



INVESTIRANJE U FUNKCIJI RASTA I RAZVOJA PREDUZEĆA

INVESTING IN THE FUNCTION OF COMPANY GROWTH AND DEVELOPMENT

Milena Kovač, *Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad*

Oblast – INDUSTRIJSKO INŽENJERSTVO I MENADŽMENT

Kratak sadržaj – U radu je prikazana analiza investiranja u funkciji rasta i razvoja preduzeća. Koristile su se strategije upravljanja portfoliom – aktivna i pasivna strategija, te je objašnjen njihov značaj kroz analizu portfolija akcija Komercijalne banke a.d. Beograd i Zagrebačke banke dd. Zagreb.

Abstract – *The paper presents an analysis of investments in the function of company growth and development. Portfolio management strategies were used - active and passive strategies, and their importance was explained through the analysis of the portfolio of shares of Komercijalna Banka a.d. Beograd and Zagrebacka banka dd. Zagreb.*

Ključne reči: *Investiranje, rizik, diverzifikacija, strategije upravljanja portfoliom*

1. UVOD

Investiranje je postupak određenih radnji koje za krajnji cilj imaju racionalna finansijska ulaganja novca, deviza i kapitala u projekte i programe koje će ostvarenim neto-profitom vratiti uloženu imovinu uvećanu za određeni tržišni prinos. Pojam investicija se može definisati na više načina u zavisnosti od toga u kom kontekstu se spominju, a predstavljaju ulaganja trenutnih sredstava, kako bi se kasnije ostvarila određena dobit [1].

Rad u uvodnom delu ukazuje na značaj strategije upravljanja portfoliom, kao i na strategije upravljanja rizicima, koji su nezaobilazni element poslovanja svakog preduzeća. Intencija ovog rada je da se na jedan celovit, sažet i razumljiv način ukaže na značaj i ulogu investicija, sa posebnim akcentom na rizik/prinos karakteristike, u cilju unapređenja procesa investiranja.

Takođe, cilj je i da se pokaže koliko je pažnje potrebno posvetiti samom finansiranju poslovanja preduzeća, rizicima sa kojima se susreće prilikom investiranja sredstava, ali i kreiranja odgovarajućeg portfolija. Značajan akcenat u radu će biti stavljen na pojedine strategije upravljanja portfoliom, kao i performanse koje se njima postižu. U prethodno pomenutu analizu polazi se od portfolija kreiranog samo od rizične aktive, odnosno akcija kompanija „Komercijalna banka“ a.d. Beograd iz Srbije i „Zagrebačka banka“ d.d. iz Hrvatske, u ravnopravnom odnosu.

NAPOMENA:

Ovaj rad proistekao je iz master rada čiji mentor je dr Vladimir Đ. Đaković, vanr. prof.

2. ANALIZA STRATEGIJE UPRAVLJANJA PORTFOLIOM KAO ZNAČAJAN FAKTOR PROCESA INVESTIRANJA

Skup ili kombinacija različitih hartija od vrednosti, koje su u vlasništvu finansijskih institucija ili individualnih lica, naziva se portfoliom (eng. *Portfolio*). Jedna od značajnijih podela portfolija vrši se na osnovu aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Bafet smatra da menadžeri koji aktivno upravljaju portfoliom neprestano kupuju i prodaju veliki broj običnih akcija.

Njihov zadatak jeste da zadovolje želje svojih klijenata i da portfoliom bude pozitivan u odnosu na tržište u celini. S druge strane, indeksno investiranje zasniva se na pasivnom upravljanju portfoliom, odnosno sintaksom „Kupi i drži“, koje podrazumeva prikupljanje, a zatim držanje portfolija običnih akcija, sačinjenog tako da prati kretanje određene vrste indeksa [2].

Pod diverzifikacijom portfolija podrazumeva se raspoređivanje ulaganja na veći broj aktiva sa namerom da se smanji ukupan rizik portfolija.

Diverzifikacija predstavlja postupak kojim se kreira portfoliom od različitih instrumenata, od kojih svaki od njih nosi određeni prinos, ali i rizik.

