

UDK 336.7(497.5)

Pregledni članak

Dr. sc. Stipan Penavin,
Zatvoreni investicijski fond d.d., Osijek

PRIMJENA ANALITIČKIH METODA U POSTUPKU UPRAVLJANJA PORTFELJOM

U okviru ove teme razrađena je problematika upravljanja portfeljom. Njezina aktualnost povećava se s razvojem tržišta kapitala u Hrvatskoj čime se proširuju mogućnosti ulaganja. Međutim, svako ulaganje povezano je s određenim stupnjem rizika, koji investitori nastoje kontrolirati i njime upravljati. Pritom se često suočavaju s dilemom izložiti svoja ulaganja što manjem riziku uz manje ali sigurnije prinose ili preferirati isključivo visoke prinose prihvaćajući i veće rizike. Ako im je prva opcija prihvatljivija, tj. sigurnost ulaganja, onda moraju pronaći način kako svoja ulaganja što manje izložiti riziku. Smanjivanje izloženosti riziku svojih ulaganja neki investitori pokušavaju ostvariti ulaganjem u više različitih dionica, čime stvaraju portfelj. Upravljanje tako formiranim portfeljom vrlo je složeno jer svaka dionica ima različitu poziciju na tržištu kapitala. Stoga su investitoru potrebne odgovarajuće informacije na osnovi kojih bi mogao provoditi primjerenu politiku upravljanja portfeljom. U radu je postavljena teza da je korištenje različitih analitičkih metoda najprimjereniji oblik stvaranja informacija na osnovi kojih se može upravljati portfeljom. U tom smislu napravljen je pregled nekih metoda koje bi se mogle staviti u funkciju upravljanja portfeljom. Isto tako dana je i ocjena stupnja njihove pouzdanosti u postupku primjene u prethodno navedene svrhe.

1. UVOD

Razvitak tržišnih odnosa u okviru hrvatskoga gospodarskog sustava nudi niz mogućnosti pojedinačnom društvu kapitala u razvojnom smislu, odvijanju poslovanja, investiranju, plasmanima viškova sredstava i sl. Istovremeno, izlaze svako društvo određenim rizicima s kojim se ono može susresti u svim aspektima poslovanja, a osobito ulaganja. Da bi se u poslovnom procesu postigli optimalni odnosi između prinosa i rizika, potrebno je kontinuirano praćenje njegova odvijanja, i to u svim fazama. Pritom su na raspolaganju različite analitičke metode koje su u funkciji, ne samo prikazivanja stanja u određenom trenutku nego stvaranja informacijske osnove kao podloge za donošenje adekvatnih odluka u procesu upravljanja društvom ili njegovim pojedinim poslovnim postupcima.

Predmet zanimanja u ovom radu stoga je mogućnost primjene analitičkih metoda u upravljanju portfeljom, kao segmentom imovine, koji nastaje u postupku kada jedno društvo kupuje različitu imovinu, najčešće financijsku. S obzirom na specifičnost tako stvorene imovine, koja ima dinamički karakter, zbog mogućnosti česte promjene statusa vlasništva, društvo s takvim portfeljom ima interes obavljati kontinuiranu analizu njegovog stanja i na osnovi dobivenih rezultata kreirati politiku upravljanja.

Prema tome, cilj je u ovom radu utvrditi kojim se analitičkim metodama mogu dobiti dovoljno kvalitetne informacije na osnovi kojih se može kreirati odgovarajuća upravljačka politika za portfelj kojim društvo raspolaže. Ekonomska teorija je razvila niz analitičkih metoda koje se mogu staviti u funkciju ovako postavljenih ciljeva. Nažalost, u našem slučaju ekonomska praksa često ne prati u dovoljnoj mjeri teorijska dostignuća i ne posvećuje dovoljnu pozornost ovoj problematici, pa stoga i rezultati odgovaraju takvom pristupu, što znači da su najčešće suboptimalni.

Vrlo česte promjene u stanju portfelja, pogotovo u njegovoj tržišnoj vrijednosti, zahtijevaju brze i točne informacije, a isto tako i brze odluke, jer pravovremena reakcija na nastale promjene može značiti za društvo pozitivan poslovni rezultat i obrnuto.

