



AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search
<http://ageconsearch.umn.edu>
aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

УТИЦАЈ ПРОГНОЗИРАЊА И АСИМЕТРИЧНЕ ИНФОРМИСАНОСТИ НА ИЗБОР СТРАТЕГИЈЕ УПРАВЉАЊА ПОРТФОЛИОМ ИНДИВИДУАЛНОГ ИНВЕСТИТОРА

Апстракт

Формирање портфолиа, без обзира на тип инвеститора, увек има исти циљ-смањење ризика диверзификацијом пласмана. Медјутим, при доношењу инвестиционих одлука морају се имати у виду чињенице да: ризици могу имати алтернативне узроке или захтевати садејство неколико узрока, као и да је ризик објективна категорија иманантна свакој Ијудској делатности. Претпоставка о рационалном понашању инвеститора подразумева да ће он увек одабрати алтернативу која обезбедјује највећи принос за дати ниво ризика, или ону која носи најмањи ризик за жељени ниво приноса. Стога ће у раду бити анализирани утицаји прогнозирања и асиметричне информисаности на избор стратегије управљања портфолиом индивидуалног инвеститора. Указаће се и на предности и недостатке две најчешће коришћене групације стратегија које су резултат уверења инвеститора да је тржиште капитала ефикасно.

FORECASTING AND EFFECT OF SELECTION ASYMMETRIC INFORMATION STRATEGIES PORTFOLIO MANAGEMENT OF INDIVIDUAL INVESTORS

Abstract

The formation of the portfolio, regardless of the type of investor, always has the same goal-reducing the risk by diversifying investments. However, in making investment decisions must be taken into account the fact that: the risks can have alternative causes, or require the cooperation of several causes, and that the risk objective category immanent in each activity. The assumption of rational investor behavior means that he will always choose the alternative that provides the highest yield for a given level of risk, or one that carries the least risk to the desired level of return. Therefore, the paper will analyze impacts forecasting and asymmetric information on the selection of portfolio management strategies of individual investors. Will be showing the advantages and disadvantages of two commonly used group of strategies that are the result of investors' beliefs that the capital market efficiently.

1. Прогнозирање и ефикасност тржишта

Могућност предвидјања тржишних цена хартија од вредности детерминисана је степеном ефикасности фмансијског тржишта. Ефикасност овог тржишта подразумева, пре свега, његову информациону ефикасност. Тржиште је, према томе, ефикасно у односу на неки дати сет информација ако цене на тржишту у свакој временској тачки рефлектују све информације садржане у датом сету. Слаба форма ефикасности, пак, подразумева да текуће цене не могу у потпуности рефлектовати информације садржане у историјским подацима о кретањима цена на тржишту хартија од вредности. Тако, на пример, М. Kendall сматра да се не могу идентификовати предвидиви обрасци понашања цена на тржишту хартија од вредности. Другим речима, цене варирају без обзира на њихову динамику у прошлости, односно на основу емпиријских података не може се предвидети како ће се цене кретати у будућности.

Бројне емпиријске анализе су показале да на тржишту хартија од вредности дешавања не следе никаква правила. Објашњења због чега је покушај тражења образаца кретања цена на тржишту хартија од вредности остао неуспешан дала су новија истраживања. Суштина ових објашњења је у предвидјањима кретања цена акција. Учесници на фмансијским тржиштима верују да су јавно доступне информације, попут макроекономских показатеља, информације о стању одређених привредних грана, информације о самим предузећима, већ имплементирание у постојеће цене акција. Чим се појави нова информација која показује да је нека акција подцењена и да нуди прилику за зараду, улагачи масовно купују те акције и тренутно подижу цену на реални ниво. Према томе, предвидјене будуће цене утичу на садашње јер оне подстичу учеснике на куповину пре него што цена порасте. Како се по дефиницији, долазак нове информације не може предвидети, јер ако би се долазак могао предвидети онда би то предвидјање већ било део данашње информације, следи да су цене акција последица доласка нових (непредвидивих) информација па је динамика њиховог кретања непредвидива. Другим речима, цене хартија од вредности следе случајан ход.

Могућност тачног предвиђања динамике цена финансијских инструмената представљала би необорив доказ неефикасности фмансијских тржишта. То би значило да све доступне информације не одражавају цену хартија од вредности. Дакле, теорија да цене акција у потпуности одражавају све информације назива се теорија ефикасности тржишта. Теорија ефикасности тржишта полази од претпоставке да су цене хартија од вредности, по правилу, устању равнотеже и да одражавају очекивања инвеститора на бази расположивих информација. Другим речима, на тржишту није могуће на дуги рок остварити стопе приноса које превазилазе просечну стопу приноса на тржишту. У суштини, теорија ефикасности финансијских тржишта је, заправо, теорија рационалних очекивања¹. У литератури се наилази на тврдњу да постоје три облика ефикасности тржишта. Њихова разлика је резултат тумачења израза „све доступне информације”².

