

1. UVOD

1.1. Značaj teme i njena aktuelnost

Važna uloga za svakog investitora prilikom donošenja investicione odluke ogleda se u svrshodnom ulaganju ograničenog kapitala koji treba da mu donese maksimalnu dobit. Investitor ima više alteranativa. Međutim, sam izbor između više alternativa, nije jednostavan zadatak. To podrazumijeva detaljnu analizu političke situacije, monetarne stabilnosti zemlje u koju se želi investirati, kao i analizu i ocjenu efikasnosti poslovanja kompanija u čije hartije od vrijednosti se želi investirati.

Trenutno u svijetu postoji trend ekspanzije ulaganja kapitala u investicione fondove, jednog od učesnika na finansijskom tržištu. Portfolijima investicionih fondova upravljaju portfolio menadžeri. Pri donošenju odluka o investiranju kapitala fonda u hartije od vrijednosti, portfolio menadžeri fonda trebaju imati na umu da od njihovog vođenja fonda i divesifikacije portfolija zavisi opstanak fonda, te dobit fonda i dividenda akcionara. Da bi se ocijenila rizičnost portfolija, portfolio menadžeri trebaju analizirati očekivani prinos i rizik svakog pojedinačnog sredstva u portfoliju, njihovu korelaciju, kao i odnos ukupnog prinosa i rizika portfolija. Također, treba da analiziraju tržišni rizik¹ i poslovni rizik² kompanije u čije hartije od vrijednosti žele investirati. U Republici Srpskoj (RS) investicioni fondovi (IF) su nastali u procesu privatizacije državnog kapitala radi prikupljanja vaučera i njihove zamjene za akcije. Investicionim fondom upravljaju društva za upravljanje investicionim fondom. Društvo za upravljanje IF treba da ima zaposlenog portfolio menadžera³.

Značaj teme ogleda se i u činjenici da je u interesu nacionalnih ekonomija, a i Republike Srpske, ekonomski rast i razvoj, a da bi se to ostvilo neophodno je i efikasno funkcionisanje finansijskog tržišta. Pravilnim odlukama o investiranju, portfolio menadžeri povećavaju,

¹ Tržišni rizik je sinonim za sistemski odnosno nediversifikujući rizik vrijednosnog papira ili druge utržive investicije.

² Poslovni rizik je rizik ostvarenja poslovnog rezultata kao prinosa na ukupno uložena sredstva, odnosno kapital, ovaj rizik postoji nezavisno od toga da li se uloženi kapital koristi ili ne, zbog prisustva fiksnih troškova.

³ Zakon o privatizacionim investicionim fondovima i društvima za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima, „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 24/98 i 63/02.

efikasnost finansijskog tržišta. Dobre odluke o investiranju kapitala, dovode do alokacije kapitala, a ispravna alokacija kapitala ima pozitivne efekte na ekonomiju zemlje.

1.2. Problem, predmet i ciljevi istraživanja

Portfolio menadžment investicionog fonda želi da ostvari, dugoročnim ulaganjem kapitala, dugoročan opstanak i razvoj investicionog fonda, kao i maksimalnu dobit fonda i isplatu dividende svojim investitorima. Uspješno upravljanje hartijama od vrijednosti, pored korišćenja tehnika i metoda za istraživanje njihovog potencijala, zahtijeva i korišćenja teorijskih dostignuća iz oblasti moderne portfolio teorije (MPT). Prednosti ulaganja u investicione fondove za individualne investitore su slijedeće:

- diversifikovan portfolio,
- eliminisanje rizika koji nosi svaka HOV pojedinačno,
- stručno upravljanje IF,
- niži transakcioni troškovi.

1.2.1. Problem istraživanja

Postavlja se pitanje u koje hartije od vrijednosti (HOV) uložiti kapital investicionog fonda, da li je potrebno raditi monitoring i obnavljanje formiranog portfolija, te na koji način upravljati rizicima kojim je izložen portfolio investicionog fonda. Rizici su brojni: sistemski i nesistemski rizik, efikasnost finansijskog tržišta, politička situacija, inflacija, valutna stabilnost itd. Šta se dešava sa portfoliom u slučaju zanemarivanja uticaja rizika, te ako se ne vrši redovan monitoring portfolija?