U takvim okolnostima, pod pretpostavkom da se u društvu razvije učinkovit analitički sustav, management društva može sa znatno više sigurnosti očekivati optimalne rezultate u postupku upravljanja portfeljom.

2. O PROBLEMIMA UPRAVLJANJA PORTFELJOM

U kontekstu ove teme nameće se osnovno pitanje kakav je interes jednog društva za formiranjem portfelja općenito, a kakav za formiranje portfelja u kojem će prevladavati dionice drugih društava. Pojednostavljeno rečeno, motiv je uvijek povezan s rizikom ulaganja. Zbog nesigurnosti ulaganja i poslovanja, čiji se uzroci nalaze na tržištu, investitori nastoje diverzificirati rizik ulaganjem u različitu realnu ili financijsku imovinu, odnosno vrijednosne papire. Time se stvara portfelj, kao vrlo kompleksan objekt poslovanja, upravo zbog toga što se u njegovu sastavu nalazi imovina različitog podrijetla i vrijednosti. Svakako da je iz tih razloga i upravljanje portfeljom složenije i stoga zahtijeva poseban pristup uz primjenu adekvatnih metoda.

Promatra li se jedan portfelj u cijelosti ili u njegovom segmentu koji se odnosi na dionice, koje inače spadaju u rizične vrijednosne papire, mogu se uočiti neki osnovni problemi pred kojim se može naći investitor. Oni se najčešće svode na pitanje kakav pristup, u postupku stvaranja portfelja, treba imati investitor prema mogućem riziku ulaganja i mogućim prinosima. Naime, rizik i prinosi imaju međusobno proporcionalne odnose, što znači da se kod opcije koja zahtijeva povećanje prinosa od ulaganja nužno povećavaju i rizici i obrnuto.

Kako u ovom slučaju očekivana stopa prinosa predstavlja zbroj svih mogućih stopa prinosa u portfelju, rizik bi predstavljao odstupanje između različitih stopa prinosa i očekivane stope prinosa. U tom smislu rizik se može mjeriti standardnom devijacijom po obrascu:¹

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 * p_i}$$

gdje je:

σ = standardna devijacija

R_i = moguća stopa prihoda

\bar{R} = očekivana stopa prihoda

p_i = vjerojatnost nastupa stope prihoda (R_i)

Pritom valja naglasiti da će investitor morati definirati svoje prioritete u odnosu na rizik i prinose. To znači da će se morati opredijeliti ili za veće pri-

nose imajući u vidu da će u tom slučaju biti izložen i većem riziku ili će mu sigurnost ulaganja biti važnija, a to znači da se mogu očekivati manji realni prinosi.

Kako su pristupi investitora o ovom pitanju različiti, postoje oni koji su skloniji riziku i oni koji ga izbjegavaju. Svaki investitor treba zapravo, polazeći s aspekta svojih interesa, definirati svoj optimalni portfelj. Koji je portfelj optimalan za pojedinog investitora, ovisit će o njegovu odnosu prema međuovisnosti rizika i profitabilnosti odnosno o krivulji indifferencije koja pokazuje povezanost između investitorove averzije prema riziku i prihvatljive premije rizika.²

Stupanj optimalnosti jednog portfelja može se vidjeti iz modela suvremene portfolio teorije u okviru koje je njezin autor Markowitz dobio tzv. granicu efikasnosti portfelja (graf: A) na kojoj je portfelj optimalan, t.j. na kojoj donosi najvišu stopu prinosa na određenom stupnju rizika³.

Optimalan portfelj u drugom slučaju (graf: B) je u točki u kojoj se tangiraju isprekidana krivulja korisnosti i krivulja između točaka A i O. To je uglavnom slučaj koji više pogoduje investitoru koji nije sklon povećanom riziku.

Ne ulazeći dublje u portfolio teoriju mogu se i na osnovi dosada iznesenog izvući određeni zaključci.