Cilj diverzifikacije jeste u kreiranju optimalnog portfolija koji ima najpovoljniju kombinaciju rizika i očekivanog prinosa [3].

Cilj portfoliom menadžmenta je da kreira takav portfoliom koji će uz dati prihvatljivi nivo rizika, imati najveću moguću stopu prinosa ili da uz utvrđenu željenu stopu prinosa, nađe takav portfoliom koji nosi najmanji mogući rizik. Poznato je da investitori imaju averziju prema riziku, odnosno, da od dva sredstva sa jednakom stopom prinosa biraju onu sa manjim rizikom.

Odabir između prinosa i rizika se razlikuje od investitora do investitora. Proces investiranja u hartije od vrednosti, započinje formiranjem adekvatnog portfolija. Na početku se postavlja cilj investiranja, od kog u najvećoj meri i zavisi struktura samog portfolija, odnosno odnos rizične i bezrizične aktive.

U bezrizičnu aktivu spadaju prvenstveno obveznice, a u rizičnu aktivu spadaju akcije, odnosno portfoliom akcija. Kada se donosi odluka o raspodeli sredstava, potrebno je izvršiti rizik/prinos karakteristika investicije.

Na raspodelu sredstava značajno utiče i odnos investitora ka riziku. Najveći uticaj na raspodelu sredstava na rizičnu i bezrizičnu aktivu ima nivo averzije investitora ka riziku. Viši stepen averzije prema riziku znači veće učešće bezrizične aktive u portfoliju.

Niži stepen averzije prema riziku, podrazumeva veće učešće rizične aktive u portfoliju. Ukoliko je investitor spreman da prihvati veći rizik zarad većeg mogućeg

prinosa, to veoma često može rezultirati zaduživanjem investitora.

Sastav portfolija je moguće konstantno menjati, ako se tokom posedovanja određenih hartija od vrednosti, promene ciljevi investiranja [4].

U opštem smislu, portfolio strategije se mogu podeliti na aktivne i pasivne, a postoje i one koje u sebi sadrže elemente oba pristupa. Investitori koji kupuju hartije od vrednosti sa ciljem da ih duži vremenski period zadrže u posedu radi ostvarenja prinosa od kamata, povećanja cena ili po osnovu dividende primenjuju pasivnu strategiju. Pasivan stil upravljanja investicijom primenjuju oni koji veruju da su tržišta efikasna, tj. da su cene hartija od vrednosti odraz njihove realne vrednosti.

Stoga će investitor koji veruje u efikasnost tržišta svoju pažnju usmeriti ka kreiranju dobro diverzifikovanog portfolija. Investitor koji primenjuje pasivnu strategiju investiranja se umesto pokušaja da "pobedi" tržište, radije opredeljuje za jednostavnu diverzifikaciju tj. ulaganje u veći broj različitih hartija, poštujući princip "Ne stavljaj sva jaja u jednu korpu" [4].

U praksi postoje dve osnovne strategije pasivnog upravljanja portfoliom:

1. Kupi i drži (*Buy and Hold*),
2. Indeksacija (*Indexing*).

Aktivni portfolio menadžment predstavlja najskuplji investicioni pristup. Veliki broj aktivnosti koje ulaze u sastav aktivnog portfolio menadžmenta kao što su istraživanje i trgovina hartijama od vrednosti, proizvode određene troškove koji nisu karakteristični za pasivne pristupe portfolio investiranju. Mnoge studije pružaju dokaze da aktivni portfolio menadžeri ne uspevaju da ostvare investicione prinose dovoljne za pokriće ovih troškova [5].

Aktivne strategije se mogu klasifikovati kao strategije:

1. "Od vrha na dole" (*top-down approach*) ili
2. "Od dna ka vrhu" (*bottom-up approach*). [6]

Kod strategije od vrha na dole, portfolio menadžer prvo sagledava stanje celokupnog tržišta, a potom procenjuje privlačnost pojedinih sektora finansijskog tržišta i opredeljuje se da li će i koliko investirati u akcije, obveznice ili druge finansijske derivate. Ako se opredeli da investira u akcije, analizira koji je to privredni sektor u ekspanziji i na kraju bira konkretne akcije iz tog sektora za portfolio.

