

PROCES INVESTIRANJA I INVESTICIONE STRATEGIJE NA TRŽIŠTU KAPITALA

Investicioni proces započinje utvrđivanjem investicionih ciljeva na osnovu dva osnovna indikatora: zahtevanog prinosa i tolerancije rizika.

Dve osnovne kategorije investitora su individualni i institucionalni investitori.

Investiciona politika je odraz odgovarajućeg rizik - prinos profila investitora, jednako kao i potrebe za likvidnošću, generisanjem prinosa ili poreskom pozicijom.

Izbor investicione strategije koja je u skladu sa investicionim ciljevima i utvrđenom investicionom politikom je važan segment investicionog procesa.

U procesu investiranja investitori se opredeljuju za aktivnu ili pasivnu investicionu strategiju.

Investiranje podrazumeva ulaganje na duži vremenski period. Iako ne postoji univerzalno definisana granica, najčešće se pod investicionim ulaganjem smatra ulaganje koje traje duže od godine dana, mada ima slučajeva u poreskim zakonodavstvima da se investicionim ulaganjima smatra držanje hartija od vrednosti duže od 6 meseci. Investiranje je angažovanje novca ili neke druge aktive u sadašnjem trenutku u očekivanju ostvarenja koristi u budućnosti. Motiv zbog koga se investitori odriču potrošnje u sadašnjosti je očekivanje da će investiranjem steći sredstva koja će im omogućiti veću potrošnju u budućnosti.

Proces investiranja

Investiranje na tržištu kapitala je složen proces. Da bi se investicijom efikasno upravljalo neophodno je poznavanje i razumevanje:

1. determinanti od kojih zavise investicioni ciljevi investitora,
2. investicionih proizvoda u koje investitori mogu ulagati sredstva,
3. načina vrednovanja i procene realnosti cena pojedinačnih finansijskih aktiva,
4. investicionih strategija pomoću kojih se mogu ostvariti posebni investicioni ciljevi,
5. načina na koji se može konstruisati portfolio,

¹ KBK Broker d.o.o., Beogradska 52 Beograd, tel.011-243 48 20, 3087 670, 063-218 220

6. tehnika za ocenu učinka investiranja.

Investitori, bilo da su individualni ili profesionalni, najčešće u procesu investiranja prolaze kroz pet osnovnih faza:

1. utvrđivanja investicionih ciljeva,
2. utvrđivanja investicionih ograničenja,
3. formulisanja investicione politike,
4. izbora finansijske aktive
5. konstantnog praćenja tržišnih promena i prilagođavanja.

Investicioni proces započinje utvrđivanjem investicionih ciljeva na osnovu dva osnovna indikatora: zahtevanog prinosa (*return requirement*) i tolerancije rizika (*risk tolerance*). Iako se većina investitora može lako složiti oko toga da im je osnovni cilj da zarade na investiciji koliko je to maksimalno moguće, to je mnogo lakše definisati nego ostvariti.

Generalno, investitori od rizičnije investicije očekuju i veći prinos. Taj odnos između očekivanog prinosa i rizika poznat je kao "cena rizika", a od cene rizika koju je investitor spreman da prihvati zavisi i izbor hartija u koje će investirati. Kako pojedinačne hartije od vrednosti karakterišu specifične vrste rizika i prinosa, to investitori pre donošenja investicionih odluka moraju da razmotre širok spektar finansijske aktive.

Dve osnovne kategorije investitora su individualni i institucionalni investitori. Unutar ovih kategorija investitora se može identifikovati širok spektar različitih investicionih ciljeva. Pojedini elementi, kao što je životno doba, poreski status, tolerancija rizika, bogatstvo, poslovne perspektive, nesigurnost, su posebni i imaju različit uticaj na pojedine kategorije investitora.

Investicioni ciljevi individualnih investitora mogu biti: akumulacija sredstava radi kupovine kuće ili stana, obezbeđenje dovoljno raspoloživih sredstava za «stare dane», akumulacija sredstava radi plaćanja školarine za decu i sl. Tipična investiciona odluka, prevashodno motivisana željom da se izbegne rizik, je odluka o kupovini kuće ili stana. Većina ljudi ulaže u rešavanje stambenog pitanja motivisana sigurnošću jer kupovinom