Naime, stvaranjem portfelja, pa i optimalnog, nisu riješeni investitorovi problemi u cijelosti. Istina, on je smanjio rizik, ali ga nije u potpunosti eliminirao. Na tržištu se kontinuirano događaju promjene u smislu povećanja ili smanjenja cijena vrijednosnih papira koji se nalaze u portfelju, bilo da neke rastu, a druge padaju ili da sve rastu ili sve padaju. To su različite situacije u kojima investitor mora povući odgovarajuće poteze, odnosno proces optimizacije portfelja mora se odvijati permanentno. Ako investitor ne bi pravovremeno reagirao na promjene koje imaju negativne trendove, ostvario bi neplanirane kapitalne gubitke. Isto tako, ako ne bi pravovremeno reagirao na promjene koje imaju pozitivne trendove, ne bi ostvario određene kapitalne dobitke. I u jednom i u drugom slučaju izostanak adekvatne reakcije značio bi smanjivanje rezultata koji su mogli biti postignuti stvaranjem portfelja.

Kako se na tržištu kapitala zbivanja odvijaju velikom dinamikom, vrijeme od dobivanja informacija

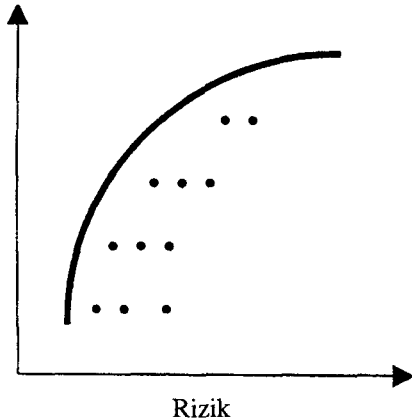
² S. Orság: Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Rifin, Zagreb, 1997., str. 230.

³ Z. Prohaska: Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996., str. 62.

¹ Z. Prohaska: Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996., str. 59.

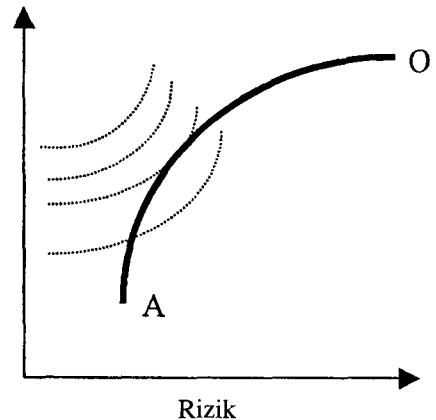
A.

Očekivana stopa
prinosa



B.

Očekivana stopa
prinosa



o određenoj promjeni do donošenja odluke o reagiranju na nastale promjene, često je toliko dugo da se zapravo ne mogu postići željeni učinci. To je razlog što sudionici tržišta kapitala, u koje spada i vlasnik portfelja, moraju kontinuirano analizirati vrijednosne papire koji kotiraju i na osnovi dobivenih rezultata unaprijed definirati svoju strategiju nastupa na tržištu kao sastavnog dijela politike upravljanja portfeljom.

Ključni je element, dakle, analiza koja treba omogućiti permanentan priljev informacija o tekućim zbivanjima na osnovi kojih se mogu izvući zaključci o mogućim zbivanjima u narednom kratkoročnom razdoblju.

3. ANALITIČKE METODE KOJE SE MOGU KORISTITI U UPRAVLJANJU PORTFELJOM

Input kvalitetnih informacija za upravljanje portfeljom može se osigurati njihovim prikupljanjem i adekvatnom analizom, i to u širem i u užem smislu. U prvom slučaju riječ je o makroekonomskoj analizi na osnovi koje se dobivaju informacije o stanju u nacionalnom gospodarstvu i njegovom mogućem utjecaju na kretanje prilika na tržištu kapitala. U drugom slučaju to je mikroekonomska analiza na osnovi koje se u prvom redu dobiva uvid u kretanje tržišne vrijednosti pojedinih dionica koje kotiraju na organiziranom tržištu kapitala, a isto tako i uvid u poslovanje društva čije se dionice nalaze u portfelju.

Za svaku od navedenih razina analize postoje razvijene metode koje se koriste prilikom njihove

izrade i koje omogućavaju dobivanje određene spoznaje, ne samo o stanju u određenom razdoblju ili trenutku, nego i o mogućim budućim zbivanjima u vezi s kretanjem tržišne vrijednosti dionica koje se nalaze u određenom portfelju. Izbor metoda uvjetovan je obuhvatom analize i njezinom razinom.

