

STRATEGIJE PORTFOLIJO INVESTIRANJA

Be ir Kala , prof. dr

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

Ljiljana Berezljev, doc. dr

Fakultet za projektni i inovacioni menadžment
Beograd, Srbija

Mehmed Meta, prof. dr

Internacionalni Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
m.meta@uninp.edu.rs

Maida Mušovi , mr

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

Apstrakt

Portfolio analiza sagledava rizik i prinos pojedinih hartija od vrednosti kao i zbirne efekte u smislu rizika i prinosa pojedinih grupa hartija od vrednosti uzetih zajedno. Rukovode i se investitorovim ciljevima i preferencama u smislu odnosa između rizika i prinosa, određuju se kategorije hartija od vrednosti, pojedinačno ili u odgovarajućoj kombinaciji, koje se mogu uzeti u razmatranje prilikom konkretne konstrukcije portfolio.

Portfolio selekcija ili konstrukcija predstavlja odabir konkretnih hartija od vrednosti u koje treba investirati kao i određivanje proporcije između njih u ukupnoj investiciji sa ciljem da se najbolje odgovari preferencama investitora u smislu prinosa i rizika. Portfolio selekcija posebno mora voditi računa o vremenu investiranja, s obzirom na stanje finansijskog tržišta, i o diversifikaciji portfolia, u smislu izbora onih hartija koje uzete zajedno minimiziraju rizik za investitora.

Ključne riječi: Finansijska tržišta, portfolio, hartije od vrijednosti, investiranje

PORTFOLIO INVESTMENT STRATEGIES

Abstract

Portfolio analysis examines the risk and return of individual securities as well as collective effects in terms of risk and return of individual groups of securities taken together. Guided by the client's goals and preferences in terms of the relationship between risk and return, the

categories of securities are determined, either individually or in appropriate combination, which can be considered in the concrete construction of a portfolio.

Portfolio selection or construction represents a selection of specific securities to invest and determine the proportions between them in total investment in order to best suit the preferences of investors in terms of yield and risk. Portfolio selection particular must take into account the time of investment, given the state of the financial markets, and on the diversification of the portfolio, in terms of choice of those securities which, taken together, minimize risk for investors.

Key words: The financial market, portfolio of securities, investment.

JEL codes: G11

UVOD

Karakteristike hartija od vrednosti, njihovo vrednovanje kao i mogu nost utvr ivanja optimalnog portfolio na osnovu analiza i primenom principa diversifikacije daju analiti ku osnovu za formulisanje glavnih investicionih strategija. Razvoj procesa investiranja u poslednjim godinama rezultirao je uvo enjem velikog broja novih stilova i produkata menadžmenta investiranja. Investitori moraju da upravljaju svojim portfolijima i da donese investicione odluke. Oni koriste razli ite strategije, u zavisnosti od spremnosti na rizik poznavanja tržišta hartija od vrednosti i ciljeva investiranja.

Osnovni pristupi menadžmentu investiranja se ozna avaju kao pasivne i aktivne investicione strategije. Kako je svaka od navedenih strategija vezana za odre enu vrstu hartija od vrednosti, to ce predmet analize ovog dela rada biti ograni en na razmatranje stilova i tehnika upravljanja portfolija sa injenim od akcija i portfolija sa injenim od obveznica.

Aktivne strategije podrazumevaju takvo usmeravanje aktivnosti kojima ce se obezbediti zauzimanje pozicije razli ite od one koja bi se zauzela u slu aju pasivnog portfolio, odnosno donošenje odluke o tome koji je pasivni portfolio najbolji u smislu postizanja ciljeva ulaga a. Iako nema nikakvog opšteg dogovora o klasifikaciji stilova aktivnog menadžmenta akcijama, oni se mogu podeliti u tri grupe i to; tajmeri tržišta / market timers/, selektori sektora / sector selectors/ i selektori hartija od vrednosti / security selectors/.