Према поставкама теорије слабе ефикасности тржишта тржишта цене

¹ Др Дејан Шошкић, др Бошко Р. Живковић, Финансијска тржишта и институције", Економски факултет, Београд, 2007, стр. 93

² Види детаљније: Ahlers D.M., A New Look at Portfolio Management, JAI Press, Greenwich, 1977.

хартија од вредности одражавају све прошле информације које се могу добити техничком анализом тржишних података, као што су цена у прошлости и обим трговања појединим хартијама од вредности. Слаба форма ефикасности, дакле, сугерише да је свако праћење цена и уочавање одређених правилности на бази којих бисмо могли да предвидимо кретање цена у будућности, заправо губљење времена јер су цене већ формиране на бази динамике цена у прошлости. С тога, бележење и анализа ценовних кретања и кретања обима промета је узалудан посао. У условима слабе форме ефикасности такве анализе не могу дати ваљани савет инвеститорима.

Према теорији полујаке ефикасности тржишта цене фмансијских инструмената на тржишту одражавају све јасно доступне информације. Другим речима, ако фмансијско тржиште испољава полујаку форму ефикасности, све информације које су у оптицају, а могу утицати на цене финансијских инструмената, су већ инкорпорирани у постојеће цене на тржишту. Овој групацији информација припадају: показатељи пословног успеха предузећа, информације о линијама производа, структури финансијских извештаја, менаџменту, предвидјања зарада, примењене рачуноводствене методе обрачуна цена и сл. Исте имају вредност само ако утичу на измену очекивања инвестиционе јавности. Међутим, без фмансијских аналитичара, тржиште у условима полујаке форме ефикасности, не би могло бити ефикасно јер само они својим клијентима омогућавају дисперзију ризика инвестирања коју вечина индивидуалних инвеститора самостално не би била у стању да оствари.

Теорија јаке ефикасности фмансијског тржишта полази од претпоставке да цене финансијских инструмената одражавају све расположиве информације, јавне и поверљиве, које могу имати утицаја на њихово формирање. Другим речима, ако финансијско тржиште испољава јаку форму ефикасности, све информације које се налазе у јавном оптицају или их познаје ограничени број људи, а могу утицати на цену фмансијских инструмената, већ су инкорпорирани у постојеће цене на тржишту. С обзиром да су цене финансијских инструмената реалне нема нема бољих или лошијих инвестиција истог нивоа ризика. Логика закључивања упућује на тврдњу да у условима јаке форме ефикасности финансијских тржишта, закони и прописи који регулишу и ограничавају информациону асиметрију тј. обавезују јавно публикување стандардизованог сета истинитих информација о емитенту фмансијског инструмента и ограничавају трговину на бази поверљивих информација, не би били потребни јер се абнормалне стопе приноса не би могле остварити уз помоћ повељивих информација а на рачун инвестиционе јавности. Пракса функционисања финансијског тржишта, међутим, недвосмислено опорвргава могућност постојања јаке форме ефикасности финансијског тржишта, јер је уз помоћ поверљивих информација могуће конзистентно и на дуги рок остваривати абнормално високе стопе приноса.

Имајући у виду карактеристике облика ефикасности финансијског тржишта намеће се питање да ли је у пракси финансијско тржиште ефикасно и у којој форми постоји његова ефикасност? Из предходних навода произилази да је битна претпоставка ефикасности тржишта непостојање класа хартија од вредности које континуирано бележе више стопе приноса у односу на тржиште у целини. Међутим, емпиријска истраживања су указала на постојање неких аномалија као:

1. Ефекта малих фирми (small-firm effect) чија суштина је у тврдњи да акције малих предузећа у дугом временском периоду могу остварити стопе приноса

веће од стопе приноса великих предузећа и стопа приноса тржишта у целини. Објашњења ове аномалије садржана су у пореским консидацијама, нижој ликвидности, вишим трошковима вредновања акција малих фирми, неадекватним метода мерења ризика малих предузећа.

