ANALIZA ODLUČIVANJA PORTFOLIO MENADŽERA NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

Bećir Kalač, prof. dr

Internacionalni – Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
becir.kalac@uinp.edu.rs

Elma Elfić, doc. dr

Internacionalni – Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
g.menadzer@uinp.edu.rs

Maida Mušović, mr

Državni Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
maida_musovic@hotmail.com

Apstrakt

Portfolio predstavlja kombinaciju različite aktive. Pod pretpostavkom efikasnog finansijskog tržišta tj. tržišta na kome se poslovne informacije odmah odražavaju na cijene hartija od vrijednosti, rizik i prinos na pojedine hartije su direktno proporcionalni. Drugim riječima, hartije od vrijednosti sa natprosečnim prinosima, po pravilu nose i nadprosečan nivo rizika. Prava kombinacija finansijske aktive, stoga nije za sve ista. Ona zavisi od ciljeva investitora tj. od njegove finansijske situacije i averzije prema riziku. Proističe da ne postoji hartija od vrijednosti za koju se može reći da je apsolutno dobra ili apsolutno loša za sve investitore.

Ključne riječi: portfolio menadžment, finansijska tržišta, hartije od vrijednosti

ANALYSING THE DECISIONS OF PORTFOLIO MANAGERS IN THE FINANCIAL MARKETS

Abstract

Portfolio is a combination of different assets. Under the assumption of efficient financial markets, i.e. market where business information is immediately reflected in the prices of securities, risk and return on individual securities are directly proportional. In other words, securities with above average yields, as a rule, carry an above-average level of risk. The right combination of financial assets is therefore not always the same. It depends on the investor's objectives, i.e. of his financial situation and risk aversion. It follows that there are no securities for which it can be said that they are absolutely good or absolutely bad for all investors.

Keywords: portfolio management, financial markets, securities

JEL codes: G11

UVOD

Portfolio menadžment ili upravljanje portfolio je termin koji sve više koriste poslovni ljudi u zemljama koje su u tranziciji. Iako je pojam označava kombinaciju (vrijedne strukture) u određene poslovne imovine tj. imovinu. Dakle, sve kompanije čim raspolažemo konceptualnim i vrijednosti strukture, to je portfolio kompanije. Isto važi i za obitelj ili drugim vlasnicima monetarnog ili materijalne imovine.

U užem smislu označava portfelja kompanije vlasničkih prava ili drugim vlasnicima hartija od vrijednosti (finansijskih instrumenata) i jednokratnu gotovine. Ovaj uži konceptualni izraz se sve više koristi kao opći pojam portfolio, i konceptualno se odnosi na poslovanje u finansijskim tržištima, na kojima je vještiti poslovanje s raspoloživim portfolio može povećati novca, papira (ili elektronske izgovara), također u pravu materijalnu imovinu. Svakako neuki i neuspješne poslovanje s raspoloživim portfelja imovine koje mogu smanjiti.

ZNAČAJ ODLUČIVANJA PORTFOLIO MENADŽERA

Brojne škole finansijskog biznisa usmerene su ka tome da se polaznici kvalifikovano obuča da formiraju i održavaju tzv. optimalni portfolio finansijske aktive, što predstavlja ne samo osnov zdravog poslovnog rasta svake firme, već često i osnov njenog održavanja i opstanka na turbulentnom globalnom i finansijskom tržištu.

Umješno poslovanje sa finansijama, odnosno umješno održavanje optimalnog portfolija raspoloživih hartija od vrijednosti pruža upućenim portfolio menadžerima brojne mogućnosti sticanja izuzetnih finansijskih i poslovnih efekata, sa kojima se vrhunski preduzetnici i menadžeri upravo i razlikuju od mase ostalih mediokritetnih pojedinaca.

Povećano interesovanje za finansije i finansijski menadžment, a u okviru toga i za menadžment finansijskih portfolija, doprinijelo je kreiranju nekoliko teorija vezanih za upravljanje portfoliom, koje su se učile ili se uče, na prestižnim univerzitetima i fakultetima, posvećenih edukaciji studenata i privrednika iz domena nauke o portfoliju. Ukoliko bi se izvršila globalna klasifikacija važećih teorija, razvrstavanje navedenih teorija bi se moglo izvršiti prema sledećim određenjima:

1. Psihološko - poslovni pristup, je tradicionalan i zasniva se na stanovištu da je najbolje da se vlasnici i menadžeri bave, i u finansijskom smislu, poslovima u kojima su se već dokazali, i prema kojim poslovima imaju određen afinitet. Prema ovom teorijskom stanovištu, posebno u oblasti finansijskog biznisa, veoma je rizično i opasno ulaziti u „neispitane vode“, tj. baviti se poslovima za koje vlasnici i menadžment firme nemaju odgovarajuća znanja i iskustva.
2. Tržišno- poslovni koncept je znatno ambiciozniji i zahtjeva od ovlašćenih menadžera i hrabrost i upornost, koje su osobine, potrebne kada se krene neispitanim putevima finansijskog i svakog drugog poslovanja. Navedeni koncept se zasniva na postulatu da su „stalne samo promene“ i da se shodno tome preduzetnici i menadžeri, koji vode određene firme i koji povlače određene finansijske poteze, moraju permanentno prilagođavati

novonastalim zbivanjima i okolnostima, koja se stalno dešavaju na tržištu, bilo tržištu materijalnih dobara i usluga- bilo na finansijskom tržištu. Ovaj koncept svakako ne negira činjenicu da je ulazak u „nepoznate prostore“ poduhvat koji uvijek nosi brojne rizike, ali da u današnje vrijeme sveopštih inovacija u svim domenima, pa i finansijskim, suočavanje sa rizikom postaje osnov svakog tržišnog poslovanja.

Navedeni koncept ne negira postojanje brojnih rizika koji se generiraju na finansijskom kao i svakom drugom tržištu, ali insistira na izgradnji posebnog menadžmenta tzv. "Menadžmenta rizika". Prema ovom konceptu svaki uočeni rizik treba procijeniti, i potom donijeti odluku da li u njega ulaziti i na koji način, ili ga izbeći ne ulazeći u neke aranžmane i neke poslove.

Tržišno poslovni koncept upravljanja portfoliom polazi takodje od toga da savremeni portfolio i drugi menadžeri, da bi uspešno upravljali sa raspoloživim i dostupnim portfoliom, treba pored znanja, iskustva i hrabrosti takode da raspolazu i sa odgovarajućim marketing informacionim sistemom vezanim za finansijsko poslovanje. Moderan marketing informacioni sistem koji se koristi u izvođenju menadžmenta kreiranja optimalnog portfolija- saglasno ostvarenom naučno-tehnološkom napretku, vezanom za razvoj kompjuterske elektronike i informisanja, svoje uporište nalazi upravo i u elektronskom sajber prostoru, gdje se odluke često donose i urgentno sprovode u vremenu od nekoliko minuta.

Evidentno je utvrđeno, sa brojnim dokazima iz prakse realnog i virtuelnog biznisa, da savremeni portfolio menadžeri, ukoliko žele da budu vrhunski u svom poslu takodje treba da raspolazu i sa odgovarajućim psihofizičkim sposobnostima, nužnim za odlučno i brzo reagovanje. Navedeni trebaju da imaju kvalitetno i ponekad i izuzetno sofisticirano znanje iz brojnih oblasti biznisa i finansija, bilo da su u pitanju odlučivanja strateškog ili operativnog (taktičkog) karaktera.

Bazične odluke koji savremeni portfolio menadžer treba skoro svakodnevno da donese tiču se utvrđivanja optimalnog odnosa između izvjesnih prinosa (od određenog poduhvata i posla) i izvjesnih rizika, ukoliko se u razmatrane poduhvate i poslove uključe sa celinom ili delom raspoloživih portfolija. I prinosi i rizici su funkcije tj. zavisno promenljive veličine, na koje utiče kretanje ponude i tražnje za određenim instrumentima finansiranja ili za deviznim i drugim sredstvima plaćanja, što je opet sve uslovljeno i nekim globalnim kretanjem na nivou tekuće ekonomije, politike i društvenih događanja u neposrednom nacionalnom ili širem međunarodnom okruženju. Polazeći od drevne alhemijske izreke da „sve zavisi od svega“ može se istaći da upravo ova izreka izražava i održava i zbivanja koja se svakodnevno odvijaju na brojnim finansijskim i drugim tržištima.