Za razliku od navedene strategije, kod strategije "od dna ka vrhu" portfolio menadžer ne kreće od analiziranja celokupnog finansijskog tržišta, nego se odmah usmerava na individualne hartije od vrednosti, koje analizira koristeći se tehničkom analizom.

U narednoj tabeli dat je pregled uporedne analize aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom (Tabela 1).

Pitanje rizika, njegove veličine i porekla je jedno od ključnih pitanja prilikom analize i donošenja svake odluke o investiranju. Svako ljudsko delovanje je povezano sa izvesnom dozom rizika.

Visina rizika i uticaj pojedinih faktora rizika na tok neke odluke o investiranju u velikoj meri je zavisno od sposobnosti pojedinca, da na vreme predvidi eventualna odstupanja, koja mogu nastati na planirana stanja i da na vreme preuzme korektivne akcije.

Tabela 1. Komparativna analiza aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom [7]

	Aktivna strategija upravljanja portfoliom	Pasivna strategija upravljanja portfoliom
Efikasnost tržišta	Niska	Visoka
Zadatak menadžera	Naći potcjenjene hartije od vrednosti	Naći reporni indeks
Struktura portfolija	Najperspektivnije hartije od vrednosti	Isto kao u indeksu
Revizija portfolija	Stalni	Retki
Troškovi upravljanja	Visoki	Niski

3. INVESTIRANJE U FUNKCIJI RASTA I RAZVOJA PREDUZEĆA

Poznato je da svako istraživanje započinje analizom, a saznanje se završava sintezom, kojom se oblikuje konačna slika predmeta proučavanja. Značaj sinteze je naročit kod istraživanja gde se stvarnost objašnjava putem spajanja jednostavnih u kompleksne oblike, tako da se stvori jedinstvena celina sa međusobno povezanim elementima. Predmet istraživanja jeste analiza investiranja u funkciji rasta i razvoja preduzeća sa posebnim akcentom na njeno formulisanje, implementaciju i evaluaciju.

Kako bi istraživanje bilo što adekvatnije, uzorak istraživanja predstavlja portfolio sačinjen od akcija finansijskih institucija, „Komercijalne banke“ ad i „Zagrebačke banke dd Zagreb. Analiza obuhvata period od 2013. do 2017. god. Strategija aktivnog upravljanja portfoliom podrazumeva aktivno upravljanje tokom celokupnog perioda posedovanja određenih HOV, pa je iz tog razloga neophodno prilikom donošenja odluka o kupovini i prodaji upotrebiti neki od metoda tehničke analize. U ovom radu, za analizu će se koristiti indikator SMA (10), koji predstavlja jedan od najčešće korišćenih indikatora pokretnog proseka. Metoda pokretnih proseka meri prosek za određeni vremenski period. Svaki novi podatak se uprosečuje sa prethodnom grupom podataka.

Pokretni proseci su pogodni za analizu, i iz tog razloga se često koriste, jer eliminišu ekstremne vrednosti na tržištu i ukazuju na smer kretanja na tržištu. Pokretni proseci se mogu upotrebiti na svim vremenskim okvirima, ali su mnogo efikasniji kada se radi trgovanje na duži vremenski period. Može se koristiti u kombinaciji sa različitim indikatorima. Pokretni proseci mogu biti obični (*simple moving average – SMA*) i eksponencijalni pokretni proseci (*eksponential moving average*).