2. Друга аномалија теорије ефикасности тржишта је јануарски ефекат (January effect). Наиме, запажено је, да цене акција расту петком и пред празнике а падају понедељком. С обзиром да се ово померање цена редовно понавља, оно је предвидиво и, стога, неконзистентно са теоријом ефикасности финансијског тржишта. Објашњење понудјено за ову аномалију је тумачење да крајем године постоји интерес власника акција које су изгубиле на цени да исте продају и реализују губитке који се могу одбити од добитака који представљају пореску основу. Продајама пре пријаве пореза, у јануару, инвеститори, наводно, желе да врате своје позиције у акцијама због чега долази до раста тражње и, следствено томе до раста цена. Медјутим, и овакво објашњење има контра аргументе јер се постављају дилеме:

> Ако се зна да ће цене у децембру падати а у јануару расти, зашто они који немају пореске обавезе у том периоду (индивидуални инвеститори и институционални инвеститори) не искористе могућност сигурне зараде и својим куповинама и продајама елимишу јануарски ефекат?

> Зашто се јануарски ефекат јавља и код акција које нису бележиле пад цена, па, стога, не могу исказати капитални губитак?

> Зашто се овај ефекат јавља више код акција малих предузећа него код акција великих компанија?

3. Такође, нека истраживања су показала и да финансијско тржиште прекомерно реагује на публикување неочекиваних информација. Његова претерана реакција и касније поновно враћање цена на равнотежни ниво у финансијској литератури је познато под именом тржишни пребачај (маркет оверсхоотинг). Другим речима непрецизно реаговање тржишта на информације испољава се у ефекту стада што узрокује инерцију у кретању цена и иста не може бити објашњена релевантним информацијама о фундаменталним факторима који утичу на кретање цена.

4. Као последња аномалија која се наводи у литератури о (не)ефикасности тржишта је постојање тзв. реверзибилних приноса. Њихова суштина је у извесној правилности да акције чији су приноси били мали у протеклом периоду често имају надпросечне приносе у будућем периоду и обрнуто.

Хипотеза о ефикасности тржишта никада није била широко прихваћена на берзама, а дискусија о томе колико анализа хартија од вредности може да побољша учинак инвестиција још увек није завршена.

2. Асиметричне информације и ефикасност тржишта

Уобичајена појава на финансијским тржиштима је у чињеници да једна страна у трансакцији нема довољно информација о предмету трансакције или не зна довољно о другој страни, да би донела рационалну одлуку. Друга страна у трансакцији може поседовати више или мање информација од прве. Оваква ситуација се назива информациона асиметрија. Последице неравнотеже о броју и квалитету расположивих информација јесу увећање неизвесности, односно ризика трансакција и повећање трансакционих трошкова. Последице које су резултат

информационе асиметрије уобичајено се класификују у две велике групе:

- проблем негативне селекције или погрешног избора и
- појава ризика злоупотребе или проблем моралног хазарда.

Негативна селекција доводи до погрешних одлука код улагања средстава што резултира грешком у процењивању приноса и ризика датог улагања. Тако, на пример, квалитет и обим информација потребних за процењивање ризика и приноса акција као хартија од вредности је знатно већи него код обвезнице. Међутим, негативну селекцију изазивају асиметричне информације пре реализације трансакције, док је морални хазард проблем асиметричних информација после обављених трансакција.

На финансијским тржиштима хазардирање се изједначава са експропријацијом: емитент хартије од вредности је мотивисан да прикрије информације или присвоји дохотке власника. У једној широј дефиницији, хазардирањем се сматра свако ангажовање емитента у активностима које су штетне и/или неприхватљиве за власника хартије од вредности. Морално хазардне трансакције обично следе већ начињен погрешан избор и доводе до преузимања већег ризика од очекиваног, односно оног који је власник средстава спреман да прихвати.

При куповини акција индивидуални инвеститор се суочава са проблемом избора односно разликовања добрих акција (које имају висок очекивани принос и низак ризик) од лоших акција (са ниским очекиваним приносом и високим ризиком). Недостатак информација може бити резултат и природне склоности предузећа да спрече дистрибуцију релевантних информација о сопственом пословању. Код такве ситуације инвеститор је спреман да плати прикупљање додатних информација. Свакако да трошкови прикупљања ових информација утичу на коначну рентабилност улагања. У супротном, ако нема могућности да купи додатне информације, инвеститор ће се понашати као купац половног аутомобила биће спреман да плати једино цену која одражава просечан квалитет емитованих акција. Ова цена ће се налази „између”, тј. у интервалу цене најлошије и цене најбоље акције. Дакле, купци и продавци акција ће се понашати слично купцима и продавцима половних аутомобила. Уколико власници или менаџери добрих предузећа имају боље информације од инвеститора и знају да је њихово предузеће добро, онда ће они одустати од продаје акција или их неће продати инвеститору по „ просечној цени” коју је он спреман да плати. У пракси се овај проблем региструје као проблем миграције акција са лоших на добра тржишта.

