

**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**Mr. sc. Tatjana Stanivuk**

**BIHEVIORALNE FINANCIJE U ANALIZI  
PREDVIDLJIVOSTI KRETANJA CIJENA DIONICA**

**DOKTORSKA DISERTACIJA**

Split, 2012.

# SADRŽAJ

---

---

<b>1. UVOD</b>	<b>1</b>
1.1. Definiranje problema i predmeta istraživanja	1
1.2. Ciljevi istraživanja i hipoteze	5
1.3. Metode istraživanja	8
1.4. Sadržaj i struktura rada	10
<b>2. TRŽIŠTE KAPITALA I HIPOTEZA EFIKASNOG TRŽIŠTA</b>	<b>14</b>
2.1. Teorija tržišta kapitala	14
2.1.1. Trgovanje na tržištima kapitala	15
2.1.2. Vrijednosnice tržišta kapitala: dionice	19
2.2. Teorijske osnove procjene vrijednosti dionica	26
2.3. Statistika u analizi i selekciji portfelja	37
2.3.1. Razdioba vjerojatnosti stope prinosa financijskih instrumenata	38
2.3.2. Očekivana vrijednost prinosa i varijanca	41
2.3.3. Kovarijanca i koeficijent korelacije	45
2.3.4. Beta koeficijent	51
2.4. Tržište dionica i hipoteza o efikasnom tržištu (EMH)	53
2.4.1. Argumentacija hipoteze o efikasnom tržištu	63
2.4.2. Dokazi za hipotezu o efikasnom tržištu	67
<b>3. MODERNA TEORIJA PORTFELJA</b>	<b>74</b>
3.1. Teorijske postavke Markowitzeva modela	77
3.1.1. Opće pretpostavke modela	77
3.1.2. Stopa prinosa i varijanca portfelja	82
3.1.3. Kovarijanca i koeficijent korelacije	85
3.2. Efikasni skup	87
3.2.1. Značenje efikasnog skupa	88
3.3. Indeksni modeli	95
3.3.1. Jednoindeksni modeli	96
3.3.2. Višeindeksni modeli	99
3.4. Doprinos i kritike moderne teorije portfelja financijsko-ekonomskoj teoriji i investicijskoj praksi	100
3.4.1. Maksimizacija grešaka ulaznih parametara	102
3.4.2. Zapoštlavljanje faktora likvidnosti i nestabilnost portfelja	105
3.4.3. Odsustvo normalne razdiobe distribucije povrata	106
3.5. Model procjenjivanja kapitala (CAPM)	108
3.5.1. Pretpostavke funcioniranja i primjena CAPM	111
3.5.2. Testiranje CAPM	117

3.6.	Arbitražna teorija procjenjivanja (APT)	124
3.6.1.	Teorija arbitražnoga procjenjivanja kao alternativni model određivanja cijena na tržištu kapitala	124
3.6.2.	Testiranje APT	133
3.6.3.	Zajedničke karakteristike i ograničenja CAPM i APT modela	137
<b>4.</b>	<b>BIHEVIORALNE FINACIJE</b>	<b>142</b>
4.1.	Teorijske postavke financijskog ponašanja	142
4.2.	Arbitražna ograničenja	144
4.2.1.	Efikasnost tržišta	144
4.2.2.	Teorijska postavka rizika i troškova	146
4.2.3.	Empirijski dokazi financijskih pojava na tržištu	150
4.3.	Psihologije od posebnog značaja za financijske ekonomiste	155
4.3.1.	Anomalije u ponašanju	156
4.3.2.	Sklonosti i dvosmislenosti averzija	160
4.4.	Primjena: „ Agregatna“ burza	169
4.4.1.	Zagonetka o premiji kapitala (teorija vjerojatnosti i dvosmislenosti averzija)	171
4.4.2.	Zagonetke volatilnosti	174
4.5.	Primjena anomalija: Tržišne cijene i prinosi	179
4.5.1.	Modeli zasnovani na vjerovanju	186
4.5.2.	Modeli zasnovani na vjerovanju s institucijskim neslaganjima	190
4.5.3.	Sklonosti	192
<b>5.</b>	<b>MODEL MOMENTUM</b>	<b>194</b>
5.1.	Pokazatelj momentuma	196
5.1.1.	Empirijski pokazatelji diljem svijeta	199
5.1.2.	Sezonalnosti	201
5.2.	Potencijalni izvori momentum profita	202
5.2.1.	Prosječne razlike kod očekivane dobiti	204
5.2.2.	Serijska kovarianca faktora dobiti	208
5.2.3.	Učinak zaostajanja u vodstvu i profita momentuma	208
5.2.4.	Momentum u dobiti industrijskih grana	210
5.3.	Bihevioralni modeli	215
5.4.	Dobit dugoročnog obzora financiranja portfelja momentuma	217
5.5.	Odrednice konstrukcije momentuma	219
5.6.	Momentum zarade	223
5.6.1.	Odnos između zarade i dobiti strategije momentuma	227
5.6.2.	Dvostruka analiza	228
5.6.3.	Sklonosti	232
<b>6.</b>	<b>EMPIRIJSKO TESTIRANJE MOMENTUM EFEKTA NA TRŽIŠTU KAPITALA</b>	<b>234</b>

6.1.	Definiranje metodologije istraživanja	234
6.2.	Postavke modela	236
6.3.	Ocjena rezultata testiranja i njihova analiza	242
<b>7.</b>	<b>ZAKLJUČAK</b>	<b>250</b>
<b>8.</b>	<b>LITERATURA</b>	<b>256</b>
<b>9.</b>	<b>POPIS TABLICA, SLIKA I PRILOGA</b>	<b>267</b>
9.1.	Popis tablica	267
9.2.	Popis slika	267
9.3.	Popis priloga	268