U praksi se investitori koriste najčešće dvjema osnovnim metodama, pa se one stoga i zovu investitorskim metodama ili pristupima. "Dva su temeljna pravca investitorskog pristupa vrijednosnim papirima. Sama analiza vrijednosnih papira može se podijeliti na: 1. Fundamentalnu analizu i 2. Tehničku analizu."⁴

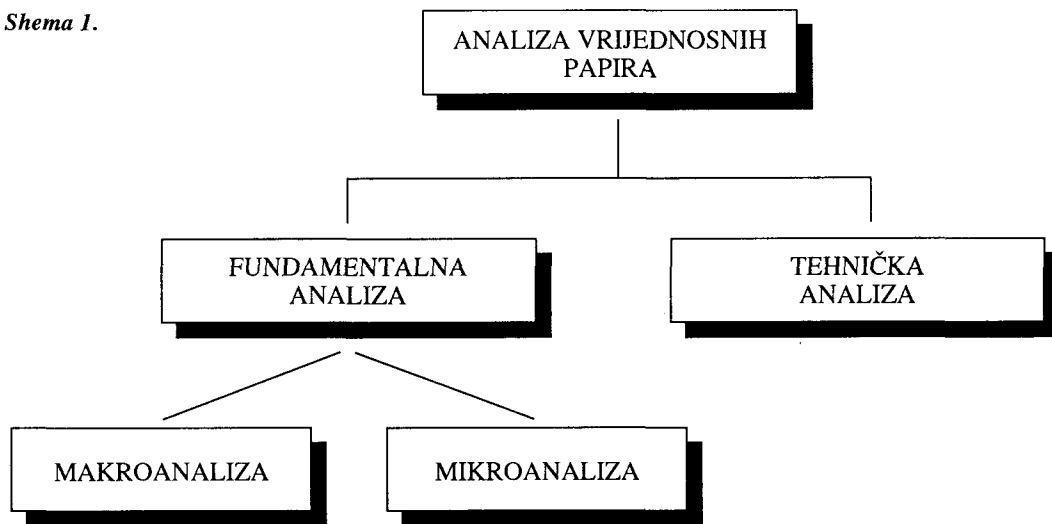
Navedene su analitičke metode u funkciji predviđanja kretanja budućih cijena dionica na temelju podataka iz proteklog razdoblja.

Sustav osnovnih analitičkih metoda koje mogu biti u funkciji upravljanja portfeljom najbolje se može vidjeti iz sheme 1.

Fundamentalna analiza polazi od rezultata poslovanja dioničkog društva kao osnovnih parametara koji su objekt njezina interesa. Iako u njen obuhvat spadaju i pokazatelji u širem smislu, tj. oni koji se odnose na gransku razinu ili razinu nacionalnog gospodarstva, tj. makrorazinu, osnovni su oni koji se odnose na analizu vrijednosti pojedinačnih dionica i poslovnih rezultata pojedinog društva kapitala čije dionice investitor ima ili želi imati u svom portfelju.

⁴ S. Orsag: Korporacijski vrijednosni papiri, Vrijednosni papiri u gospodarskoj i pravnoj praksi, Inženjerski biro d.d., Zagreb, 2002.

Shema 1.



Kao metoda fundamentalna analiza polazi od poslovnih rezultata ostvarenih u proteklom razdoblju koji predstavljaju osnovu za prognoziranje njihova kretanja u budućnosti. Određenom analogijom ona izvlači zaključke o vrijednosti dionica iz ostvarenih i očekivanih prihoda i dobitaka. Ona pokušava, dakle, na osnovi trendova iz proteklom razdoblja, u ovom slučaju iz poslovnih rezultata, predvidjeti kretanje vrijednosti dionica u budućem razdoblju.

Mada je stupanj pouzdanosti tako dobivenih rezultata dosta ograničen, često je to jedini izvor informacija na osnovi kojih investitor može donositi odgovarajuće odluke o pojedinim dionicama iz svog portfelja. Pritom su za njega atraktivnije dionice onih društava za koja se analizom utvrdi da u narednom razdoblju mogu očekivati povećane poslovne rezultate.