Тржиште са дубоком информационом асиметријом краткорочно погодује лошим предузећима које, при осталим непромењеним условима, могу продати акције зато што им је цена виша од реалне. Међутим, инвеститор је свестан да у овој ситуацији постоји ризик погрешног избора. Због тога ће настојати да купи акције по што нижој цени или ће се сасвим повући са тржишта акција и прећи на тржиште обвезница. Пракса је показала да је инвеститор спреман да купи обвезнице само ако је стопа приноса на тржишту обвезница довољно стимулативна што упућује на закључак да информациона асиметрија делује и на тржишту обвезница. Сам механизам уравнотежења тржишта обвезница у условима информационе асиметрије је сличан као и на тржишту акција.

Из предходно наведених чињеница се може извући закључак да, уколико инвеститори могу на основу расположивих информација разликовати добре од лоших акција, тржиште има способност валоризације. Тражња и понуда на

тржишту хартија од вредности ће се понашати на уобичајени начин- инвеститори ће бити спремни да плате адекватну цену за акције добрих предузећа. Дакле, количина, квалитет, начин и време дистрибуције информација је од интереса за сагледавање особина тржишта сваке појединачне хартије од вредности.

Проблем информационе асиметрије је теоријски финансиран пре тридесетак година, иако постоји од појаве финансијских тржишта. Теорија и пракса су показале да је један од основних начина решавања овог проблема оснивање посебних, профитно оријентисаних привредних јединица, чија је основна делатност прикупљање, „ прерада“⁴ и продаја информација о хартијама од вредности. Негативне стране овог решења је настанак проблема слепог путника (фрее-ридер проблем). Учесници на тржишту који нису платили информације довољне за разликовање добрих од лоших акција користе, на различите начине, предности информација који су други инвеститори морали платити.

3. Стратегије управљања портфолиом индивидуалног инвеститора

Због динамичних промена на тржишту капитала, као и промена у ставовима инвеститора, портфолио менаџери морају да управљају портфолима и доносе инвестиционе одлуке. У том циљу, они користе различите стратегије у зависности од склоности ка ризику, познавања тржишта хартија од вредности и циљева инвестирања. Основна класификација стратегија које користи сваки инвеститор, а која је резултат уверења инвеститора о ефикасности тржишта капитала³, је на активне и пасивне.

Активни портфолио менаџмент је традиционалан начин конструкције и управљања портфолиом хартија од вредности. Сви активни портфолио менаџери селективно инвестирају у хартије од вредности на бази одређених предвидјања будућих догађаја. У том смислу они константно мењају састав свог портфолиа у настојању да задрже искључиво најбоље хартије од вредности. У основи активног портфолио менаџмента је веровање инвеститора да тржиште капитала није у потпуности ефикасно, тј. да се цене хартија од вредности не прилагодјавају брзо и прецизно новим информацијама. Као последица оваквих уверења активни портфолио инвеститори претпостављају да постоје акције које су подцењене, акције које су прецењене, као и акције чија је вредност тачно утврђена. Њихов задатак је да открију које акције припадају којој групи и у сагласности с тим донесу инвестиционе одлуке. Да би у томе успели, они траже информације, које осим што морају бити прецизне, нису доступне другим инвеститорима. У том смислу, у свету у коме долази до све бржег ширења информација и где је употреба „инсиде“ информација противзаконита, задатак активних портфолио менаџера постаје све тежи. Такође, активни портфолио менаџмент представља најскупљи инвестициони приступ. Наиме, бројне активности које улазе у састав активног портфолио менаџмента (истраживање, трговина хартијама од вредности,...), производе одређене трошкове који нису карактеристични за пасивне приступе портфолио инвестирању. Студије радјене последњих педесетак година пружају бројне доказе да активни портфолио менаџери као целина не успевају да остваре

³ Види: Betz Frederick, Executive Strategy, Strategic Management and Information Technology, John Wiley and Sons, 2001.

инвестиционе приносе довољне за покриће ових трошкова. Свакако да овакво понашање није одлика свих активних портфолио менаџера. Многи успевају да остваре инвестиционе приносе изнад тржишног просека што је резултирало стварањем великог броја различитих стилова активног управљања портфолиом акција. Два основна стила активног управљања портфолиом акција су:

- top-down или од врха ка дну и
- bottom-или од дна ка врху.