eliminiraju dva osnovna rizika: mogući rast visine zakupnine i rizik dobijanja otkaza, tj. stalnog seljenja. Investicioni ciljevi individualnih investitora u velikoj meri zavise od životnog doba investitora. Investitori u ranijem životnom dobu su po pravilu spremniji da više rizikuju, između ostalog i zbog toga što smatraju da imaju pred sobom više vremena za ispravku potencijalno loše ostvarene investicije. Tako jedno od najjednostavnijih pravila investiranja glasi da udeo sredstava investiran u akcije treba da opada s godinama starosti. Popularno pravilo u vezi sa odnosom između godina starosti i akcija je da procenat portfolija investiran u akcije treba da bude 100 manje investitorove godine starosti. Tako neko ko ima 30 godina treba da investira 70% u akcije, a osoba koja ima 70 godina treba da investira 30% u akcije. Deo koji se investira u akcije trebao bi da raste s bogatstvom jer bi bogatiji pojedinac trebalo da bude sposoban da preuzme veći rizik. Potencijal zarađivanja je direktno uslovljen sa sticanjem znanja i veština, a oslanjanje samo na sreću kod donošenja investicionih odluka je nedovoljno i isuviše rizično. Individualni investitori nekada odluke o investiranju donose samostalno, a nekada odluke donose uz pomoć finansijskih konsultanata koje u tu svrhu angažuju.

Institucionalni investitori (zajednički fondovi, penzioni fondovi, depozitne institucije-komercijalne banke, štedno-kreditne zadruge, kreditne unije, osiguravajuće kompanije, zadužbine i fondacije, vladine agencije, gradske i opštinske vlade i sl.) su finansijske institucije koje značajno doprinose redukciji rizika investitora diversifikacijom portfolia. Uobičajena definicija ovih institucija ih opisuje kao finansijske institucije koje investiraju štednju pojedinaca i nefinansijskih kompanija na finansijskim tržištima, osnovni investicioni cilj im je da investiranjem minimalno ostvare prinos koji je dovoljan za izmirenje obaveza i pokriće troškova kojima su izloženi. Ove institucije, zahvaljujući tome što imaju dugoročne i relativno lako predvidljive prilive i odlive finansijskih sredstava, po pravilu ulažu u dugoročne hartije od vrednosti, čime značajno

² Ove institucije u razvijenim zemljama učestvuju sa preko 80% u distribuciji štednje, dok u zemljama u razvoju učestvuju sa svega 10-20%.

utiču na nivo tražnje na tržištu kapitala. Karakteristično je da je učešće ovih institucija u prikupljanju i alokaciji kapitala značajnije izražena u zemljama sa razvijenijim tržištem kapitala u odnosu na zemlje gde je tržište kapitala u početnoj fazi razvoja.²

Kod donošenja investicionih odluka investitori moraju da razmotre mnoge potencijalno ograničavajuće okolnosti:

1. lični poreski status,
2. poreski status hartija,
3. likvidnost tržišta,
4. likvidnost konkretne hartije u koju investiraju,
5. investicioni horizont, t.j. rok u kome imaju potrebu da hartiju pretvore u gotov novac.

Likvidnost je jedan od osnovnih ograničavajućih faktora. Hartija je likvidna ukoliko se može prodati u kratkom roku bez velikih ustupaka u ceni. Likvidnost ima svoju vremensku dimenziju, kao vreme koje je potrebno da se hartija proda, kao i cenovnu dimenziju, iskazanu kroz odstupanje prodajne cene u odnosu na tzv. fer cenu hartije. I individualni i institucionalni investitori moraju pre donošenja investicione odluke da sagledaju potrebu za gotovinom u kratkom roku i shodno tome kreiraju portfolio koji će sadržavati odgovarajuću količinu hartija od vrednosti sa visokom likvidnošću³. Investitori takođe moraju da vode računa o investicionom horizontu, koji podrazumeva vreme planiranog povratka investiranih sredstava. Za investitora investicioni horizont predstavlja vreme kada su mu sredstva potrebna za izmirenje neke obaveze ili za finansiranje neke važne potrebe. Poklapanje vremena dospeća hartije sa vremenom planirane potrebe za gotovinom, često predstavlja odlučujući faktor kada se investitor opredeljuje za investiranje između različitih investicionih alternativa.