Portfolio teorija ocjenjuje svaku portfolio investiciju prema dva kriterijuma: očekivanoj dobiti i riziku. Ova dva kriterijuma su direktno povezana, tako da hartija od vrijednosti sa malim rizikom nosi i malu dobit. Investitori imaju averziju na rizik, te izbjegavaju potencijalne investicije u rizične hartije od vrijednosti, osim ako ne donose i adekvatan prinos za dati rizik. Finansijski menadžeri, da bi izbjegli rizik koji nosi svaka pojedinačna hartija od vrijednosti, formiraju portfolio hartija od vrijednosti sa ciljem da se napravi najbolja kombinacija između

što većeg prinosa i što manjeg ukupnog rizika. Pogrešno izabrane investicije mogu da donesu gubitke, ili čak i prestanak rada fonda.

Performanse portfolija zavise od izbora hartija od vrijednosti koje ulaze u njihov sastav. Traganje za podcijenjenim akcijama, uočavanje onih sa međusobno niskim koeficijentima korelacije, uspješno procjenjivanje cjenovnih kretanja spadaju u fundamentalne sposobnosti portfolio menadžera.

S obzirom da postoje mnogobrojni razlozi odstupanja očekivanih od ostvarenih prinosa, od presudnog je značaja da se uradi kvalitetna ocjena rizika ulaganja, prije samog početka investiranja, ali i da se vrši kontinuirani monitoring portfolija.

Osnovna pitanja su: Da li investicioni fondovi u Republici Srpskoj imaju portfolio menadžere koji upravljaju portfoliom fonda; Kako da formiraju portfolio fonda koji će donijeti dividendu akcionarima, te da istovremeno investicioni fondovi u Republici Srpskoj budu atraktivni za investitore?

1.2.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja ovog rada predstavlja ocjenu efikasnosti dugoročnog ulaganja kapitala portfolio menadžera, kapitala fonda, ocjenu rizičnosti ulaganja, kao i odnos rizika i prinosa. Posmatra se upravljanje investicionim fondovima u Republici Srpskoj u intervalu od 2006. godine do 2010. godine i ocjenjuje njihov uticaj na efikasnost funkcionisanja finansijskog tržišta Republike Srpske.

1.2.3. Ciljevi istraživanja

Naučni ciljevi istraživanja

Naučni opis. Opisano je, čime se rukovode portfolio menadžeri kada donose odluke o ulaganju kapitala fonda u akcije, obveznice, realnu imovinu, ili držanje depozita u banci. Takođe, opisan je način na koji su vršili diversifikaciju portfolija, kao i šta sve utiče na konačno donošenje odluke o ulaganju. Cilj ovog magistarskog rada bio je prikazati i objasniti savremene metode mjerenja tržišnog rizika, a jedna od njih je CAMP (*Capital Asset Pricing Model*) i indeksa koje su razvili Treynor, Sharpe i Jensen. Mjerili smo uticaj tržišnog rizika na portfolio fonda. Portfolio menadžeri, ako mogu birati između dvije investicije, jednakog

Efikasnost funkcionisanja finansijskog tržišta u Republici Srpskoj sa aspekta upravljanja
investicionim fondovima

očekivanog prinosa, biraju onu manje rizičnosti. Pokazali smo da li portfolio menadžeri vrše ocjene rizika prije investiranja i da li u radu primjenjuju modernu portfolio teoriju (MPT).

Klasifikacija. Analizom dostupne literature i dosadašnjih istraživanja iz ove oblasti, klasifikovali smo zatvorene investicione fondove (ZIF) na fondove: u Republici Srpskoj, u Federaciji Bosne i Hercegovine i u Americi.

Komparativna metoda. Posmatrali smo trendove kretanja i razvoja investicionih fondova u tri posmatrane grupe. Tokom posmatranog perioda istraživanja utvrđuju se promjene neto vrijednosti imovine posmatranih fondova. Također, posmatrani su i trendovi promjena broja osnovanih fondova. Ukazali smo na uzročno-posljedičnu vezu između prinosa i rizika HOV, koje čine portfolio investicionog fonda, na primjeru Zepter invest fonda Banja Luka na bazi uzorka HOV u koje je najviše uloženo. Adekvatna ocjena rizika prije investiranja od presudnog je značaja, kako bi korist od ulaganja imali ne samo portfolio menadžeri, koji svoju uslugu za rad naplaćuju kroz proviziju, već i investitori, kroz naplatu dividende, a i šire gledano, država kroz naplatu poreza.