PRIMENA STRATEGIJE PORTFOLIO INVESTIRANJA

U teoriji se obra uju a u praksi primenjuju brojne strategije portfolio investiranja. Štaviše, sa oboga ivanjem i usložnjavanje biznisa vezanog za investiciono portfolio investiranje, sto se izražava i kroz pojavu novih papira od vrednosti / tzv. Finansijskih derivata/, kao i sa razvojem kompjuterske i druge koriš ene tehnologije, broj ovih strategija neprestano se pove ava. U kreiranju novih i u implementaciji postoje ih strategija kako nau nici istraživa i / teoreti ari/ tako i portfolio menadžeri /prakti ari/, svesni su injenice da ne postoji jedna optimalna strategija portfolio investiranja primenjiva za sve investicione biznise, za sve prostore i za sva vremena.

Svima je već odavno jasno da svako investiciono ulaganje, kao i kreiranje svakog paketa portfolija, zahteva posebnu strategiju prilagodbenu datom kontekstu- prostoru i vremenu. Navedeno uslozava kako istraživački postupak, tako i primenu određenih teorijski konstituisanih strategija, koje se posle modelskog testiranja mogu primeniti u realnoj praksi.

Kada je reč o izboru optimalne strategije portfolio investiranja obično se misli na izbor optimalne strategije diversifikacije raspoloživog portfolija.

Dobra diversifikacija portfolija oznaka je i dobre strategije investicionog ulaganja. Drugim rečima dobra diversifikacija papiri od vrednosti i dobra strategija investiranja su „braća blizanci“.

U teoriji je napravljena globalna podela strategija investiranja u hartije od vrednosti na dve grupe. U navedenom smislu se diferenciraju tzv. Pasivne strategije investicionog ulaganja i aktivne strategije takodje investicionog ulaganja. Razlika između u ovih strategija je u tome na koji način se donose investicione odluke; pasivno / čekaju i/ ili aktivno / deluju i/. U osnovi najveći i broj strateskih pristupa je mešovito; pasivno-aktivnog karaktera.

PASIVNE STRATEGIJE PORTFOLIO MENADŽMENTA

Kao što je već istaknuto pasivne strategije portfolio menadžmenta zasnivaju se na praćenju tržišnih indeksa kretanja određenih hartija od vrednosti i na toj osnovi preduzimanju mera za promenu strukture raspoloživog portfolija u pravcu postizanja optimalnog strukturnog odnosa.

Navedeni strateski pristup bio je apsolutno dominirajuć i ranijih decenija. Tada su se kupci-investitori u svojstvu pasivnih portfolio menadžera držali, u svom portfolio odlučivanju, tržišnih indeksa koje su objavljivale renomirane agencije za utvrđivanje kreditnog rejtinga kotiranih akcionarskih društava i drugih nosioca tržišnih aktivnosti.

Implementacija pasivnih strategija portfolio menadžmenta odvijala se uvek preko odgovarajućeg indeksnog fonda preko kojeg se posredno vršila ekstrapolacija vremenskih serija / ekstrapolacija trenda/ kretanja određenih papira od vrednosti. Sistem se naziva pasivni iz razloga što je baza za investiciono odlučivanje utvrđivana na osnovu proteklih tržišnih kretanja vrednosti i cena kotiranih papira od vrednosti. Na osnovu izraza unatrag proteklog trenda kretanja vrednosti i cena navedenih hartija od vrednosti opredeljeni su i parametri i za budućnost. To je portfolio menadžerima predstavljalo osnov za donošenje sopstvenih investicionih odluka vezanih za kupovinu i/ili prodaju navedenih papira od vrednosti i u sadašnjosti i u budućnosti.