Vrhunski portfolio menadžeri dobro znaju da nesporna korelacija između prinosa i rizika- izražena kroz sintagmu: veći prinos- veći rizik, može u izvesnim izuzetnim situacijama da bude dovedena i u pitanje, ukoliko neki interni ili eksterni događaji ne poremete ovu korelaciju. Navedeno ukazuje, znači i na potrebu da portfolio menadžeri- pored čisto poslovnih i posebno finansijskih zbivanja, koja se dešavaju u bližem ili daljem okruženju, treba paralelno da prate i širi socijalni, politički i uopšte društveni kontekst u kome obavljaju svoj biznis. Riječ je o investicionoj analizi koju portfolio menadžer treba kontinuirano da izvodi. Pri tom navedena analiza ima dva obuhvata:

- U prvom obuhvatu analiziraju se činioci , događaji i okolnosti neposredno i direktno vezani za pribavljanje ili otuđenje tačno određenih hartija od vrijednosti, gdje se pri tom sagledavaju primarno faktori internog karaktera (kupci i ponuđači) vezani za izvestan konkretan finansijski posao,
- U drugom obuhvatu , koji je šireg karaktera analiziraju se činioci , događaji i okolnosti iz užeg i šireg makro poslovnog okruženja , koji više ili manje u bližoj ili daljoj budućnosti mogu- pozitivno ili negativno da utiču, na uspjeh razmatrane transakcije odnosno razmatranog biznisa.

Vrhunski portfolio menadžeri izvode u svakom razmatranom slučaju obe vrste analiza, da bi potom osnovu - uz najveći stepen izvjesnosti i uz objektivno procenjeni stepen rizika , donijeli optimalnu investicionu (kupoprodajnu) odluku. Poželjno je u svakom slučaju izvoditi obje vrste analize, bez obzira dali je reč o izvođenju aktivne ili pasivne investicione politike. Ponekad je , ne u malom broju slučajeva , nereagovanje najbolji strateški ili operativni potez. To se dešava u situacijama , kada je poslovno reagovanje - bilo u kom smislu da se ostvaruje manje povoljna opcija odlučivanja i reagovanja.

Navedeno što je istaknuto ukazuje na činjenicu da nema striktno utvrđene optimalne strategije portfolio menadžmenta, primenljive za svaku situaciju ponaosob. Svaka konkretna situacija zahtjeva i primjenu konkretne strategije odlučivanja i djelovanja primerene datoj situaciji. Navedeno takodje ukazuje da u biznisu portfolio menadžera nema standardnih tj. uvijek primjenljivih strategija nastupa. Za svaku konkretnu situaciju , treba se posebno pripremati i posebno tj. posebno djelovati.

Delovanje portfolio menadžera u raznim opcionim situacijama svakako je opredeljeno ne samo sa njihovim finansijskim potencijalima i ograničenjima , već je takodje opredeljeno i ciljevima , koje konkretan menadžer želi da ostvari u konkretnoj situaciji. A ti ciljevi svakako da nisu uvijek isti pored opšteg cilja vezano za uspješno finansijsko poslovanje i za maksimizaciju profita, u realnoj praksi biznisa pojedinih portfolio menadžera mogu se pojaviti i drugi specifični ciljevi. U pitanju može biti:

- Potreba i želja da se firma oslobodi hartija od vrednosti čija se profitabilnost smanjuje i kojima prolazi vek isplative finansijske upotrebljivosti;
- Potreba i želja da se firma situira sa novim svežim instrumentima finansiranja, odnosno da se "oslobodi" od postojećih raspoloživih instrumenata finansiranja koji "izbacuju" opadajuće prinose;
- Potreba i želja, da se raspoloživi finansijski portfolio diverzifikuje, kako se „sva jaja ne bi držala u istoj korpi“;
- Potreba i želja da se osvoje nova područja finansijskog poslovanja, kao što je naprimjer poslovanje sa finansijskim derivatima, ili poslovanje na novim neosvojenim tržištima;
- Potreba i želja da se uđe u nove investicione poduhvate većeg ranga, radi čega je potrebno osloboditi imobilisani finansijski kapital i pribaviti potreban iznos gotovine.

Spisak nametnutih ili odabranih okolnosti koje mogu da podstaknu portfolio menadžere da povuku određene strateške ili operativne poteze u cilju promjene raspoloživog portfolia svakako sa navedenim nabranjem nije iscrpen. Poslovni

život, takođe i poslovni život u domenu finansija, stalno mijenja okolnosti i nameće izazove kojima se portfolio menadžeri moraju permanentno prilagođavati.