Objašnjenje. Objasnili smo uzročno-posljedičnu vezu između odluke o ulaganju kapitala u određenu HOV u Republici Srpskoj i dobiti koju ta hartija donosi fondu. Cilj rada bio je da se pokaže da li portolio menadžeri fonda u Republici Srpskoj posvećuju dovoljno pažnje riziku ulaganja, procjeni i ocjeni rizika, te da li imaju strategiju, a sve sa ciljem očuvanja kapitala fonda, ostvarivanja dobiti akcionarima i povećanja efikasnosti finansijskog tržišta Republike Srpske.

Predviđanje. Sagledavanjem rizika kojima su izloženi investicioni fondovi i portfolio menadžeri, dobili smo jasniju sliku poslovanja investicionih fondova, kako kod nas tako i u Americi i dali korisne sugestije u pogledu budućeg načina izbora HOV, u koje investicioni fond može da investira.

Društveni ciljevi istraživanja

Društveni ciljevi istraživanja se odnose na direktne ili indirektne koristi koje će imati država, akademska zajednica, preduzeća i cjelokupna javnost.

Država će imati korist na osnovu sledećih ciljeva istraživanja:

Efikasnost funkcionisanja finansijskog tržišta u Republici Srpskoj sa aspekta upravljanja
investicionim fondovima

- Ukoliko su investicioni fondovi atraktivni za investitore, doći će i novi investitori, a i investitori iz inostranstva.
- Ukoliko IF isplaćuje dividendu akcionarima, to dovodi do povećanja potrošnje, podizanja životnog standarda stanovnika i povećavanje uplata poreza u budžet države.
- Povećava se efikasnost funkcionisanja finansijskog tržišta Republike Srpske.

Detaljnije upoznavanje akademske zajednice sa dosadašnjim istraživanjima iz ove oblasti daje ideje za unapređenje rada investicionih fonova. Prezentovanjem efekata i koristi od primjene moderne portfolio teorije, prilikom formiranja i vođenja portfolija investicionog fonda, mogu se prepoznati koristi koje će imati mogući budući korisnici: investitori, portfolio menadžeri, investicioni savjetnici, eksperti i sl.

1.3. Istraživačke hipoteze

Glavna hipoteza:

H₀. Odlukama o investiranju koje donose portfolio menadžeri u investicionim fondovima u Republici Srpskoj, koje se baziraju na ocjeni rizika prije ulaganja, štiti se kapital investicionih fondova i povećava se efikasnost funkcionisanja finansijskog tržišta u Republici Srpskoj.

Pomoćne hipoteze:

H 1. Portfolio menadžeri dugoročnim ulaganjem kapitala obezbjeđuju dugoročan opstanak i razvoj investicionih fondova, kao i maksimalnu dobit fonda i isplatu dividende akcionarima.

H 2. Uspješnost donošenja odluke portfolio menadžera o investiranju zavisi od njihove procjene i ocjene rizika investiranja i primjene moderne portfolio teorije MPT.

H 3. Upravljanje hartijama od vrijednosti u Republici Srpskoj donosi bolje performanse od onih koje bi se realizovale nasumičnim izborom većeg broja hartija od vrijednosti.

Zavisna varijabla:

Očuvanje kapitala investicionog fonda (kapitala velikog broja akcionara), ostvarivanje dobiti investicionog fonda i dividende akcionarima fonda uz primjenu MPT.

Nezavisne varijable:

Sistemska i nesistemska rizik, efikasnost finansijskog tržišta, politička situacija, inflacija, valutna stabilnost, sposobnost menadžmenta kompanije u čije hartije od vrijednosti se ulaže, očekivani prinos na uloženi kapital u HOV, rizik koji nosi sa sobom ulaganje u HOV, sposobnost portfolio menadžera investicionog fonda da izvrši diversifikaciju ulaganja, dividendna politika kompanija u čije hartije se ulaže, visina isplaćene dividende itd.

Detaljno su obrađene slijedeće nezavisne varijable: sistemska rizik, rizik i prinos. Ostale nezavisne varijable su posmatrane kao konstante.