Ceo model primene pasivnih strategija portfolio menadžmenta baziran na indeksnom načinu izražavanja ciljnih vrednosnica zasniva se na stanovištu da se tržišne cene odgovarajućih papira od vrednosti ne formiraju samo na osnovu rentabiliteta poslovanja primarnog emitenta tih papira, već se navedene cene formiraju i na osnovu određenih tržišnih varjabila, koje odražavaju vrednosne i cenovne odnose između pojedinih instrumenta finansiranja. Svakako da su relevantne varjabile- posmatran sa aspekta pojedinih hartija od vrednosti, različite. U

izvesnim slu ajevima re je o samo jednoj dominiraju o j varjabili, sto znaci da je u pitanju tzv. Jednoindeksni model. Jednoindeksni model se zasniva na pretpostavci da prinosi na sve hartije od vrednosti zavise samo od jednog zajedni kog a abaznog faktora, koji se vrednosno na finansijskom tržištu izražava preko indeksa / vremenskog pomeranja vrednosti/ navedenog faktora.

U navedenom slu aju re je o nekom relevantnom faktoru naj eš e makroekonomskog karaktera- npr. Stopa rasta društvenog BP, stopa rasta inflacije, monetarno-kreditna politika, institucionalna regulative u odre enim oblastima stvaralastva ili nešto drugo.

Suprotno jednoindeksnim modelima koji se baziraju na jednom orijentiru, višeindeksni modeli se zasnivaju na obra unu u koji se ubacuje vise relevantnih, a uticucih, inioca. Posto je ovde re o tretiranju vise nezavisnih promenljivih, obra una tekue i budu e cene kotiranih papira od vrednosti je nešto složeniji, nego kod primene jednoindeksnog pristupa. Kod višeindeksnog modela obra una vazno je utvrditi i koliki je uticaj pojedinih tretiranih inilaca na kretanje cena, posto je logi no da svi inioci nemaju u navedenom smislu isti uticaj na sve papire od vrednosti. Tako na primer ukoliko se vrši indeksiranje i obra un cena papira od vrednosti, koje su izdali emitenti iz oblasti proizvodnje i prometa poljoprivrednih proizvoda, važan inilac za obra un cena ovih papira je svakako i podatak o tekuo j ponudi i tražnji, kao i formiranim cenama odre enih poljoprivrednih proizvoda. Navedeni podatak na primer nije uopšte važan kod indeksiranja i berzanskog kotiranja cena papira od vrednosti koje su emitovali proizvo a i iz metalurškog kompleksa stvaralastva.

Investitori, koji se svojim obra unima vrednosti pojedinih hartija od vrednosti drže usvojenih modela pasivnih strategija portfolio menadžmenta koriste indeksne podatke poznatih i velikih svetskih berzi i berzi vrednosnih papira, svakako onih koje najrealnije održavaju uspostavljene indeksne odnose.

Treba ukazati i na injenicu da privla nost pojedinih papira od vrednosti, kada je re o akcijama i akcijskom kapitalu, opredeljuje i politika dividendi koju primenjuju odre ni emitenti. U navedenom smislu utvr ena je direktna veza izme u obra unate dividendne stope i iznosa ispla ivanih dividend sa jedne strane i stepena opredeljenja investitora sa strane- naro ito malih investitora, za kupovinom akcija odre ene korporacije. Izdašna dividendna politika gde se oprihodovane akcije ispla uju u gotovini, uvek je privla ila ovaj tip investitora.

AKTIVNE STRATEGIJE PORTFOLIO MENADŽMENTA

Za razliku od pasivnih strategija portfolio menadžmenta, koje se zasnivaju na pra enju berzanskih indeksa kretanja cena pojedinih papira od vrednosti i njihovom investicionom prilago avanju, kod primene aktivnih strategija investitori u obra un isplativosti pojedinih papira od vrednosti ugra uju i svoje li ne opservacije , donekle nezavisne od tržišnih informacija, i na osnovu tih opservacija odlu uju u kom pravcu treba investiciono da se angažuju i da djeluju. Primena aktivnih strategija portfolio menadžmenta zasniva se na razli itim modelskim pristupima. Koji ce modelski pristup biti koriš en u odre enoj

situaciji zavisi od tipa portfolio menadžera, tj. od njegovih profesionalnih preferencija, a takodje zavisi i od konkretnog konteksta u kome se vrši konkretan obra un i odlu ivanje.