Pokretni proseci analiziraju kretanje cene i pokretnih proseka. U slučaju kada je cena iznad pokretnog proseka, trend traje, kad se spusti cena ispod pokretnog proseka, počinje neka vrsta konsolidacije, gde može doći do promene trenda ili nastavka tog trenda, ako tržište ponovo dobije snagu za kupovinu tog instrumenta. Veoma je važno koji se vremenski period uzima kao relevantan. Postoje različite kombinacije, a opredeljenje zavisi od onoga šta se želi postići. Bitno je znati odrediti gde je maksimizacija profita na tržištu, odnosno kada je pokretni prosek prepoznao trend. Takođe, postoji mogućnost da

signal koji nam da pokretni prosek ne bude uspešan. Od velike važnosti je poznavati preferencije rizika investiranja, kao i u kom momentu treba izaći iz pozicije, kako bi maksimizirali uspeh na tržištu.

4. METODE I PRAVILA UPRAVLJANJA RIZIKOM U FUNKCIJI MAKSIMIZACIJE PRINOSA OD AKTIVNOSTI INVESTIRANJA

Rizikom se mora upravljati, posebno u delu kontrole i finansiranja rizika. Za tako nešto su razvijeni i adekvatni modeli, ali i pravila kojih se treba pridržavati kako bi se ostvarili dobri rezultati. Kada je reč o metodama za upravljanje rizikom one se mogu podeliti na dve osnovne grupe: metode za kontrolu rizika i metode za finansiranje rizika.

Metode za kontrolu rizika – omogućavaju izbegavanje, prevencija i smanjenje rizika odnosno sprečavanje i kontrolu gubitka, i minimiziranje različitih gubitaka, ako do njih dođe.

1. Metoda za izbegavanje rizika znači da lice ne želi da prihvati rizik. To se postiže ne angažovanjem u akciji koja može da dovede do rizika, što je negativan pristup u rešavanju rizika.
2. Metoda za smanjenje rizika se sastoji u primeni savremenih metoda preventive. Preventiva predstavlja skup aktivnosti koje su usmerene ka sprečavanju nastanka štetnog događaja, tj. smanjene mogućnosti da do njega dođe i da, ako do njega dođe posledice budu što manje.

Metode za finansiranje rizika – podrazumevaju zadržavanje i prenos rizika. Zadržavanje može biti udruženo sa specifičnim alokacijama u budžetu za pokrivanje neosiguranih gubitaka i može biti podržano prikupljanjem sredstava. Prenos može biti ostvaren kroz ugovorene odredbe, kroz obveznice, predugovore tzv. neosigurani transfer, kroz osiguranje, itd.

1. Metoda zadržavanja rizika – predstavlja uobičajeni metod rešavanja rizika, kada lice ne preduzima ništa (svesno ili nesvesno) da izbegne, umanjiti ili prenese rizik. Rizike niskog iznosa i niskog potencijalnog gubitka bi trebalo zadržavati.
2. Metoda prenosa rizika – rizik se može preneti sa jednog lica na drugo lice koje je spremnije da snosi rizik (proces osiguranja od gubitka, gde se pojedinac zaštićuje od rizika gubitka kupovinom ili prodajom nekog dobra za koji se procenjuje da neće imati gubitak).

Može se zaključiti da se i prilikom upravljanja rizicima treba držati nekoliko osnovnih pravila:

1. Ne rizikovati više nego što se sme izgubiti – u pitanju je rizik sa kojim se nešto mora učiniti – preneti ili izbeći. Pravilo ne govori šta treba uraditi sa datim rizikom, jer se radi o nastanku maksimalno mogućih gubitaka, čija se potencijalna veličina ne može smanjiti, a mogu se pokriti iz novčanog toka ili iz novčanih rezervi privrednog subjekta ili iz kredita banke.
2. Treba uzeti u obzir i slučajnost – rizik ne bi trebalo prenositi jer je verovatnoća gubitka odnosno potencijalna veličina gubitka ako do njega dođe, vrlo visoka. Suština je odrediti

verovatnoću nastanka gubitka i u skladu sa tim doneti odluku.

3. Ne rizikovati mnogo zarad malo koristi – stvarni stepen zadržavanja svakog pojedinačnog rizika se sastoji u sagledavanju odnosa troškova (prinosa) i koristi (vrednosti koja se prenosi). Bitno je pronaći razumnu vezu između troškova i koristi. Postoje mnogi slučajevi, npr. gde potencijalni gubitak ne mora rezultirati bankrotom, ali kod koga je prenos poželjan [8].