U okviru sustava fundamentalne analize, kojom se obuhvaća mikroanaliza, odnosno analiza na korporacijskoj razini, koristi se niz drugih metoda kojima se obrađuju pojedini segmenti funkcioniranja korporacije (analiza financijskih izvješća, analiza vrijednosti po dionici).

Tehnička analiza je postupak utvrđivanja cijena dionica primjenom grafičke interpretacije podataka o cijenama i obujma prometa iz prošlosti, te utvrđivanje njihovih mogućih trendova u budućnosti. Izradom dijagrama trendova cijena iz nekog proteklom razdoblja moguće je pretpostaviti i njihov budući smjer, a to znači predvidjeti kretanje cijena na tržištu u nekom budućem razdoblju. U tu svrhu mogu se koristiti sljedeće metode: a) metoda pomičnih

prosjeka i b) grafički prikaz kretanja posebnih indeksa od kojih je najpoznatiji onaj koji se razvio na teoriji koju je postavio Charles Henry Dow, a koji predstavlja i prvi pokušaj predviđanja budućega kretanja cijena dionica na tržištu kapitala.

Tehnička se analiza temelji na dvjema pretpostavkama, prvoj, koja polazi od stava da cijene na tržištu kapitala predstavljaju ukupnost svega što može utjecati na ponudu ili potražnju određenih vrijednosnih papira i drugoj, koja polazi od stava da se zbivanja na tržištu kapitala ne odvijaju spontano. Osim toga, u tehničkoj se analizi polazi od pristupa da trend cijena ima obično dugoročniji karakter i stoga je predvidiv.⁵ Tehnička analiza se često koristi u prvom redu zbog praktičnosti u prikazivanju trendova cijena. Pritom se koriste različiti oblici njihove grafičke interpretacije među kojima su najčešće zastupljeni histogrami, linijski grafikoni i grafikon točaka i simbola.

4. ANALITIČKE METODE NA KORPORACIJSKOJ RAZINI

4.1. Analiza financijskih pokazatelja

Analiza financijskih pokazatelja oblik je poslovne analize koji ima vrlo širok spektar upotrebe. Dobivene informacije kao rezultati poslovne analize koriste se za internu upotrebu određenog društva, ali isto tako imaju i svoje eksterno značenje, poglavito

⁵ F. P. Doyl: The Canadian Securities Course, The Canadian Securities Institute, 1990. Prijevod: "Priručnik o vrijednosnim papirima II", Zagrebačka burza i Hrvatsko udruženje brokera, Zagreb, 1992. god. str. 63.

kada se društvo prezentira prema svome okruženju: državi, bankama, vjerovnicima, tržištu kapitala i sl. U takvoj situaciji, gledano s aspekta korisnika rezultata analize, uvijek je otvoreno pitanje kako utvrditi relevantne pokazatelje o stupnju poslovne uspješnosti nekog društva. Ekonomska teorija u tom je smislu ponudila niz rješenja koja imaju visok stupanj primjenjivosti u praksi. Riječ je o više skupina financijskih pokazatelja, u teoriji poznatih kao financijski omjeri, na osnovi kojih svaka zainteresirana strana može steći uvid u stanje društva, a uz određenu komparativnu analizu ovih pokazatelja i u trendove njihovih kretanja u perspektivi.

I u literaturi i u praksi najčešće se sreće sljedeća skupina financijskih pokazatelja

- pokazatelji profitabilnosti
- pokazatelji likvidnosti
- pokazatelji zaduženosti
- pokazatelji pokrića
- analiza tijeka novca

Za prvi pokazatelj može se reći da pokazuje stupanj učinkovitosti poslovanja društva, a ostali spadaju u skupinu pokazatelja koji pokazuju stupanj poslovne sigurnosti društva.