Jedan od cesto koriš enih pristupa kod primene aktivne strategije portfolio menadžmenta zasniva se na tome da profesionalni investitor-naj eš e berzanski broker ili od strane drugog lica ovlaš eni diler, prebira po portfolio kotiranih hartija od vrednosti, na jednoj ili na vise berzi, u cilju iznalaženja, za njega privla nih proizvoda . Cilj istraživa a jeste da prona e i identifikuje tržišno podcenjenje hartije od vrednosti, koje znaci realno vise vrede, i da ih kupi za sebe ili za svog nalogodavca. Pre ili kasnije tržište e utvrditi realnu vrednost tih instrumenata finansiranja, sto ce posledi no dovesti i do pove anja njihove tržišne cene. Razlika izme u nove / vise / i ranije nize cene, po kojoj su predmetni papiri od vrednosti kotirani, predstavlja u tom slu aju kapitalni dobit kupca. Navedeno sto je istaknuto ukazuje da berzansko tržište hartija od vrednosti ije i ne mora uvek biti apsolutno objektivno u proceni i odre ivanju vrednosti pojedinih papira od vrednosti. Upravo na ovoj nesavršenosti tržišta se i zasniva jedan od modela i pristupi iz korpusa aktivnih strategija portfolio menadžmenta.

Takodje jedan od cesto koriš enih na ina aktivnog delovanja na kreiranju optimalnog portfolio hartija od vrednosti zasniva se na tome da kupac-investitor, pre svoje odluke o kupovini odre enih hartija od vrednosti, u svom odlu ivanju, pored berzanskih indeksa koristi i svoje istraživa ke metode da bi došao do pravilne odluke. Model se zasniva na tome sto portfolio menadžer-specijalista u svojoj oblasti, vrši autonomnu vrednosnu selekciju pojedinih grana i delatnosti, da bi po osnovu procene prosperitetnosti biznisa u tim granama i delatnostima u budu nosti, utvrdio u kojim privrednim sektorima je naj mudrije da ulaze svoj kapital. Ovde je svakako re o izvesnom prognoziranju budu nosti sto, ukoliko se prognoza dobro izvede, omogu uje prognozeru da donese optimalne odluke u vezi predstoje eg investiranja. Analiza ovog tipa svakako je detaljna i da bi bila uspešna, mora da obuhvati vise me usobno povezanih parametara; postoje u ponudu i tražnju proizvoda i/ ili usluga posmatrane grane; postoje e i potencijalne preferencije kupaca za proizvodima i/ili uslugama posmatrane grane ; potencijalne mogu nosti tehnološkog, tržišnog i drugog razvoja ove grane i druge relevantne obra unske parametar.

Kao sto može da se zaklju i bazi ne kupo-prodajne investicione odluke portfolio menadžera, koji koriste ovaj pristup, takodje se zasnivaju na odgovaraju em prognoziranju / predvi anju / budu nosti pri emu se ove prognoze ne odnose na konkretne emitente papira od vrednosti /iz prvog primera/ ve se odnose na odre ene grane i delatnosti.

Aktivne strategije portfolio menadžmenta operišu nesumnjivo sa tri dimenzije vremena; sa prošloš u, sadašnjoš u i sa budu noš u. Po ovome se ove strategije takodje razlikuju od pasivnih strategija, koje se primarno odnose na samo dve dimenzije vremena; na prošlost i na sadašnjost.

Aktivne strategije portfolio menadžmenta koriste se kod prometa/ kupovine i prodaje/ svih vlasni kih hartija od vrednosti / akcija/ a takodje i kod prometa dužni kih hartija od vrednosti /obveznica/ koje su uglavnom dugoro nog

karaktera i tji se promet vrši na tržištu kapitala. Hartije od vrednosti koje se nude i prodaju na nov anim tržištima kratkoro nih instrumenata finansiranja- zbog kratko e vremena njihove važnosti, retko su predmet sagledavanja i odlu ivanja sa aspekta aktivnog pristupa.