Иако постоји мали број чистих примера ова два стила, они представљају основу активног портфолио менаџмента. Портфолио менаџер који користи топ-даун стил управљања портфолиом акција почиње свој рад сагледавањем општег стања у коме се налази привредни систем и врши предвидјање његовог стања у скорој будућности. У следећем кораку, top-down менаџер доноси своје инвестиционе одлуке у зависности од процењене привlačности појединих сектора фмансијског тржишта (нпр. акције, обвезнице и тд.). Тако, он може сва своја расположива средства инвестирати искључиво у акције или пак у различите хартије од вредности истовремено. Уколико top-down менаџер одлучи да сва своја расположива средства инвестира у акције, он врши анализу тржишта акција с намером да идентификује акције оних привредних сектора који ће у складу с његовом прогнозом будућег стања привредног система пословати успешно. Након њиховог идентификовања, top-down менаџер, врши избор акција конкретних компанија из тих сектора, стварајући на тај начин портфолио акција са одређеним карактеристикама (очекиваном стопом приноса и ризиком). Инвеститори често очекују од менаџера портфолиа, коме су поклонили своје поверење креирања портфолиа, да им састави портфолио који ће донети највишу могућну очекивану стопу прихода, при чему је за инвеститоре портфолио оптималан уколико увећава однос између приноса и ризика. Инвеститори, по правилу, желе да инвестирају већа средства у ризичан портфолио када су предвидјања оптимистичка и обрнуто. Захваљујући супериорној анализи, савршени тајмер може у сваком периоду да оствари најмање идентичан приход, а у неким случајевима и бољи приход у поређењу са пасивном стратегијом улагања у акције или стратегијом улагања у краткорочне хартије од вредности. Међутим, карактеристике његовог ризика се не могу мерити стандардним мерилима ризика портфолиа, јер савршени тајминг доминира над пасивном стратегијом и обезбеђује само „лепа“ изненађења. Када се одбије провизија од месечне стопе прихода коју оствари тајмер, просечна стопа прихода често не прелази просечну стопу прихода пасивне стратегије са улагањем само у акције, па се може поставити питање оправданости више уложеног труда. У модерној портфолио теорији познате су и подврсте ове две стратегије као на пример:

- Менаџери оријентисани на вредност који се могу сврстати у категорију топ даун менаџера али и у категорију bottom-up менаџера. Они виде шансу тамо где многи други учесници на тржишту капитала не виде. Овај тип менаџера тражи оне хартије од вредности које се продају испод своје праве вредности како би креирали оптимални портфолио и на њему остварили профит. У ту сврху користе бројне инструменте финансијске анализе. Када су у питању карактеристике њихових портфолиа, менаџери оријентисани на вредност настоје одржати ниске нивое (3-кофицијената својих портфолиа, ниске нивое односа цене акција и књиговодствене вредности и цене акције и зараде по акцији, као и висок ниво дивиденде по акцији у односу на њену цену.

- Менаџери оријентисани на раст се могу, такође, сврстати у категорију топ-даун менаџере и у bottom-up менаџере. Они траже и купују акције које због високог раста зарада имају висок коефицијент цена по акцији/зарада по акцији, уз очекивање да ће се раст зарада наставити истим или још бржим темпом. Веома често, деле се на оне који инвестирају у акције мале капитализације и оне који инвестирају у акције високе капитализације. Њихове портфолије карактеришу високи П- коефицијенти.

- Менаџери оријентисани на ротацију сектора припадају категорији топ-даун менаџера. Основна идеја на којој се заснива ова техника управљања портфолиом акција јесте да економија једне земље пролази кроз тачно дефинисане фазе привредних циклуса. Менаџери оријентисани на ротацију сектора верују да могу препознати текућу фазу привредног циклуса и предвиде у коју ће фазу она еволуирати. На бази таквог предвидјања они могу одабрати оне секторе привреде који ће у скорој будућности профитирати. При томе, портфолио ових менаџера карактерише висока концентрација малог броја акција компанија које припадају привредним секторима који профитирају на основу прелазака целокупне привреде из једне у другу фазу привредног циклуса. Менаџери који користе ову стратегију у управљању својим портфолиом мењаће његов састав, током времена, у зависности од тога како се буду мењале њихове прогнозе о појединим привредним секторима и гранама.

- Специјализовани менаџери не мењају секторе у које инвестирају своја средства, већ бирају акције компанија које припадају истим привредним секторима. Они се могу специјализовати, на пример, за инвестирање у акције компанија које припадају области технологије или за инвестирање у акције које карактерише стални раст, или акције које се котирају на тачно одређеном тржишту. Разлози због којих специјализовани менаџери остају у оквиру једног сектора је веровање да је сектор који је предмет њихове пажње стално подцењен, као и уверење да је особље способније да одабере подцењене акције у датом сектору него ли у било ком другом. За разлику од првог разлога, за који је-тешко наћи оправдање, други разлог постаје све реалнији, поготово у условима све веће сложености пословања хартијама од вредности.