Za razliku od individualnih investitora, profesionalni i institucionalni investitori su često limitirani i zakonskom regulativom. Ograničenja se mogu odnositi na klasu aktive, kao i na limite investiranja u pojedinu klasu

aktive. Zajednički fondovi u SAD imaju ograničenje da ne mogu investirati više od 5% sredstava u akcije pojedinačnih kompanija kojima se javno trguje. Depozitne institucije i osiguravajuće kompanije imaju zakonska i statutarna ograničenja u pogledu iznosa rezervi kojima se osiguravaju plasmani, zavisno od kreditnog i kamatnog rizika hartija u koje je investirano. Što je veći kreditni rizik i što je veći rizik kamatne stope, veći je i iznos imobilisanih sredstava rezervi kojima se ti rizici pokrivaju. Takođe, ponekad se i samoregulativom fondova ograničavaju investicione mogućnosti, definisanjem investicione politike koja se objavljuje u prospektusu. Tako će visokoprinosni fondovi (*high-income funds*) zadovoljiti konzervativne investitore, dok će fondovi čija se investiciona politika bazira na visokom rastu (*high-growth funds*) biti privlačniji investitorima sa većim stepenom tolerancije rizika. Penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije su u planiranju svojih investicionih politika ograničeni obimom projektovanih isplata, po osnovu penzija i naknada šteta. Profesionalni investitori, koji upravljaju sredstvima klijenata, imaju fiducijalnu odgovornost za poštovanje restrikcija klijenata u pogledu maksimalnih ili minimalnih limita investiranja u pojedine vrste finansijske aktive ili u hartije pojedinačnih emitenata. Klijenti takođe profesionalnim investitorima često daju razna ograničenja u pogledu stepena mogućeg odstupanja u odnosu na definisani reper, kao što su npr. performanse pojedinačnih tržišta, izloženost riziku.

Porezi kojima su izloženi investitori su važni iz nekoliko razloga. Pre svega, za investitore je bitan ostvaren prihod nakon oporezivanja. Za mnoge individualne i institucionalne investitore izložene značajnim poreskim zahvatanjima, mogućnost uštede ili odlaganja plaćanja poreza može imati značajnog uticaja kod vođenja investicione politike. Odlaganje plaćanja poreza na kapitalni dobitak do trenutka njegove realizacije, tj. prodaje hartije može za određenu grupu investitora predstavljati značajan stimulativan faktor.

² Ove institucije u razvijenim zemljama učestvuju sa preko 80% u distribuciji štednje, dok u zemljama u razvoju učestvuju sa svega 10-20%.

³ U takve hartije spadaju trezorske obveznice i komercijalni zapisi.

Investitori moraju pre donošenja odluke da sagledaju poreski status konkretne hartije, da se ne bi desilo da ono što je na prvi pogled izgledalo povoljnije, nakon oporezivanja da sasvim suprotan rezultat. Sa druge strane, neki institucionalni investitori, kao što su penzioni fondovi, fondacije i zadužbine su po pravilu oslobođeni plaćanja poreza na ostvaren prihod od investiranja, pa se zbog toga hartije u koje oni investiraju ne svrstavaju u kategoriju hartija koje nose poreske pogodnosti.

Investiciona politika je odraz odgovajućeg rizik-prinos profila investitora, jednako kao i potrebe za likvidnošću, generisanjem prinosa ili poreskom pozicijom. Tako je jedna od najvažnijih odluka investitora odluka o proporciji ulaganja u rizičnu, odnosno nerizičnu aktivu. Drugim rečima, odluka o vrsti finansijske aktive (*asset allocation decision*) je odluka sa kojom počinje kreiranje investicione politike. Ta odluka pretpostavlja dobro poznavanje karakteristika različitih klasa aktive kojima se trguje na finansijskom tržištu. Investitor koji ima visoku toleranciju prema riziku, tj. koji ima nisku averziju prema riziku će, u želji da ostvari visoke stope prinosa, kreirati investicioni portfolio prevashodno od akcija. Za investitora je bitno da portfolio bude efikasan, tj. da obezbeđuje najveći očekivani prinos za dati nivo rizika, odnosno da sadrži najmanji rizik za dati nivo prinosa. Zavisno od stepena averzije prema riziku investitori će se opredeliti za različite proporcije visoko, srednje ili nisko kapitalizovanih, "vrednosnih" ili "rastućih" akcija od kojih će sastaviti portfolio. Sa druge strane, konzervativniji investitori će konstruisati portfolio od različitih vrsta obveznica (državnih obveznica, visoko investiciono gradiranih ili visoko prinostnih korporativnih obveznica, obveznica lokalnih organa...). Pri izboru aktive investitori vode računa o riziku, očekivanom prinosu i stepenu korelacije između različitih vrsta aktive. Za procenu budućeg očekivanog prinosa investitori koriste veliki broj različitih finansijskih alatki, a procenu mogu zasnovati na prosečnim prinostima u prošlosti, mogu koristiti različite modele za utvrđivanje cene kapitalne aktive, ili se jednostavno mogu osloniti na intuiciju bez korišćenja bilo koje formalne analize. Na isti način investitori mogu procenjivati i odstupanje (varijansu) prinosa