U toku strateškog odlučivanja, prilikom donošenja krucijalnih odluka, kvalifikovani i odgovorni portfolio menadžer treba permanentno da procenjuje i „gradira“ realnu vrijednost i perspektivu svih raspoloživih papira od vrijednosti sa kojima raspolaže u svom portfoliju. Tom prilikom treba da preduzima angažovane mjere da papire manje prinosenosti a većeg rizika- mada prinosenosti i rizik idu zajedno, eliminiše iz svog portfolio asortimana, i da ih zamenjuje , ukoliko je to moguće, sa papirima veće prinosenosti i podnošljivog rizika.

Da bi bio u situaciji da procenjuje kvalitet svog portfolija, odnosno obim i sadržaj prinosa koje pojedini papiri iz raspoloživog portfolija donose, vlasnik portfolija odnosno portfolio menadžer treba da upoređuje profitnu stopu koju po pojedinim papirima od vrijednosti ostvaruje sa

berzanskim indeksima ostvarivanih prinosa, koji se redovno obavljaju. Ukoliko mu analiza pokazuje da su instrumenti finansiranja sa kojima raspolaže u svom portfelju natprosečno profitabilni, u tom slučaju ne treba ništa da mijenja već da postojeći portfolio zadrži u raspoloživoj strukturi i da ga eventualno- ukoliko mu mogućnosti dozvoljavaju, samo poveća. U suprotnom slučaju ukoliko analiza pokaže da njegovi papiri od vrijednosti donose manji prinos i ukoliko utvrdi da to traje već duže vreme - jer oscilacije su zakonite i stalne, u tom slučaju treba da izvrši konverziju papira od vrednosti manje prinosenosti za papire od vrednosti koji će donositi veći profit. Prilikom odlučivanja po ovom pitanju vlasnik papira (koji može biti i pravno i fizičko lice) odnosno portfolio menadžer treba da izračuna i troškove nameravane konverzije.

Riječ je o tome da, na berzi vrijednosnih papira ili na drugom mjestu i na drugi način , treba da proda manje prinodne hartije vrijednosti iz svog portfolija i da dobijeni novac potom uloži u kupovinu drugih profitabilnijih i prosperitetnijih instrumenata finansiranja. Sve i u finansijskom biznisu ima svoju cijenu, pa odluku po ovom pitanju treba donijeti tek posle pažljivo izvedene seriozne analize. Analiza svakako treba da obuhvati ne samo tekuće vrednosne odnose između pojedinih papira od vrijednosti, već takođe i buduće anticipirane odnose, za koje se osnovano može smatrati da će se u bližoj budućnosti uspostaviti. Po ovom pitanju treba posebno voditi računa da se ne prenagli, i da se ne donese brzopleta odluka, pod uticajem nekih privremenih tekućih berzanskih ili drugih zbivanja, koja vlasnika vrednosnih papira odnosno portfolio menadžera može da odvede u gubitke i probleme.

Navedeno što je istaknuto ukazuje na veliki značaj ne samo formalnog znanja iz oblasti portfolio menadžmenta već i na veliki značaj talenta za obavljanje ovih poslova. Pošto je ovdje riječ o sinteznoj sposobnosti da se sa jedne strane razumiju postojeći vrednosni odnosi uspostavljeni između pojedinih hartija od vrednosti na finansijskom tržištu a sa druge strane da se ispravno prognoziraju i odnosi koji će tek u budućnosti biti uspostavljeni, jasno je da je riječ o vrlo složenoj računici koja u sebi pored merljivih i uporedivih sadrži dosta i polumerljivih i nemerljivih i samim tim i neporedivih vrednosnih parametara. Ovo iz razloga jer na zbivanja na virtuelnom finansijskom tržištu, posredno ili neposredno veoma utiču upravo zbivanja na realnom tržištu proizvodnje i potrošnje odnosno ponude i tražnje brojnih

materijalnih proizvoda i usluga. Treba pritom imati u vidu da je finansijsko tržište- u izvjesnom smislu, samo finansijsko ogledalo realnog tržišta.