- Највећи напад на хипотезу о ефикасности тржишта капитала долази од тзв. техничких аналитичара. Наиме, они препознају одређене циклусе кроз које пролази тржиште и бирају акције на бази односа измедју историјског и предвидјеног будућег кретања цена акција. У ствари, они анализирајући графике на којима су представљена кретања цена одређених акција или читавих група акција, настоје да предвиде њихова будућа кретања и да на бази тога донесу своје инвестиционе одлуке.

- Тајмери тржишта припадају категорији топ-даун менаџерима. Основна идеја тајмера тржишта је да они могу предвидети када ће тржиште акција расти или наставити да расте, а када ће почети да пада или наставити да опада. У том смислу, тајмери тржишта се не разликују битно од техничара. Осим тога, они у свом портфолио немају само акције. Које хартије ће одабрати за свој портфолио зависи од њихових предвиђања везаних за општа привредна кретања и ефекте које она имају на тржиште акција.

- Хеџери приликом конструкције свог портфолиа настоје да поставе одређене лимите на инвестициони ризик. У том циљу они веома често комбинују различите хартије од вредности. Тако, на пример, једноставан случај хеџинга јесте истовремена куповина акција и пут опција на те акције. На тај начин пут опција дефмише

одредјени лимит на губитак који може бити остварен уколико цена акције падне, при чему је потенцијални профит у случају раста цене акције умањен само за цену пут опције. Свакако, постоје и други много компликованији облици хедџинг операција.

Инвеститори који користе пасивне стратегије управљања портфолиом хартија од вредности верују да је тржиште у потпуности ефикасно. Постоје две врсте основних пасивних стратегија управљања портфолиом акција:

- Купи и држи (buy-and-hold) је једноставна стратегија управљања портфолиом. Наиме, уколико инвеститор изабере ову стратегију водјења свог портфолиа он ће купити акције на бази одредјених критеријума и држати тако креиран портфолио у неимењеном облику током одредјеног временског периода. Према томе, у овом случају нема активне куповине или продаје акција из портфолиа након његовог креирања, или пак уколико је има, она је знатно мање заступљена у односу на случај активног управљања портфолиом.

- Други пасивни приступ у управљању портфолиом акција који је уједно и најраспрострањенији је индексација (indexing). Приликом примене овог приступа портфолио менаџер не тражи акције које су подцењене и акције које су прецењене, нити покушава да предвиди општа кретања на тржишту хартија од вредности, како би свој портфолио конструисао на бази тих предвиђања. Уместо тога, он креира портфолио тако да портфолио рефлектује одредјени тржишни индекс, односно он инвестира у исте акције које су садржане у одредјеном тржишном индексу, као што је S&P 500 (Standard & Poor's 500 Composite index 500 највећих компанија које се котирају на NYSE), и то тако да је учешће акција у његовом портфолиу идентично њиховом учешћу у тржишном индексу. Иако је индексација форма пасивног управљања портфолиом хартија од вредности, постоје бројна питања на која портфолио менаџер мора да да одговор приликом конструкције портфолиа. Тако, на пример, он мора извршити избор индекса који треба узети као репер у конструисању портфолиа, донети одлуку о прецизности у пресликавању тржишног индекса, затим о нивоу трансакционих трошкова и сл. Једном када је одабран индекс који ће бити коришћен као репер, следи конструкција портфолиа. У овој фази циљ је да се минимизира разлика између перформанси конструисаног портфолиа и тржишног индекса који ће се користити као репер.

Разлика у перформансама конструисаног портфолиа и изабраног тржишног индекса назива се грешка следа тржишног индекса. Она може имати позитивну и негативну вредност. Позитивна грешка следа индекса постоји када конструисани портфолио својим перформансама надмаши тржишни индекс на бази кога је конструисан, и обратно, уколико су перформансе конструисаног портфолиа испод перформанси одабраног тржишног индекса, грешка следа индекса је негативна. Са проблемом грешке следа тржишног индекса повезано је и питање висине трансакционих трошкова. Да би се конструисао портфолио који што верније одсликава одабрани тржишни индекс, у састав портфолиа морају ући све хартије од вредности које чине тај индекс. Медјутим, то утиче на висину трансакционих трошкова. Што је већи број хартија од вредности које треба купити приликом конструкције портфолиа, већи су и трансакцијни трошкови, док, с друге стране, уколико конструисани портфолио садржи мање акција од одабраног тржишног индекса, расте грешка следа тржишног индекса. Дакле, приликом конструкције портфолиа према неком одабраном тржишном индексу- сучељавамо се са односом између грешке следа тржишног индекса и трансакционих трошкова. Готово је немогуће да се перформансе конструисаног портфолиа покlope са перформансама