od očekivanog prinosa tj. pripadajući rizik hartija od vrednosti, kao i njihovu međusobnu korelaciju (kovarijansu). Radi lakšeg kreiranja portfolia, portfolio menadžeri često kao reper (*benchmark*) koriste neki od poznatih berzanskih indeksa. Veliki institucionalni investitori često koriste tzv. *Top-Down* investicionu politiku, koja počinje izborom različitih klasa aktive emitovane kako u zemlji, tako i u inostranstvu. Nakon izbora vrste finansijske aktive u skladu sa afinitetima investitora, sledi faza izbora pojedinačnih hartija shodno investitorovim očekivanjima i procenama. Potpuno suprotan redosled aktivnosti ima investiciona politika poznata kao *Bottom-Up* politika. Za razliku od institucionalnih investitora kojima to nije problem, individualni investitori koji žele da kreiraju portfolio koji je indentičan nekom od berzanskih indeksa se suočavaju za ozbiljnim problemom nabavke dovoljnih količina hartija iz sastava indeksa, kao i njihovom daljem konstantnom praćenju i prilagođavanju. Umesto toga, investitorima je jednostavnije i jeftinije da kupe akcije zajedničkog fonda (*mutual fund*) i time, posredno, investiraju u željenu grupu finansijske aktive. Investitorima su na razvijenim finansijskim tržištima svakodnevno dostupne akcije velikog broja različitih fondova sa različitim investicionim politikama, što omogućava investitorima, kojima nisu potrebna posebna ekspertska znanja, da uz manju količinu potrebnog novca posredno steknu željeni portfolio.

Aktivne i pasivne investicione strategije

Izbor investicione strategije koja je u skladu sa investicionim ciljevima i utvrđenom investicionom politikom je važan segment investicionog procesa. U procesu investiranja individualni i institucionalni investitori se opredeljuju za jednu od dve osnovne investicione strategije:

1. Aktivnu investicionu strategiju
2. Pasivnu investicionu strategiju.

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 odraz njihove realne vrednosti. Stoga će investitor koji veruje u efikasnost tržišta svoju pažnju usmeriti ka kreiranju dobro diversifikovanog portfolia. Investitor koji primenjuje pasivnu strategiju investiranja će umesto pokušaja da "pobedi" tržište, radije opredeljuje za jednostavnu diversifikaciju, tj. ulaganje u veći broj različitih hartija, poštujući princip "ne stavljaš sva jaja u jednu korpu".

Pasivan stil investiranja se može istovremeno primenjivati i kod izbora finansijske aktive i kod izbora pojedinih hartija u okviru izabrane grupe finansijske aktive. Sklonost ka riziku u velikoj meri zavisi i od starosne dobi investitora. Tako recimo 45 godina star investitor, čija se pasivna šema investiranja sastoji od 65% akcija, 20% obveznica i 15% derivata, neće menjati šemu u skladu sa trenutnom procenom tržišnih kretanja. Kod izbora pojedinačnih hartija pasivan investitor polazi od činjenice da ono što on zna o hartiji, znaju i svi ostali učesnici na tržištu, što posledično ima za rezultat formiranje fer cene na tržištu.

Pasivan investitor će se radije opredeliti za kupovinu indeksnog fonda, nego što će nastojati da pobedi tržište stalnim rebalansiranjem portfolia na osnovu analiza i procena. Portfolio takvih fondova nastoji da ima strukturu identičnu nekom od berzanskih indeksa, tako da je rizik portfolia fonda u korelaciji sa rizikom indeksa, odnosno rizikom hartija od vrednosti na osnovu kojih se indeks izračunava. Time su ovi investitori barem zaštićeni od nesistematskog (specifičnog) rizika, kome su izloženi kada drže u posedu pojedinačne hartije od vrednosti. Istovremeno je i prinos tako konstruisanog portfolia kopija prinosa na indeks. Pasivna strategija investiranja ne uzima u obzir analizu hartija od vrednosti i umesto toga usmerava se na nerizičnu aktivnu i širok portfolio rizične aktive. Jednom rečju, pasivna strategija podrazumeva investiranje u dva pasivna portfolia: portfolio nerizične aktive (kao što su kratkoročne obveznice trezora) i portfolio običnih akcija koji podražava neki od berzanskih indeksa. Linija koja grafički predstavlja skupove tako konstruisanih portfolia naziva se tržišna linija kapitala (*CML-capital market line*).

