала уводи се одређена регулатива која прати куповине на маргини. Данас се чине покушаји да се маргинални захтеви дефинишу законом и да се забрани куповина од стране брокера по налогу инвеститора, преко одређеног процента тржишне вредности хартије од вредности. Брокери имају активну улогу у одржавању маргиналног рачуна инвеститора и имају обавезу да га обавесте да мора имати минимални износ средстава намењених за позајмљивање хартија од вредности.⁸

7 F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital Markets, Institutions and Instruments*, 2003, стр. 113.

8 F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *нав. дело*, стр. 113–114.

На великим берзама у свету индивидуални инвеститори нису више запажени по куповини на маргини. Уместо њих, моћни професионални инвеститори издају налоге великим брокерским кућама за куповине на маргини. Подразумева се контрола ових трансакција као и минимално покриће на маргиналном рачуну инвеститора.

III Индивидуални инвеститори у земљама транзиције

Земље транзиције немају још увек довољно развијена финансијска тржишта, посебно тржиште капитала. „Дубина“ и „ширина“ су два обележја значајна за процену квалитета тржишта капитала.⁹

У земљама транзиције још увек доминирају индивидуални инвеститори, а осећа се и присуство моћних професионалних инвеститора. Карактер процеса штедње и инвестирања у једној привреди опредељује структуре тржишта. Тамо где постоје моћни институционални инвеститори (САД, Велика Британија) доминирају дилерска тржишта, док земље где доминирају индивидуални инвеститори (Немачка) имају брокерска (лицитациона) тржишта. Дилерска тржишта носе већу концентрацију ризика и на њима дилери (маркет мејкери) тргују великим пакетима акција, непрекидно котирајући куповну и продајну цену акција. Брокерска тржишта настоје да обезбеде стабилне цене, тако што захтевају да сви налози међусобно делују, и цене се одређују путем налога клијената. Земље транзиције су се више оријентисале на брокерска тржишта.

Ако бисмо покушали да индивидуалне инвеститоре у земљама транзиције, посебно у Србији, уврстимо у неку од група инвеститора на развијеним тржиштима, онда би тај покушај имао смисла, само би се проценат инвеститора који припадају одређеној групи разликовао од земље до земље.

Општи осврт на структуру индивидуалних инвеститора код нас указује на то да је у питању специфичан финансијски менталитет који је настао као резултат процеса транзиције, корпоратизације и извршене приватизације друштвених предузећа, као и недовољне финансијске едукације. Велики део индивидуалних инвеститора код нас би се могао сврстати у категорију финансијски збуњених која се помиње у британским емпиријским истраживањима. То су они грађани који поседују ниске приходе, имају ниже образовање, а добили су акције из приватизације. Пошто немају потребно знање из области економије и финансија, а недостаје им новац, имају проблем са ликвидношћу. Они

9 „Дубина“ тржишта је својство да прилагоди обимне налоге за куповину и продају уз мало померање цена. „Ширина“ тржишта огледа се у присуству разноврсних инвеститора који имају различита очекивања.

не размишљају о акцијама као имовини која протеком времена доноси приход, већ настоје да се што пре ослободе акција и претворе их у безначајна новчана средства. Ови инвеститори су финансијски збуњени и резигнирани, а свако улагање новца им је страно, јер се боре са голом егзистенцијом.

На финансијском тржишту у Србији постоји и категорија регуларних штедиша и уздржаних штедиша. То су сви они појединци који стрпљиво и дугорочно штеде, али имају аверзију према ризику. Чувају новац у банкама, или улажу у конкретно власништво (некретнине). Међу индивидуалним инвеститорима код нас постоји и категорија као што су играчи (плејери), који преузимају висок ризик без покрића у приходима. То су они који стварају капитал кроз задуживање (кредите) и који се укључују на финансијско тржиште без довољно знања.

На крају, на нашем финансијском простору све се више препознаје категорија индивидуалних инвеститора који би се могли окарактерисати као професионални стручњаци, или као пробирљиви, захтевни. У питању су категорије индивидуалних инвеститора који имају високе приходе и довољно стручног знања. Они су спремни да преузму већи ризик, јер им то приходи дозвољавају. Активни су на берзи и ван ње. Улажу у акције, или у хартије од вредности с фиксним приходом и конкретно власништво. Индивидуални инвеститори из ове групе код нас су већински власници познатих компанија.

IV Постоји ли нешто заједничко у стратегији индивидуалних инвеститора?

Теоријске анализе и емпиријска истраживања показују да постоје разлике између индивидуалних инвеститора.

Када инвеститори користе све расположиве информације о ценама, хартијама од вредности, каматним стопама, новчаној маси и уграђују их у своје инвестиционе одлуке, кажемо да су они промишљени и да имају рационална очекивања. Оваква инвестициона стратегија индивидуалних инвеститора је пожељан образац понашања. Она доводи до стварања ефикасног тржишта капитала на коме цене хартија од вредности одражавају све расположиве информације.