5. UPOREDNA ANALIZA AKTIVNE I PASIVNE STRATEGIJE UPRAVLJANJA PORTFOLIOM

Kada se posmatraju akcije „Zagrebačke“ banke, najveći prinos ostvaren je korišćenjem strategije aktivnog upravljanja portfoliom uz primenu jednostavnog pokretnog proseka od deset dana (SMA 10). Na taj način je investiranjem u akcije „Zagrebačke banke“ u periodu od 2013. do 2017. godine ostvaren godišnji prinos od 40,45%, dok je u slučaju akcija „Komercijalne banke“ rezultiralo gubitkom od 12,41%. U sledećoj tabeli (Tabela 2) je dat pregled ostvarenih prinosa u procentima primenom različitih strategija upravljanja portfoliom.

Tabela 2: Pregled ostvarenih prinosa po godinama, primenom različitih strategija upravljanja portfoliom

Godina	Akcija	Strategija aktivnog upravljanja uz primenu SMA	Strategija pasivnog upravljanja portfoliom
2013	„Komercijalna banka“	4,6404	-22,2537
	„Zagrebačka banka“	48,4856	11,6724
2014.	„Komercijalna banka“	-11,0500	38,3447
	„Zagrebačka banka“	12,5437	-38,3931
2015.	„Komercijalna banka“	-12,7212	-37,4219
	„Zagrebačka banka“	61,0722	-8,2818
2016.	„Komercijalna banka“	-30,5801	4,6324
	„Zagrebačka banka“	38,3631	-24,8461
2017.	„Komercijalna banka“	-12,3528	5,8841
	„Zagrebačka banka“	41,7909	36,5593
Godišnji prosek	„Komercijalna banka“	-12,4127	-2,1629
	„Zagrebačka banka“	40,4511	4,6579
Godišnji prosek za portfolio akcija Komercijalne i Zagrebačke banke		14,0192	4,0740

U slučaju „Komercijalne banke“ upotreba ove strategije rezultirala je gubitkom od 2,16, što je bez obzira na gubitak bolji rezultat nego prilikom upotrebe aktivne strategije upravljanja portfoliom. S druge strane, strategija pasivnog upravljanja portfoliom dala je niske rezultate kada je reč o akcijama „Zagrebačke banke“, te je prinos koji je ostvaren 4,66%. U slučaju „Komercijalne banke“ upotreba ove strategije rezultirala je gubitkom od 2,16, što

je bez obzira na gubitak bolji rezultat nego prilikom upotrebe aktivne strategije upravljanja portfoliom. S druge strane, strategija pasivnog upravljanja portfoliom dala je niske rezultate kada je reč o akcijama „Zagrebačke banke“, te je prinos koji je ostvaren 4,66%. Na osnovu analize, može se zaključiti da portfolio kreiran isključivo od akcija ove dve kompanije, u jednakom odnosu, i uz strategiju aktivnog upravljanja i primenu SMA (10), generiše prosečan godišnji prinos od 14,02%, dok je prosečan godišnji prinos portfolija istih akcija upotrebom „kupi i drži“ pasivne strategije upravljanja 4,07%.

6. ZAKLJUČAK

Rezultati istraživanja ukazuju na visok značaj upravljanja portfoliom preduzeća kako bi se unapredile ukupne performanse poslovanja preduzeća, kako sa teorijskog, tako i sa praktičnog aspekta rada. Celokupno istraživanje sprovedeno u radu daje značajne kvantitativne i kvalitativne analize, što je od izrazitog značaja za donošenje optimalnih odluka o investiranju. Jedan od načina na koji se može smanjiti rizik investiranja jeste formiranje portfolija investiranja. Kako svaka hartija od vrednosti nosi određeni rizik, te drugačije reaguje na kretanje tržišta, ulaganjem u različite hartije od vrednosti vrši se diverzifikacija, odnosno dolazi se do efekta da u slučaju različitih kretanja na tržištu ne odreaguju svi elementi portfolija investiranja na isti način.