Sa druge strane, investitor koji ne veruje u cenovnu efikasnost tržišta će pokušati da na bazi dostupnih informacija otkrije koje su hartije potcenjene a koje precenjene, ostvarujući zaradu kupovinom potcenjenih i/ili prodajom precenjenih hartija. Drugim rečima, ti investitori primenjuju aktivnu strategiju upravljanja investicijom. U nastojanju da "pobede tržište" aktivni investitori veliki deo vremena provode analizirajući široku lepezu informacija, nastojeći da pronađu hartije na osnovu kojih će ostvariti ekstra prinos. Analiza hartija od vrednosti i portfolio selekcija su dva osnovna segmenta aktivnog upravljanja investicijama. Opredeljenje za jednu od dve osnovne strategije prevashodno zavisi od investitorovog stava u pogledu efikasnosti tržišta, averzije prema riziku, kao i prirode investitorovog investicionog horizonta. Investitori uglavnom primenjuju aktivnu politiku investiranja kada ili imaju bolje informacije ili kada su superiorniji u procenivanju u odnosu na druge. Generalno, aktivne strategije se mogu klasifikovati kao strategije "od vrha nadole" (*top-down approach*) ili "od dna ka vrhu" (*bottom-up approach*). Prva strategija počinje izborom finansijske aktive, a završava se izborom pojedinačnih hartija, dok je redosled koji podrazumeva druga strategija sasvim suprotan. Pristalice *bottom-up* strategije odluke donose fokusirajući se na tehnički aspekt delovanja tržišta (koriste tehničku analizu) i/ili na osnovu ekonomskih i finansijskih analiza individualnih kompanija. Aktivni trgovci kupuju i prodaju **podcenjene** i **precenjene** hartije u želji da maksimiraju svoje profite. Aktivni investitori svoje odluke donose na osnovu detaljnih **analiza hartija od vrednosti**, a da bi se ostvarili ciljevi potrebno je puno znanja, značajno iskustvo i puno rada. Tri osnovna tipa analize hartija od vrednosti koje se primenjuju u praksi su:

1. Tradicionalna fundamentalna analiza (zasniva se na analizi knjigovodstvenih izveštaja, finansijskih izveštaja, finansijskih racia, profitabilnosti, likvidnosti, zaduženosti, dobiti, dividendi...)
2. Fundamentalna multifaktorska analiza rizika (zasniva se na statističkim modelima kao što su "fundamentalni multifaktorski model rizika", "BARRA model"...))
3. Vrednosna metrična analiza (npr. EVA-

Economic Value Added model).

Fundamentalna analiza obuhvata proučavanje faktora relevantnih za procenu vrednosti akcija na makroekonomskom nivou, na nivou grana delatnosti i kompanijskom nivou, nastojeći da kroz određivanje unutrašnje vrednosti akcije proceni da li su grana iz koje je kompanija, kao i sama kompanija podcenjene ili precenjene. Fundamentalni analitičari nastoje da procene da li su **makroekonomski** uslovi povoljni za tržište akcija sagledavajući: kratkoročne, srednjoročne i dugoročne izgleda cele nacionalne privrede, kako će se menjati devizni kurs, kakav će biti trgovinski bilans, kako će se kretati zarade, cene sirovina i energije, kakva će se kamatna politika voditi, moguće stope inflacije, nezaposlenosti, kakvi su uslovi na tržištu kapitala, i dr. Na osnovu procene navedenih makroekonomskih faktora finansijski analitičari procenjuju trend kretanja bruto društvenog proizvoda. Tako, u periodu prosperiteta dolazi do povećanja zaposlenosti, što po pravilu utiče na porast BDP i porast potrošnje. Veća potrošnja, odnosno pojačana tražnja utiče na porast proizvodnje i prodaje. Kako veća prodaja po pravilu znači i rast profita⁴ dolazi i do rasta cena akcija. U slučaju recesije prisutan je suprotan redosled događaja. U osnovi, fundamentalni analitičari nastoje da procene da li je ekonomija zemlje koju analiziraju stabilna, koja je verovatnoća menjanja kamatnih stopa⁵, što je od uticaja na monetarnu masu, inflaciju, a samim tim i na tržište. Analitičari nastoje da procene da li se nacionalna ekonomija zemlje koju analiziraju nalazi u fazi ekspanzije ili kontrakcije i kakve su njene perspektive u budućnosti.