Posmatrano sa aspekta rizika, može se zaklju iti da aktivan strateski pristup ukoliko se dobro izvede, obezbe uje po pravilu ve i investicioni prinos. Me utim ovaj pristup, po prirodnom toku stvari inkorporira u sebe i ve i rizik. Pogrešna li na procena lako može da odvu e kupca- investitora u gubitke i velike finansijske problem. Posao ovog tipa je ipak samo za vrhunске portfolio menadžere sa izuzetnim sposobnostima dobre procene prošlosti, sadašnjosti i budu nosti.

INVESTICIONE STRATEGIJE U OBLASTI AKCIJA i OBVEZNICA SA BUDUCIM MATERIJALNIM OBAVEZAMA

injenica je da se emitovanje svih hartija od vrednosti vrši radi ostvarivanja određenih finansijskih efekata, koji mogu biti razli itog karaktera. Cisti / profitni/ efekti se dobijaju kada se ostvareni prihodi od raspoloživih hartija od vrednosti umanje za pripadaju e materijale obaveze i troškove. Treba takodje ukazati na injenicu da je emitovanje i posedovanje razli itih hartija od vrednosti svakako vezano i za posedovanje razli itih obaveza i troškova, zavisno od toga, koji biznis se obavlja sa odgovaraju im vrednosnim papirima, a takodje i zavisno od toga koji biznis je u pitanju u konkretnom slu aju.

Upu eni portfolio menadžeri znaju da tip / karakteristike/ i kontekst opredeljuju prihodnost profitabilnost od posedovanja određenih instrumenata finansiranja. U navedenom smislu instrumenti finansiranja su razvrstani u dve grupe, zavisno od toga da li su sve pripadaju e materijalne obaveze navedenih instrumenata i troškovi koji iz njih slede, unapred poznati ili nisu.

U prvu grupu hartija od vrednosti spadaju one hartije, kod kojih je sve unapred poznato- i prihodi i troškovi. U taku vrstu hartija od vrednosti spadaju na primer kratkoro ne obveznice. Kod ovih instrumenata finansiranja sve po osnovu zaklju enog ugovora unapred poznato, tj. fiksno i nepromenljivo.

Drugu grupu hartija od vrednosti ine one hartije, kod kojih je manje poznato, ili cak i potpuno nepoznato, kakve finansijske efekte i prihode i troškove može da stvori posedovanje ovih hartija od vrednosti. Tipi an primer ovih hartija od vrednosti su akcije gde je, posebno u dužem roku, apsolutno ili relativno nepoznato, koji prinosi a koji troškovi se mogu o ekivati od posedovanja ovih papira od vrednosti. O ekivani prinos od akcije- dividend i kapitalna dobit, je u principu uvek- posebno za duži rok, uvek nepoznata veli ina. To je veli ina koja zavisi od brojnih inilaca eksterno /tržišnog/ i internog /unutar organizacijskog/ karaktera. Ukoliko akcionarsko društvo dobro posluje, i ukoliko organi akcionarskog društva vode izdašnu politiku u pogledu raspodele i isplate dividend, prihod od posedovanih akcija ce za zainteresovanog investitora svakako biti odgovaraju e zadovoljavaju e veli ine. Medjutim ukoliko se taj prihod akcionaru isplati u gotovini za slobodne namene, u tom slu aju se dobijeni

profit oporezuje od strane države, sto za posednika akcije predstavlja trošak koji umanjuje njegovu dividend. U navedenom primeru ni prihod ni trošak nisu za investitora unapred poznate veli ine. Njihovo utvrđivanje i naplata /dividende/ i isplata /poreza/ tek ce se naknadno utvrditi posle završenih poslova i izvedenih obra una - i uprave akcionarskog društva i poreskih službi države.