Odluka o tome za koje hartije od vrednosti će se preduzeće opredeliti zavisi od brojnih faktora, prvenstveno od spremnosti za preuzimanje rizika, jer su visina prinosa i rizika direktno povezani. Nakon kreiranja portfolija, treba doneti odluku na koji način njime upravljati, te portfolio menadžeri treba da izaberu najbolju strategiju u datom momentu. Ukoliko menadžer nije u mogućnosti da stalno prati kretanja na tržištu i u skladu sa tim menja sastav portfolija tokom posedovanja akcija, trebalo bi koristiti strategiju pasivnog upravljanja portfoliom, a obrnuto strategiju aktivnog upravljanja portfoliom.

Da bi strategija aktivnog upravljanja portfoliom dala maksimalne rezultate, potrebno je poznavati različite metode tehničke analize, da bi se mogli na adekvatan način odrediti budući trendovi kretanja cena. U praktičnom delu ovog rada polazi se od portfolija kreiranog samo od rizične aktive, odnosno od akcija kompanija Komercijalna banka a.d. i Zagrebačka banka d.d.

Analiza se odnosi na period od 2013. do 2017. godine. Upotrebom strategija aktivnog i pasivnog upravljanja portfoliom preduzeća dobijeni su različiti rezultati. Strategija aktivnog upravljanja portfoliom podrazumeva aktivno upravljanje tokom celokupnog perioda posedovanja određenih HOV (u ovom radu akcija).

Strategija pasivnog upravljanja portfoliom pokazuje da se akcije kompanije kupe početkom januara, a prodaju krajem decembra iste godine, gde bi se u slučaju rasta cena ostvarila kapitalna dobit. Na osnovu svega navedenog može se zaključiti da od strategije upravljanja portfoliom u velikoj meri zavisi uspešnost samog procesa investiranja. Adekvatan izbor hartija od vrednosti, kao i određenog indikatora utiče na to da li će kompanija završiti gubitkom ili dobitkom.

Takođe, pre početka bilo kakve analize, veoma je bitno utvrditi šta je to što želi da se postigne, jer bez obzira što je upotrebom pasivne strategije upravljanja portfoliom akcijama „Komercijalne banke“ došlo do gubitka, on je znatno manji u proseku, nego pri korišćenju aktivne strategije upravljanja portfoliom.

Ako se u to uvrsti i činjenica da su pri pasivnoj strategiji niži transakcioni troškovi, kao i troškovi usluga portfolio menadžera, može se zaključiti da data strategija svakako daje bolje rezultate posmatrano u dužem vremenskom periodu.

7. LITERATURA

- [1] P. Jovanović, „Upravljanje investicijama“, Fakultet organizacionih nauka, Beograd, 2006.
- [2] R. Hegstrom, „Voren Bafet za sva vremena: principi stari, ekonomija nova“, Plato, Beograd, 2006.
- [3] J. Lintner, “Security, Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification“, *Journal of Finance*, Vol. 20, pp. 589, 1965.
- [4] Z. Bodie, A. Kane, J. Markus, „Osnovi investicija“, šesto izdanje, Data Status, Beograd, 2009.
- [5] G.B. Anđelić, V.Đ. Đaković, „Osnove investicionog menadžmenta“, Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad, 2017.
- [6] T. Brzaković, “Proces investiranja i investicione strategije na tržištu kapitala“, *Bankarstvo*, Vol. 34, pp. 34, 2005.
- [7] V. Jović, “Finansijska i tržišna analiza portfolio investiranja“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2012.
- [8] L. Barjaktarević, „Upravljanje rizikom“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2013.

Kratka biografija:



Milena Kovač rođena je u Vrbasu 1991 godine. Master rad na Fakultetu tehničkih nauka je iz oblasti Industrijskog inženjerstva i menadžmenta – Investicion menadžment.