одабраног тржишног индекса, чак и када портфолио садржи све хартије од вредности које су заступљене у том индексу. Разлог због чега се ово дешава је чињеница да одржавање конструисаног портфолија представља динамички процес. Наиме, пондери појединачних акција садржаних у одређеним тржишним индексима се стално мењају. Осим тога, често долази и до промене акција које чине индекс. Као последица тога, трошкови константног прилагодјавања портфолија, као и разлике у тајмингу, умањују могућност конструисаног портфолија да верно одсликава индекс на бази кога је конструисан. Дакле, један од главних начина конструисања портфолија који верно одсликава одабрани тржишни индекс јесте куповина свих хартија од вредности које улазе у састав тог индекса, у складу са њиховим пондерима који су коришћени приликом његове конструкције. Медјутим, уколико конструишемо портфолио са мањим бројем акција у односу на одабрани индекс, стоје нам на располагању следеће методе конструисања портфолија:

- Метод капитализације који подразумева да портфолио менаџер купује акције са највећом тржишном стопом капитализације садржане у индексу, а остатак расположивих средстава пропорционално инвестира у преостале хартије од вредности из индекса.

- Стратификовани метод који захтева прво дефмисање критеријума по коме се акције садржане у индексу могу класификовати. У ту сврху најчешће се користи привредни сектор коме припада компанија која је емитовала акције. Могуће је користити и критеријум П-коэффициент, или пак истовремено применити оба ова критеријума. У случају када је као критеријум одабран привредни сектор коме припада компанија емитент, кажемо да је индекс стратификован према привредним секторима. Циљ овог метода је да се након стратификовања индекса према привредним секторима, изврши инвестирање у различите секторе привреде, пропорционално заступљености појединих привредних сектора у индексу.

Бројни аргументи се наводе за и против коришћења активног портфолија менаџмента. Као предности се наводе: (а) експертска анализа-професионални менаџери доносе одлуке на бази искуства, информација које примају и предвидјања тржишних трендова; (б) могућност виших приноса-у односу на пасивне стратегије управљања портфолиом хартија од вредности, активне стратегије носе могућност остваривања већих приноса; (ц) мере заштите-менаџери могу вршити промене у свом портфолиу уколико предвидјају да ће тржиште кренути опадајућом путањом.

Као недостаци активног управљања портфолиом наводе се: (а) високи трошкови-овде се пре свега мисли на трансакционе трошкове и зараде портфолио менаџера; (б) ризик грешке- увек постоји значајан ризик да портфолио менаџери направе грешку приликом инвестирања у одређене хартије од вредности и на тај начин смање принос својим клијентима; (ц) проблеми везани за стил активног управљања портфолиом који у једном тренутку може бити успешан а у другом не; (д) ризик-неки активни портфолио менаџери успевају да остваре приносе на инвестиције који су изнад тржишног просека, док многи у томе не успевају. С обзиром да не постоји поуздан начин идентификације успешних активних менаџера, активни портфолио менаџмент повећава ризик инвестирања.

Као и активне стратегије управљања портфолиом хартија од вредности и пасивне стратегије имају предности и недостатке. Најзначајније предности пасивног управљања портфолиом хартија од вредности су: (а) ниски трошкови-наиме, за разлику од активног управљања портфолиом хартија од вредности, у случају пасивног управљања мањи су трансакциони трошкови као и трошкови

зараде портфолио менаџера; (б) нема потреба за честим интервенцијама менаџера или инвеститора. У случају пасивног управљања портфолиом хартија од вредности мањи је број извршених трансакција на тржишту. Због тога је лакше одржавати пасивне портфолије; (ц) перформансе- историјски посматрано, у већини случајева пасивно водјени портфолији хартија од вредности пружају боље перформансе од активно водјених; (д) поузданост-поузданији и мање ризичан начин управљања једним портфолиом хартија од вредности.

Недостаци пасивног управљања портфолиом хартија од вредности су: (а) перформансе портфолија диктиране тржишним индексом што упућује на закључак да инвеститор мора бити задовољан просечним тржишним приносом, јер је то максимум који се овим путем може остварити; (б) смањена могућност реакције јер је менаџерима који пасивно управљају портфолиом хартија од вредности обично забрањено да реагују на бази очекивања у погледу будућих кретања на тржишту хартија од вредности; (ц) проблем малих компанија-пасивне стратегије управљања портфолиом акција успешно функционишу када су у питању акције већих компанија са којима се активно тргује на тржишту хартија од вредности. Ово из простог разлога што су компаније које емитују ове акције пажљиво праћене од стране великог броја аналитичара, тако да открити неку нову информацију постаје веома тешко. Медјутим, када су у питању акције мањих компанија ове стратегије се нису показале као ефикасне; (д) проблем опадајућег тржишта-За разлику од ситуације када цене акција на тржишту расту, у случају када дође до општег пада цена акција на тржишту хартија од вредности, пасивне стратегије управљања портфолиом не дају задовољавајуће резултате.