1.4. Način i metode istraživanja

Metodologija istraživanja podrazumijeva poštovanje faza opšteg postupka naučnog istraživanja. Postupak započinjemo određivanjem problema, predmeta i cilja istraživanja. Nakon operacionalizacije varijabli koje će se mjeriti, postavljene su hipoteze i vršimo izbor uzorka na kom će se istraživanje temeljiti. Zatim pravimo izbor metoda istraživanja i prikupljamo podatke za testiranje hipoteze. Hipoteze su testirane u nizu empirijskih istraživanja, te vršimo analizu dobijenih rezultata.

Izvor podataka za analizu investicionih fondova u Republici Srpskoj su Komisija za hartije od vrijednosti, Banjalučka berza i Zepter invest fond.

U radu se koriste slijedeće naučno-istraživačke metode: metoda analize i sinteze, metoda indukcije i dedukcije, metoda specifikacije i generalizacije, komparativna metoda, statistička metoda, istorijska metoda, metoda deskripcije i metoda logičkog zaključivanja.

Metoda analize i sinteze je postupak naučnog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti putem raščlanjivanja složenih misaonih tvorevina na njihove jednostavne dijelove. Koristiće se prilikom analize metoda, pravila i pojmova predmeta istraživanja. Metoda sinteze je postupak naučnog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti putem sastavljanja jednostavnih tvorevina u složene. Koristiće se prilikom opisivanja i povezivanja analitičkih pojmova i saznanja o predmetu istraživanja.

Metoda indukcije i dedukcije je sistemska primjena induktivnog načina zaključivanja. Koristiće se za formiranje mišljenja i opštih tvrdnji, polazeći od pojedinačnih slučajeva i

posebnih činjenica. Metoda dedukcije koristi se za izvođenje konkretnih zaključaka iz opštih saznanja.

Metoda specifikacije i generalizacije je misaoni postupak uopštavanja kojim se od jednog posebnog pojma dolazi do opšteg, koji je po sadržaju viši od ostalih pojedinačnih. Metoda specijalizacije je suprotan postupak, kojim se od opšteg pojma dolazi do novog, užeg po obimu, a bogatijeg po sadržaju.

Komparativna metoda će nam omogućiti da dođemo do novih saznanja i zaključaka, a putem poređenja istih ili sličnih pojava, procesa i činjenica. Predmet istraživanja komparativne metode su srodne pojave raznih vrsta društvenih pojava, njihovi odnosi veze i strukture. Prvo utvrđujemo njihove zajedničke karakteristike, a zatim sve one po kojima se razlikuju.

Statistička metoda je grafičko prikazivanje statističkih podataka tokom istraživanja za obradu prikupljenih podataka. Ova metoda dolazi do izražaja jer su bitni kvantitativni podaci i pokazatelji prikazani putem grafikona, pregledniji i daju pregledniji uvid prilikom poređenja određenih parametara.

Istorijska metoda je jedna od značajnijih i starijih metoda i korištena je u ovom radu. Istraživao se nastanak i razvoj investicionih fondova i njihova uloga na finansijskom tržištu Republike Srpske.

Metoda deskripcije je opis dobijenih rezultata.

Metoda logičkog dolaženja do zaključaka na bazi komparativne analize.

1.5. Očekivani rezultati i preporuke za dalja istraživanja

Na osnovu izvršenih istraživanja, dobijenih rezultata i zaključaka daju se prijedlozi portfolio menadžerima, koji vode portfolije u investicionim fondovima, kako da smanje rizik i povećaju prinos na uložene HOV, obezbijede dugoročno poslovanje fonda i isplatu dividende akcionarima. Rezultati istraživanja proizilaze iz definisanih ciljeva i treba da potvrde glavnu i pomoćne hipoteze.

Jedno od najvećih unapređenja investicionih analiza proteklih decenija je svakako u saznanju da kreiranje optimalnog portfolija hartija od vrijednosti nije prost posao investiranja u hartije

od vrijednosti na bazi poželjnih, odnosno ciljnih karakteristika prinosa i rizika svake od hartija pojedinačno. Teorija dokazana u praksi ukazuje na neophodnost razmatranja i analize međusobnih odnosa karakteristika prinosa i rizika svake pojedine hartije, uključene u portfolio hartija od vrijednosti. Riječ je, naravno, o modernoj portfolio teoriji (MPT).