U kontekstu ove teme važno je definirati područje interesa vlasnika portfelja kao investitora u dionički kapital. Njega u prvom redu zanima stupanj sadašnjih i budućih zarada na uložena sredstva u kupnju dionica i mogućih rizika kojima bi mogao biti izložen njihov portfelj. U tom smislu, oni će svoju pozornost usmjeriti na analizu pokazatelja profitabilnosti društva. Iako je ovo za njih primarni interes, to ne znači da ih neće zanimati drugi financijski pokazatelji. Njihov interes i za sve ostale financijske pokazatelje doći će do izražaja u fazi kada žele utvrditi stupanj realnosti isplate dividendi ili opasnosti da društvo, čije dionice imaju u portfelju, može otići u stečaj. U tom slučaju predmet njihove analize bit će i svi ostali financijski pokazatelji.

a. Analiza profitabilnosti pokazuje sposobnost društva da svojim radom omogućiti investitorima povrat uložених sredstava uz adekvatnu kapitalizaciju uloga.

Postoje dvije vrste stopa profitabilnosti: one koje pokazuju profitabilnost u omjeru na prodaju i one koje pokazuju profitabilnost u omjeru na ulaganje.⁶ U prvom slučaju izračunava se marža profita, a u drugom rentabilnost imovine i vlastitog kapitala.

Marža profita se može izraziti kao: a) bruto marža, koja predstavlja odnos između prihoda ostvarenih prodajom koji su umanjeni za troškove prodaje i neto prihoda od prodaje, te b) neto marža, koja predstavlja odnos između ostvarene neto dobiti nakon oporeživanja i prihoda od prodaje.

Razlika između neto i bruto marže profita relativan je iskaz poreznog opterećenja u odnosu na ukupan prihod.⁷

Kada je u pitanju analiza profitabilnosti u odnosu na ulaganja, kao i u prethodnom slučaju, obično se izračunavaju dva pokazatelja: a) stopa prihoda na trajni kapital, koja se izračunava kao odnos između neto dobitka i ukupnog vlastitog kapitala, tj. kapitala dioničara i b) stopa prihoda na sredstva, koja se izračunava kao odnos između neto dobitka i ukupne imovine. Budući da ovaj obrazac uzima u obzir neto dobit nakon što su kamate plaćene kreditorima, a kako s tim njihovo potraživanje prema imovini društva ne prestaje do konačne isplate, realniji je obrazac za izračun ovog aspekta profitabilnosti koji izražava odnos između poslovnog dobitka, tj. dobitka prije odbitka kamata i poreza prema ukupnoj imovini.

Razlika između tih pokazatelja relativan je iskaz porezne opterećenosti u odnosu na ukupnu imovinu.⁸

Ovi pokazatelji, kako je to već istaknuto, imaju za investitora najveće značenje. Oni mu daju osnovnu informaciju o poslovnoj učinkovitosti društva čije dionice ima u svom portfelju, kao i o stupnju zarade koju bi mogao realizirati na uložena sredstva za kupnju tih dionica.

b) Analiza likvidnosti pokazuje sposobnost društva da može podmiriti svoje kratkoročne obveze. Kao pokriće kratkoročnih obveza smatra se kratkotrajna imovina kojom raspolaže društvo, a to je prije svega gotov novac i kratkoročna potraživanja.

Upravo zbog svega ovoga u postupku analize, likvidnost društva može se promatrati s nekoliko aspekata, kao što su:

- Tekuća likvidnost, koja predstavlja odnos između likvidnih sredstava i kratkoročnih obveza. Stupanj likvidnosti u ovom slučaju je veći što je dobiveni koeficijent veći. Osim toga, na povećanje stupnja likvidnosti utječe i struktura likvidnih sredstava koja se u ovom

⁶ J. C. Van Horne: Financijsko upravljanje i politika, MATE, Zagreb, 1993., str.778.

⁷ K. Žager i L. Žager: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, 1999., str.193.

⁸ Ibid.

odnosu nalaze u brojniku. Likvidnija su ona društva kod kojih u likvidnim sredstvima prevladavaju novac i likvidna potraživanja, a manji je udio zaliha.