Закључак

Постојање неизвесности у погледу могућих исхода чини инвестирање у хартије од вредности ризичним. Одлуке из домена стратегијске, дугорочне алокације средстава су најважније за контролу укупног ризика портфолија хартија од вредности.

Диверзификација не гарантује да до губитка неће доћи, она је само вид гаранције да се не изгуби све одједном. Лоше диверзификовани портфолији носе мању опасност да изгубе на тржишним падовима јер је њихова корелација са тржиштем мала. Медјутим, како је ризик таквих портфолија у највећој мери специфичног карактера они ће губити од догађаја који погађају конкретна предузећа чији се вредносни папири држе у портфолију.

Иако је оригинални циљ сваког инвеститора остварење највећег могућег приноса на инвестицију уз најмањи ризик, инвеститор није заинтересован за ризик и принос једног - изолованог финансијског инструмента. Наиме, трансакциони трошкови држања једног финансијског инструмента смањују принос и самог инвеститора излажу неочекиваном губитку. Пракса је показала да степен редукције ризика који инвеститори реално могу остварити диверзификацијом портфолија лимитиран.

Пасивни инвеститори верују у ефикасност тржишта, односно, верују да су тржишне цене у било којој тачки времена најбољи репрезент вредности предузећа, а свако искоришћење разлика између постојећег и равнотежног стања, скупле од резултирајућег профита такве активности. Њихове претпоставке су: тржиште хартија од вредности агрегира информације брзо и тачно, као и да маргинални инвеститори брзо користе сваку неефикасност на тржишту хартија од вредности која је узрокована

фрикцијама као што су: трансакциони трошкови, купопродајни распони и провизије итд.

Активни инвеститори се категоришу, пре свега, као „тржишни тајмери” који верују у своје способности да предвиде правац кретања тржишта хартија од вредности, али и као селектори хартија од вредности који сматрају да је њихова права способност у проналажењу потцењених и прецењених хартија од вредности. Тржишни тајмери користе у много мањој мери фундаменталне технике предвидјања него селектори акција. Тржишни тајмери верују да је принос од праћења обрта укупног тржишта много већи него принос од бирања хартија од вредности. Они знају да је лакше предвидети тржишна кретања него селектовати хартије, јер се предвидјања померања укупног тржишта базирају на факторима који се лакше опсервирају. Тржишни тајмери настоје да „фер” вреднују укупно тржиште хартија од вредности. Упоредјујући га са текућим нивоом вредности хартија они процењују да ли је тржиште прецењено или потцењено и доносе одлуку о оптималном износу инвестирања у конкретну хартију.

Литература

1. Др Дејан Шошкић, др Бошко Р. Живковић: „Финансијска тржишта и институције”, Економски факултет, Београд, 2007.
2. Anthony Saunders & Marcia Millon Cornett: „Finansijska tržišta i institucije”, Masmedia, 2006.
3. Ahlers D.M.: „A New Look at Portfolio Management”, JAI Press, Greenwich, 1977.
4. Aragon A. G.: “Financial Management”, Allyn and Bacon, Boston, 1989.
5. Aven Terje: “Foundations of Risk Analysis”, John Wiley&Sons, LTD, 2003.
6. Betz Frederick: “Executive Strategy, Strategic Management and Information Technology”, John Wiley and Sons, 2001.
7. Brnjas Z.: “Strategijski menadžment”, Grmeč Privredni pregled, Beograd, 2000.
8. Blake D.: “Financial Markets Analysis”, John Wiley&Sons, Ltd. Chishester, 2000.
9. Brealey A.R., Myers S.C., Marcus A.J.: “Osnove korporativnih finansija”, Mate, Zagreb, 2007.
10. Ерић Дејан: “Акције-власнички инструменти”, Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште, Београд, 2001.
11. James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Jr.: “Osnove finansijskog menadžmenta”, МАТЕ, Zagreb, 2002.
12. Зборник радова: “Финансије и рачуноводство у кризном амбијенту”, Савез рачуноводја и ревизора Републике Српске, Бања Врућица, 2003.
13. Зборник радова: “Изазови рачуноводствене професије у условима глобализације финансијског извештавања”, Савез рачуноводја и ревизора Србије, Београд, 2004.
14. Зборник радова: “Рачуноводство, ревизија и финансије у функцији опоравка привреде Републике Српске”, Савез рачуноводја и ревизора Републике Српске, Бања Врућица, 2004.
15. Зборник радова: “Рачуноводство и пословне финансије у савременим условима пословања-стање и перспективе”, Савез Рачуноводја и ревизора Србије, Београд, 2005.