ZAKLJU AK

Navedeno sto je istaknuto ukazuje na injenicu da odgovoran portfolio menadžer, u donošenju i sprovođenju svojih poslovnih odluka- vezanih za kupovinu i prodaju papira od vrednosti, mora precizno da vodi ra una o svim prihodno-rashodnim aspektima izvedenih transakcija. Tek sa obra unom svih pozicija koje predstavljaju nov ani priliv i nov ani odliv, vezan za konkretan paket raspoloživih hartija od vrednosti /raspoloživi portfolio/, navedeno može da donese odgovaraju u ispravnu odluku vezanu za pribavljanje odnosno otudjenje odredjenih hartija od vrednosti.

Imaju i u vidu da je menadžment portfolio dinami an posao, ije se odvijanje mora svakodnevno pratiti i po potrebi uskladjivati, jasno je da odabrana strategija portfolija i investiranja, inkorporira u sebi brojne iniocce merljivog, polumerljivog i nemerljivog karaktera. Od dejstva tih iniocca i reakcije portfolio menadžera na ispoljena dejstva, svakako da zavisi sa kakvim paketom portfolio raspolaže konkretan menadžer- sa „ zlatnom kokom koja nosi zlatna jaja,, ili sa "vru im krompirom" koga treba sto pre da isturi iz ruke. Upravo dobro razlikovanje izmedju ova dva pojma razlikuje medikritetne portfolio menadžere od vrhunskih.

BIBLIOGRAFIJA

1. Farrwoll, J.L. Jr (1993) Systematic Portfolio Management; Evolution, Current Practice and Future Direction , Financial Analzst Journal, 49 /5/, pp 12-16.
2. 2. Kohn, M.G. (1994) Financial Institution and Markets. Mc Graw-Hill.
3. Sharpe, W ., Aleksander, G.J., Bailez, J.W. (1998) Investments, 6 th edition. Prentice Hall.
4. Mech, T. S. (1993) Portfolio Return Autororrelation, Journal of Financial Economics, 34 /3/, pp 307-344.
5. Eri , D., Bojovi P. (2005) Menadžment hartija od vrednosti. Krusevac; Fakultet za industrijski menadžment.
6. Kreso, S. (1999) Finansijsko trziste i vrednovanje vrijednosnih papira /obveznica i dionica/, u; Zbornik radova Sarajevo; Zavod za racunovodstvo i reviziju Federacije Bosne i Hercegovine; 1999; str. 201-234.
7. Kala , B., Be irovi , S & Plojovi , 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.

8. Beirovi, S., Plojovi, Š. & Ujkanovi, E. (2012) Analiza teorije portfelja, Nauka na konferenciji „EDUKONS 2012, Sremska Kamenica: Univerzitet Edukons.
9. Kala, B., Elfi, E. & Mušovi, M. (2014) Analiza odlučivanja portfolio menadžera na finansijskim tržištima. *Ekonomski izazovi*, Vol. 3, br. 6, str. 64-70.

RESUME

Portfolio analysis examines the risk and return of individual securities as well as collective effects in terms of risk and return of individual groups of securities taken together. Guided by the client's goals and preferences in terms of the relationship between risk and return, the categories of securities are determined, either individually or in appropriate combination, which can be considered in the concrete construction of a portfolio.

Portfolio selection or construction represents a selection of specific securities to invest and determine the proportions between them in total investment in order to best suit the preferences of investors in terms of yield and risk. Portfolio selection particular must take into account the time of investment, given the state of the financial markets, and on the diversification of the portfolio, in terms of choice of those securities which, taken together, minimize risk for investors.

Bearing in mind that the management of a dynamic business portfolio must daily monitor and, where appropriate, coordinate the portfolio, it is clear that the chosen strategy and portfolio investment, incorporates in itself a number of factors, which are fully or partly measurable, or even immeasurable. Every successful portfolio manager must take into account these facts.