Značaj kvalitetnog odlučivanja portfolio menadžera ogleda se u još jednoj činjenici. Riječ je o tome da navedeni menadžeri ne obavljaju transakcione poslove samo za svoj račun odnosno samo za račun firme koja ih je angažovala. Uloga i društveni značaj ovih menadžera su se zadnjih decenija veoma proširili, pošto sve veći broj porodičnih domaćinstava drži svoju aktivu (imovinu) u nekom obliku raspoloživih papira od vrijednosti. Dok je prije jednog vijeka samo izuzetno mali dio odrasle populacije uopšte znao šta su to papiri od vrijednosti i shodno tome što su to portfeli ovih papira, danas se situacija u ekonomski razvijenim zemljama tržišne ekonomije, na kojima posluju finansijske berze i druga finansijska tržišta, potpuno promijenila. U zemljama Zapadne Hemisfere broj domaćinstava i pojedinaca, koji se bave drugim nefinansijskim poslovima, a koji raspolazu sa porodičnim odnosno ličnim portfeljom hartija od vrijednosti od jedne trećine do jedne četvrtine. Bez obzira na različite krizne udare, koji ciklično pogađaju kapitalističku privredu i društvo, i koji upravo svoj odraz neposredno imaju na finansijskim tržištima- kroz pad vrijednosti akcija i drugih papira od vrijednosti, ipak veliki broj građana smatra da je posjedovanje sopstvenog portfelja solidnih hartija od vrijednosti, najbolja zaloga za budućnost.

Navedenom trendu veoma doprinosi i proces razvlašćivanja države u domenu penzionog i zdravstvenog osiguranja i prebacivanju ovih osiguranja na privatne penzione i zdravstvene fondove. Hteli ili ne, socijalno odgovorni odrasli građani, moraju da se zainteresuju, a potom u upoznavaju, sa finansijskim mogućnostima koje im pružaju brojna finansijska tržišta.

ZAKLJUČAK

Aktivan portfolio menadžment dovodi do toga da se profitabilna preduzeća i projekti "transparentno legitimišu" kroz kontinuirano stabilno visok nivo cijena njihovih hartija od vrijednosti, sa tendencijama rasta. Time se racionalnim investitorima koji nisu u potrazi za kratkoročnim spekulativnim dobitcima, jasno stavlja do znanja "investirajte ovdje". Čak i u situacijama kada tranzitna snaga zarade preduzeća ili projekta nije dovoljna, ako postoji tendencija rasta cijena hartija od vrijednosti, investitori će zbog potencijalnih kapitalnih dobitaka ulagati svoj novac. Time se novac usmjerava u pravcu vitalnih preduzeća i projekata što je od izuzetne važnosti za dinamiku privrednog razvoja. Portfolio menadžment, će organizovati efikasno kretanje kapitala praćeno adekvatnom obradom u cilju stvaranja što većeg priliva kapitala u formi direktnih i portfolio investicija.

BIBLIOGRAFIJA

1. Farrell, J. L. Jr. (1993) Systematic Portfolio Management: Evolution, Current Practice and Future Direction, *Financial Analyst Journal*, 49 (5), pp. 12-16.
2. Kohn, M. G. (1994) Financial Institution and Markets. McGraw-Hill.

3. Sharpe, W., Alexander, G. J., Bailey, J. W. (1998) *Investments*, 6th edition. Prentice Hall.
4. Mech, T. S. (1993) Portfolio Return Autocorrelation, *Journal of Financial Economics*, 34 (3), pp. 307-344.
5. Erić, D., Bojović, P. (2005) *Menadžment hartija od vrednosti*. Kruševac: Fakultet za industrijski menadžment.
6. Kreso, S. (1999) Finansijsko tržište i vrednovanje vrijednosnih papira (obveznica i dionica), u: *Zbornik radova*. Sarajevo: Zavod za računovodstvo i reviziju Federacije Bosne i Hercegovine; 1999; str. 201-234.
7. Kalač, B. (2005) Uspostavljanje finansijskog tržišta i uključivanje preduzeća u finansijsko tržište. Kosovska Mitrovica: Doktorska disertacija branjena na Univerzitetu u Prištini.
8. Kalač, B., Bećirović, S. & Plojović, Š. (2013) *The Role of Financial Intermediaries in Equity Markets*, Regional Scientific Conference with International Participation "Effects of Global Risk in Transition Countries", pp. 273-278.
9. Bećirović, S., Plojović, Š. & Ujkanović, E. (2012) Analiza teorije portfelja, *Naučna konferencija "EDUKONS 2012"*, Sremska Kamenica: Univerzitet Edukons.

RESUME

Active portfolio management leads to a positive selection of profitable companies and projects, which causes a continuous high level of price of these securities, with a tendency of growth. Rational investors who are looking for short-term speculative gains, clearly select such securities. Even in situations where transit earnings of a company or project is not enough, there is a tendency of growth of prices of these securities, because investors will use the potential of capital gains. They will invest their money into vital enterprises and projects which is of great importance for the dynamics of economic development. Portfolio management, will cause an efficient movement of capital in order to create larger capital inflows in the form of direct and portfolio investments.