Nakon procene makroekonomskih faktora, stanja i perspektiva, potrebno je sagledati njihov uticaj na konkretne **grane** kojima hartije od vrednosti pripadaju. Osrednje akcije u rastućim granama (industrijama), po pravilu, uvek «nadigravaju» najbolje akcije u opadajućim granama. Stoga je za analitičare izuzetno važno da indentifikuju rastuće industrije u koje vredi investirati. Takođe, promene privrednih ciklusa ne pogađaju podjednako

sve privredne grane. Tako u granama koje imaju isti smer kretanja privredne aktivnosti kao i privreda u celini, t. j. u cikličnim granama (automobilska, građevinska, hemijska, drvna industrija...) tokom ekonomske ekspanzije cene akcija rastu, dok za vreme recesije padaju. Faza poslovnog ciklusa nacionalne privrede je vrlo važan činilac koji utiče na donošenje investicione odluke. Investitori nastoje da procene početak ekspanzionog perioda, kada i kupuju akcije takvih kompanija. Nepovoljan momenat za investiranje je kada ciklična preduzeća uđu u fazu ekspanzije jer su tada cene akcija najviše. Cene akcija cikličnih grana su u periodu ekspanzije veće od cene akcija stabilnih grana, dok je u periodu recesije situacija obrnuta. Za razliku od investitora koji vole da rizikuju kupujući akcije cikličnih grana, investitori koji imaju averziju prema riziku radije se opredeljuju za kupovinu akcija preduzeća koja pripadaju stabilnim granama. Investitori takođe procenjuju perspektive grane kojoj preduzeće pripada, kakav im je tehnološki nivo i kojom brzinom zastareva, da li su i u kom obimu konkurentni u odnosu na ino-konkurente. Jednom rečju, pomoću industrijske (granske) analize analitičari pokušavaju da indentifikuju one grane koje u sebi nose potencijal rasta prodaje i profita, što u situaciji ubrzanih tehnoloških promena nije ni lako ni jednostavno.

Za analitičare je takođe važno posmatranje P/E racia po granama delatnosti. Posmatranje P/E racia firmi koje pripadaju različitim privrednim granama neće dati neke posebne efekte zato što performanse firmi u okviru iste grane značajno variraju. Međutim, ukoliko se pored P/E racia svih firmi jedne grane (odnosno prosek P/E racia grane) sa drugom granom i prate njihovi budući odnosi, tada se mogu izvući značajni zaključci o položaju te grane na tržištu kapitala i očekivanjima tržišta u budućnosti. Značaj posmatranja cena akcija po granama potvrđuje i to što neki od najpoznatijih berzanskih indeksa upravo iskazuju kretanja cena akcija tako grupisanih firmi. Tako Standard i Pur indeks (S&P) pored svog najpoznatijeg S&P

⁴ Kao pretpostavke rasta dividendi.

⁵ Kao jednog od presudnih faktora od koga zavisi atraktivnost investiranja.

500 composite stocks average, objavljuje posebno i indekse razvrstane po granama delatnosti: industrijski (400 akcija), transportni (20 akcija), uslužno-komunalni (40 akcija) i finansijski (40 akcija). Jedan od najpopularnijih indeksa Dau Džons industrijski indeks (*Dow Jones Industrial Average-DJIA*) se kreira na bazi cena 30 akcija, a takođe prati i kretanje cena 20 akcija iz grane transporta, 15 akcija uslužno-komunalnih preduzeća, dok kompozitni indeks obuhvata sve navedene akcije.

Fundamentalni analitičari poseban fokus stavljaju na analizu performansi **korporacija**, pri čemu posebno prate: nivo i trend u kretanju prodaje i zarade, kvalitet proizvoda, konkurentnu poziciju firme na tržištu na kome ona prodaje svoje proizvode, izvore sirovina i materijala, uticaju mera vlade na poslovanje, odnose zaposlenih, kao i mnoge druge faktore od uticaja na cenu običnih akcija. Promene svih navedenih faktora u krajnjem utiču na zarade korporacije, od čega prevashodno zavise i cene akcija na tržištu⁶. Kupci i prodavci akcija stoga nastoje da predvide promene fundamentalnih faktora i da shodno tome donesu svoje investicione odluke, jer kada se promene dese, ukoliko je tržište efikasno, nema prostora za ostvarivanje velikih profita. Drugim rečima, cene akcija će se pod uticajem ponude i tražnje kupaca i prodavaca promeniti pre nego što se dogode očekivane promene fundamentalnih faktora.

Da bi procenili tzv. unutrašnju, suštinsku vrednost akcije (*intrinsic value*) finansijski analitičari najčešće koriste dva parametra, **dobit po akciji** (*earnings per share-EPS*) i **odnos cena-dobit** (*price-earnings ratio-P/E*):

Suštinska (unutrašnja) vrednost = dobit po akciji (EPS) x očekivani P/E rasio

Za analitičare hartija od vrednosti je od prevashodnog značaja tzv. ekonomska dobit (*economic earnings*), koja predstavlja maksimalan iznos koji može biti potrošen od strane vlasnika

bez smanjenja budućih kupovnih mogućnosti. Ekonomski iskazana dobit, koja je analitičarima osnova za procenu suštinske (unutrašnje) vrednosti akcije često se ne podudara sa dobiti koju iskazuju knjigovodstveni izveštaji⁷. Izgleda da je strategija investiranja u akcije koje imaju visoku stopu dobiti donela investitorima nižu stopu prihoda u poređenju sa investiranjem u akcije sa niskom stopom dobiti. To znači da su akcije sa visokom stopom dobiti bile precenjene u poređenju sa akcijama sa niskom stopom dobiti.