- Ubrzana likvidnost koja predstavlja odnos između likvidnih sredstava umanjениh za vrijednost zaliha i kratkoročnih obveza. Ovdje je stupanj likvidnosti također veći ukoliko je veći dobiveni koeficijent. U svakom slučaju on ne bi smio biti manji od 1, odnosno kratkotrajne obveze ne bi smjele biti veće od zbroja iznosa novca i kratkotrajnih potraživanja.
- Likvidnost potraživanja polazi od realnosti naplate pojedinih potraživanja. Naime, sva potraživanja nemaju isti stupanj naplativosti. Potraživanja kojima je prošao rok dospijeća i kojima je nastupio možda čak i rok zastare, ne mogu se smatrati likvidnim, iako se često vode u bilanci s ostalim stavkama u aktivu. Stoga je za korisnika informacije o financijskom stanju u društvu važna spoznaja o stupnju likvidnosti potraživanja društva. Ovaj pokazatelj utvrdit će se iz odnosa umnoška visine potraživanja i broja dana u godini u brojniku i visine godišnje prodaje na kredit u nazivniku. Rezultat ovog odnosa pokazuje kojom dinamikom se potraživanja pretvaraju u novac. Drugi je aspekt utvrđivanja stupnja likvidnosti potraživanja izračunavanje koeficijenta obrtaja potraživanja iz odnosa godišnje prodaje na kredit i visine potraživanja.⁹
- Likvidnost zaliha predstavlja pokazatelj iz kojeg se može vidjeti stupanj dinamike pretvaranja zaliha u novac. Utvrđuje se izračunavanjem koeficijenta obrta zaliha, i to na način da se stave u odnos troškovi prodane robe prema visini prosječnih zaliha. Što je ovaj koeficijent veći, zalihe su likvidnije i obrnuto. Kod manjeg obrta zaliha imobilizirana su značajna likvidna sredstva društva što može predstavljati velik problem u poslovnom procesu ako se takvo stanje zadrži duže vrijeme.

c) *Analiza zaduženosti* pokazuje sposobnost društva da podmiruje svoje dugoročne obveze. U određenom smislu ona predstavlja dugoročnu likvidnost društva. Iz rezultata analize može se vidjeti struktura financiranja imovine društva vlastitim i tuđim kapitalom. Stopa zaduženosti odražava odnos između ukupnih obveza koje društvo ima prema tuđim izvor-

ima i vrijednosti ukupne imovine kojom raspolaže. No, isto tako ovaj problem se može promatrati i kroz kapitalnu strukturu društva, koja odražava odnos ukupnih dugoročnih obveza prema visini vlastitog kapitala. I u prvom i drugom slučaju povoljnija je situacija ako je dobiveni koeficijent manji, jer bi to značilo da društvo ima pokriće svojih dugoročnih obveza u vlastitoj imovini i vlastitom kapitalu.

d) *Analiza pokrića* ukazuje na sposobnost društva da može podmiriti kamate koje ima kao obvezu na dugove. U ovom izračunu koristi se odnos između ostvarene dobiti prije odbitka poreza i ukupnih troškova kamata u brojniku, i ukupnih troškova kamata, u nazivniku. Dobiveni rezultat pokazuje koliko puta su ti troškovi pokriveni zaradom.

e) *Analiza tijeka novca* pokazuje sposobnost društva za samofinanciranje, i to otplaćivanjem fiksnih troškova. Analizom se obuhvaćaju svi novčani primici i izdaci tijekom određenog razdoblja. Svaka promjena u novčanom tijeku ima implikacije na sustav financiranja društva. Ukoliko dođe do poremećaja u novčanom tijeku kroz neko razdoblje, postoji objektivna opasnost da društvo postane insolventno. To znači da bi u društvu nastupilo stanje ozbiljnog nedostatka novca, čime bi se povećao stupanj izloženosti riziku društva. Istovremeno, što je novčani tijek izvjesniji i stabilniji, u budućem razdoblju povećava se kredibilitet društva. Po toj osnovi dolazi do izražaja važnost novčanog tijeka kao pokazatelja sposobnosti zaduživanja društva kod eksternih izvora financiranja.