У стварности код индивидуалних инвеститора преовлађује непромишљено и нерационално пословање. Међутим, и овакво понашање покреће тржиште капитала. Непромишљени инвеститори отварају нове могућности за оне који брзо реагују на такво понашање и извлаче из тога финансијску корист за себе. Они индивидуални инвеститори који брзо реагују на добре вести, а то су непредвиђена повећања у

индикатору економских активности постижу успех на финансијском тржишту. Међутим, индивидуални инвеститори не могу да држе корак са професионалним менаџерима који су задужени да прате све информације и да их одмах уграђују у тржишне цене. Оно што је за појединце који желе да уложе капитал у куповину акције нова вест, за менаџере пензионих, инвестиционих фондова и професионалне трговце на *Wall Street*-у је већ стара вест. Индивидуални инвеститори не могу надмудрити тржиште акција и обвезница, а још мање могу предвидети догађаје који утичу на кретање цена на овом тржишту, као што су хипотекарна криза у САД, земљотрес у Јапану, штрајкови радника у Француској. Међутим, појединци који желе да се отисну на тржиште капитала морају имати представу о економским параметрима који утичу на доношење њихових одлука.

Тржишта акција и обвезница различито реагују на економске индикаторе. Цене обвезница падају на добру вест о економији због инфлаторних очекивања, предвиђених строжих мера Централне банке, док цене акција расту јер доминира очекивање повећања будућих дивиденди. Према томе, цене акција и обвезница се крећу у супротном правцу кад се објави непредвиђена добра вест, осим у случају повољне вести о инфлацији (нижа стопа), када расту цене и акција и обвезница.¹⁰

На основу свега овога може се закључити да је немогуће предвидети кретање цена хартија од вредности на финансијском тржишту и да су ова тржишта, посебно тржиште капитала, ирационална. На тржишту капитала које се ирационално понаша и на коме је једино извесно да ће цене флукуирати, потребни су рационални индивидуални инвеститори.

Рационални индивидуални инвеститори могу бити пасивни и активни. Пасивни су они који улажу у акције познатих компанија, део свог капитала пласирају у ризичне хартије од вредности, више купују него што продају и на тај начин повећавају свој капитал. Активни су богати инвеститори који систематски улажу у хартије од вредности користећи услуге експерата. Трећу групу чине инвеститори који шпекулишу, немају довољно капитала и купују на маргини да би искористили моме-нат за велику зараду. Њихово понашање носи дозу ризика и може бити непромишљено, али с друге стране и рационално, јер настоје да извуку финансијску корист за себе и да на тржишту увећају свој капитал.¹¹

Општеприхваћен модел понашања индивидуалних инвеститора своди се на избор диверзификованог портфеља обичних акција и обвез-

10 Опширније види: Lawrence S. Ritter, William L. Silber, Gregory F. Udell, *Principles of money, banking, and financial markets*, New York, 2004, стр. 619.

11 Karl-Erik Wärneryd, *нав. дело*, стр. 276.

ница. Одабрана стратегија се ослања на теорију „пикада“ која се своди на то да треба купити од свега по мало на тржишту. Лекције из прошлости као што је банкротство *Enron* су довољно pouчне.¹²

Nada TODOROVIĆ, PhD

Associate Professor at the Faculty of Law University of Kragujevac

INDIVIDUAL INVESTORS IN THE FINANCIAL MARKET

Summary

The classification of investors according to their financial and psychological characteristics is conducted for scientific and marketing purposes. Getting to know the financial mentality of individual investors is of vital importance if we want to anticipate their future actions and have a stable financial market. The investors on financial market undertake two types of risks: the risk of capital return and the risk of getting profit for the invested capital. The financial decisions that individual investors make are related to certain phases of their life cycle. The empirical analyses have been based on three major groups of individual investors: sound judgment, rational type; deprived of reason or irrational type, and passive type of investors. With the increase of the investors' profit, they become more rational since they are in position to get reliable market information which they will use in making decisions related to their future investments. Irrational investors open new possibilities for those who are prone to act quickly and gain profit from such reactions which, again, stirs the financial market.

The generally accepted model of the individual investors' behavior is related to the selection of diversified portfolio of securities.

Key words: *financial market, rational investors, marginal investors, diversified portfolio.*

12 Међу корпорацијским скандалима у Европи и Америци *Enron* заузима посебно место. Хиљаде радника је остало без посла и без животне уштеђевине, јер су већи део уложили у акције *Enron*-а које су постале безвредне. То је подстакло Конгрес да расправља о потреби увођења ограничења на количину акција које компаније нуде својим радницима за животну осигурање. Запослени у *Enron*-у су око две трећине своје животне уштеђевине уложили у акције *Enron*-а, које су убрзо изгубиле вредност. Види: N. Gregory Mankiw, *нав. дело*, стр. 588.