Među ostale faktore od uticaja na procenu suštinske vrednosti akcije od strane finansijskih analitičara, **kvalitet menadžmenta** i **finansijska pozicija** spadaju među najznačajnije. Analitičari posebno analiziraju iskustvo menadžmenta, njihovu starosnu strukturu, zdravlje, obrazovanje, sposobnost menadžmenta da reaguje na sve promene koje utiču na rizik i buduće prihode firme. Takođe se analiziraju programi istraživanja i razvoja, procenjuje da li oni pružaju konkurentnu prednost u budućnosti, kao faktora od uticaja na procenu suštinske vrednosti akcije. Navedene procene nisu nimalo jednostavne i često su više plod veštine analitičara, nego što se oslanjaju na nauku. Finansijska pozicija se procenjuje na bazi finansijskih izveštaja firmi. Međutim pre analize analitičar mora da eliminiše sve nedoslednosti i smetnje osmišljene da bi sakrile slabe performanse. Među najznačajnije nedoslednosti spadaju: promene u iskazivanju prodaje i naplate svake godine (fakturisana ili naplaćena realizacija), promene u načinu popisa i procene sredstava, zaliha i imovine, promena načina obračuna amortizacije aktive (ravnomerna ili ubrzana amortizacija) i sl.

Da bi procenili periode u kojima će se kretati cene hartija od vrednosti fundamentalni analitičari koriste "vodeće ekonomske indikatore". Četiri vodeća ekonomska indikatora pomoću kojih se često predviđaju

⁶ Za razliku od ove "klasične" teorije koja se zasniva na praćenju promena u fundamentalnim faktorima, pristalice tzv. "teorije poverenja" smatraju da se kretanje cena akcija bazira na očekivanom poverenju kupaca i prodavaca u kretanju cena akcija na tržištu.

⁷ Iskazana dobit u finansijskim izveštajima, može biti neobjektivna procena realne ekonomske dobiti, mada su empirijske studije ustanovile da dobit objavljena u izveštajima sadrži značajne informacije o perspektivi firme.

promene u poslovnim aktivnostima su:

1. Privatna stambena izgradnja - broj novoizgrađenih stambenih objekata svake godine je vodeći indikator u SAD zato što prodaja građevinskog materijala, nameštaja, tepiha, uređaja za domaćinstvo prati stambenu izgradnju, a njihova proizvodnje zauzima značajno mesto u ekonomiji SAD.
2. Potražnja za trajnim potrošnim dobrima (automobili, uređaji, mašine) je značajan indikator jer na kraju recesije ljudi koji se ponovo zaposle ili pokrenu svoj biznis po pravilu žele da zamene stara dobra novim.
3. Prosek radne nedelje-broj nedeljnih radnih časova zaposlenih ukazuje na povećanje kupovne moći kao pokretača privredne aktivnosti.
4. Akcijski indeksi-investitori koji procenjuju pad cena akcija na tržištu prodaju svoje akcije i tako izazivaju opadajuće tržišne uslove mesecima pre nego što recesija zvanično startuje.

Tip trgovine koji se odvija zahvaljujući različitim očekivanjima učesnika (na bazi različitih informacija, analiza i tumačenja) naziva se spekulativna trgovina. Dok jedan učesnik u trgovanju očekuje pad cene aktive, pa stoga želi da je proda ili da se zaštiti od rizika⁸, sa druge strane spekulatant upravo očekuje suprotna kretanja, pa se ili javlja u poziciji kupca aktive ili u poziciji prodavca podajne opcije. Isto tako spekulatant koji očekuje rast cene neke finansijske aktive će nastojati da je odmah kupi, kako bi mogao da zaradi prodajom po većoj ceni u budućnosti. Drugim rečima, ukoliko se hartije od vrednosti kupuju sa namerom da se kratko zadrže u posedu, odnosno u cilju ostvarenja zarade kupoprodajom na kratak rok, takve operacije imaju spekulativni karakter. Za razliku od kockara koji rizikuje kada i ne vidi šansu na uspeh, spekulatant prihvata rizik jer očekuje povoljan ishod svoje investicije, tj. očekuje premiju. Takođe, za razliku od kockanja gde učesnici vrše kupoprodaje i u nekoliko sekundi, spekulativne transakcije podrazumevaju operacije i u periodima od nekoliko nedelja ili meseci.