Pristupanje novom načinu analize, primjenom MPT prije investiranja, trebalo bi olakšati rad portfolio menadžerima i doprinijeti stabilnijem poslovanju investicionog fonda.

Rezultati istraživanja se mogu koristiti kao podsticaj za buduća istraživanja u pravcu produbljanja i detaljnijih ispitivanja uticaja i intenziteta krize, na diversifikaciju izvršenih ulaganja kapitala i funkcionisanje finansijskih tržišta.

1.6. Obrazloženje strukture magistarskog rada

Rad se sastoji od uvoda, tri glavna poglavlja i zaključka. U uvodnom dijelu objašnjava se značaj i aktuelnost predložene teme, odnosno zbog čega je tema izabrana. Definisani su problem, predmet i cilj istraživanja, postavljena glavna i pomoćne hipoteze i prognoze, te navedena metodologija istraživanja.

Drugo poglavlje govori o pojmu, nastanku, istorijskom razvoju i osnovnim karakteristikama investicionih fondova na savremenim finansijskim tržištima. Objašnjavaju se motivi ulaganja u investicione fondove, kao i vrste investicionih fondova. Teorijski su objašnjene vrste rizika, rizik portfolija, kao i zakonska regulativa i nadzor nad poslovanjem učesnika na savremenim finansijskim tržištima.

Treće poglavlje će se baviti selekcijom portfolija investicionog fonda. Objašnjeno je čime se trebaju rukovoditi portfolio menadžeri prilikom formiranja prvog portfolija i četiri ključna pitanja konstrukcije prvog portfolija, šta je zajedničko svim hartijama od vrijednosti sa stanovišta ulaganja. Govori se o odnosu između rizika i prinosa jedne hartije od vrijednosti i o odnosu rizika i prinosa portfolija investicionog fonda, uz primjenu moderne portfolio teorije, Markowitzev-e teorije. Predstavljeno je upravljanje portfoliom u svijetu i kod nas, pojam diversifikacije kao i prednosti i nedostaci u primjeni CAMP metodologije, prilikom mjerenja tržišnog rizika. Rizik portfolija je manji od rizika svakog pojedinačnog instrumenta, koji se u njemu nalazi. Suštinska korist diversifikacije leži u činjenici da ona smanjuje ukupni obim

Efikasnost funkcionisanja finansijskog tržišta u Republici Srpskoj sa aspekta upravljanja
investicionim fondovima

rizika, kojem je investitor izložen (Investicioni fond). Performanse portoflija zavise od izbora hartija od vrednosti koje u njega ulaze, pa tako traganje za podcijenjenim akcijama, uočavanje onih sa međusobno niskim koeficijentom korelacije, uspješno procjenjivanje cjenovnih kretanja, nastupanja trenutaka cjenovnih promjena i zaštita od takvih neočekivanih promjena spadaju u fundamentalne sposobnosti portfolio menadžera. Od toga zavisi njihova efikasnost i performanse investicionih fondova kojima upravljaju.

U četvrtom poglavlju analizaran je nastanak i upravljanje investicionim fondovima u Republici Srpskoj. Da li i u kojoj mjeri portfolio menadžeri primjenjuju modernu portfolio teoriju pri ulaganju kapitala fonda. Prikazano je tržišno učešće investicionih fondova osnovanih u Bosni i Hercegovini u ukupnom prometu na Banjalučkoj berzi i Sarajevskoj berzi. Postavlja se pitanje da li i u kojoj mjeri investicioni fondovi mogu doprinijeti razvoju finansijskog tržišta u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini? Pokazali smo da li su ispunjena očekivanja akcionara fonda u smislu dugoročnog opstanka fonda i ostvarivanja dividende. Takođe, objašnjeni su i nedostaci i problemi u primjeni moderne portfolio teorije.

U ovom poglavlju dolazi se do rezultata istraživanja, provjerena je glavna i pomoćne hipoteze, te utvrđeno da li su hipoteze potvrđene ili odbačene.

Na kraju rada data su zaključna razmatranja, korišćena literatura, popis tabela, grafikona i slika, te popis korištenih skraćenica.