Spekulacija u poslovnom smislu predstavlja svaki sklopljeni posao u očekivanju dobitka, pri čemu ne postoji apsolutna sigurnost da će se dobitak i ostvariti. To drugim rečima znači da je sastavni deo svake spekulativne aktivnosti i njoj pripadajući rizik. Spekulacija je preuzimanje rizične investicije zbog premije na rizik koju ona donosi. Premija na rizik mora biti dovoljno velika da bi za investitore koji imaju odbojan stav prema riziku bila adekvatna kompenzacija za rizik od investiranja. Sa aspekta funkcionisanja berzanskog poslovanja, umerene i dozirane spekulacije predstavljaju normalnu i pozitivnu aktivnost, jer bez njih trgovanje ne bi imalo dovoljno draži, odnosno izgubilo bi značajno svoj smisao. Nesumnjivo je da spekulativne aktivnosti za jedan značajan broj učesnika predstavljaju značajan motiv, što predstavlja podsticaj razvoju finansijskog tržišta.

I pasivna i aktivna strategija investiranja imaju brojne prednosti, ali i nedostatke. Međutim, ove dve osnovne investicione strategije se ne moraju međusobno isključivati, već je moguće njihovo kombinovanje, što predstavlja tzv. hibridnu strategiju investiranja.

Investicioni portfolio, kreiran u skladu sa opredeljenom investicionom politikom, nadalje podleže obavezi stalnog praćenja i prilagođavanja radi očuvanja vrednosti portfolia, što iziskuje puno znanja i utrošenog vremena. Mnogi ulazni podaci i okolnosti na osnovu kojih su donete investicione odluke se vremenom menjaju, tako da je potrebno njihovo stalno praćenje i ažuriranje. Portfolio menadžer što češće rebalansira portfolio, to su mu i šanse za ostvarenjem boljeg prinosa veće. Aktivni investitori će stalno nastojati da u porfoliju imaju maksimalno zastupljenu najprofitabilniju aktivu, kao što će nastojati da u okviru iste klase aktive imaju hartije sa najboljim performansama. Otežavajuće okolnosti u tom procesu su transakcioni troškovi koji redukuju očekivanu korist, česta promena tržišnih faktora, kao i investitorovih ciljeva i ograničenja.

⁸ Npr. kupovinom prodajne opcije.

Zaključak

Investiranje je dinamičan proces koji zahteva puno znanja i angažovanja, gde je nekada teško razgraničiti kada investicioni proces počinje, a kada se završava. Razvoj novih tehnologija, posebno kompjuterske, aktivno uključuje sve većeg broja investitora i emitenata, pojava novih vrsta hartija od vrednosti i njihovih supstituta, podizanje nivoa znanja učesnika na finansijskom tržištu je proizvelo čitav niz različitih investicionih strategija, zahvaljujući kojima investitori nastoje da ostvare svoje investicione ciljeve.

Literatura

1. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers - Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill publishing Company (third edition)
2. Eugene F. Brigham - Fundamentals of financial management, The Dryden press, (fifth edition)
3. J. Van Horne - Financial Management and Policy, Prentice-Hall, 1993, (9. edition)
4. Jack Clark Francis - Management of investments, McGraw-Hill Book Company, second edition, 1988.
5. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, Investments, McGraw-Hill International Editions, Fourth edition 1999.

Rezime

Investiranje je složen proces. Da bi se investicijom efikasno upravljalo neophodno je poznavanje i razumevanje brojnih determinanti investicionog procesa. Izbor hartija u koje će investirati zavisi od cene rizika koju je investitor spreman da prihvati. Po pravilu, investitori od rizičnije investicije očekuju i veći prinos. Investitori vrše izbor investicione strategije koja je u skladu sa investicionim ciljevima i utvrđenom investicionom politikom. Da bi se ostvarili ciljevi potrebno je puno znanja, iskustva, puno istraživanja i svakako i puno sreće.

Ključne reči:

investiranje, prinos, cena rizika,

Abstract

Investment is complex process. In order to be able to manage investments efficiently one needs to know and understand numerical determinants of investment process. Selection of securities in which to invest depends of how much risk investor is ready to take. As a rule, the bigger the risk, the larger profit is expected by investor. Investor will select investment strategy in accordance with investment aims and determined investment policy. It takes much skill, experience, research and some luck to achieve ones aims.