4.2. Analiza vrijednosti po dionici

Ova analitička metoda usmjerena je na formiranje informacija podjednako za potrebe postojećih dioničara društva i investitora na tržištu kapitala kao potencijalnih dioničara. Bazu za izračunavanje predstavljaju knjigovodstveni pokazatelji određenog društva, čije su dionice predmet njihova interesa. U osnovi ona pruža investitorima dvostruku informaciju: a) kolika je zarada po dionici i b) kakav je odnos tržišne cijene dionice i zarade po dionici. Iz ova dva pokazatelja moguće je izvesti i niz drugih, koji će oslikavati određene aspekte ove problematike, a međusobno se razlikuju samo u određenim nijansama.

a) *Zarada po dionici EPS* (earnings per share) predstavlja neto profit društva podijeljen s ukupnim brojem emitiranih dionica¹⁰. Izračunava se dakle neto profit po jednoj dionici. Praksa je da društva koja

⁹ J. C. Van Horne: Financijsko upravljanje i politika, MATE, Zagreb, 1993., str. 771.

¹⁰ Frank J. Fabozzi: Investment management, Prentice-Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 1999., str. 199.

kotiraju na tržištu kapitala javno objavljuju ovaj podatak. Vrijednost ovog pokazatelja nalazi se u mogućnosti njegova praćenja kroz duže razdoblje. To mu daje dinamički karakter jer se na osnovi vremenskih serija mogu utvrditi trendovi njegovog kretanja, što daje realniju sliku o društvu u prošlosti ali i potencijalnu spoznanju o njegovoj budućnosti.

b) *Odnos cijene i zarade P/E* (price-earnings ratio) predstavlja odnos tržišne cijene po dionici i zarade po dionici. P/E pokazuje kakav je odnos tržišne vrijednosti dionice prema njezinoj realnoj vrijednosti koja proizlazi iz ostvarene zarade u proteklom razdoblju ili očekivane zarade u budućem razdoblju. On pokazuje koliko će biti potrebno godina da dionica kupljena u jednom trenutku bude nadoknađena investitoru u visini kupovne cijene ako sve zarade na nju budu isplaćivane u obliku dividendi. Vrijednost ovog pokazatelja, osobito za investitore, nalazi se i u mogućnosti komparativne analize s drugim društvima koja kotiraju na tržištu kapitala. Inače to je pokazatelj koji se, zbog svih navedenih karakteristika, najviše publicira i koristi u praktičnoj primjeni.

5. MOGUĆNOST PRIMJENE ANALITIČKIH METODA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Razvitkom tržišne ekonomije i u okviru nje tržišta kapitala, stvoreni su uvjeti za promet vrijednosnim papirima i u Republici Hrvatskoj. Istovremeno, došlo je do polarizacije interesa kroz formiranje potencijalno zainteresiranih kupaca, odnosno investitora i potencijalno zainteresiranih prodavatelja vrijednosnih papira. Postavlja se pitanje koliko su investitori u Republici Hrvatskoj prije odluke o ulaganju u mogućnosti provesti analizu vrijednosti dionica koristeći navedene analitičke metode koje su uobičajene u zemljama s razvijenom tržišnom praksom.

Dvije su osnovne situacije u kojoj se mogu naći investitori u Republici Hrvatskoj ukoliko imaju namjeru ulagati u korporacijske vrijednosne papire. Prva, koja podrazumijeva njihov interes za kupnju dionica društava koja ne kotiraju na organiziranom tržištu kapitala (Zagrebačkoj ili Varaždinskoj burzi). U tom slučaju mogu izvršiti samo fundamentalnu analizu na osnovi podataka koje mogu dobiti od uprave ili stručnih službi društava za čije su dionice zainteresirani. Često tu mogu nastati problemi ukoliko interesi uprave takvog društva nisu identični s interesima investitora. Tada se najčešće investitoru uskraćuju potrebni podaci za provedbu adekvatne ana-

lize. Tehnička analiza također nije moguća jer dionice nisu kotirale na tržištu i ne postoje podaci o kretanju tržišnih cijena kroz neko razdoblje na osnovi kojih bi se mogli izračunati indeksi ili izvršiti grafička analiza trendova. Nažalost, broj društava čije dionice još uvijek nisu uvrštene na organizirano tržište kapitala, dominira u odnosu na one uvrštene.

Druga je situacija kada investitor namjerava kupiti vrijednosnice društava koja kotiraju na jednom od organiziranih tržišta kapitala. U tom slučaju investitoru su na raspolaganju znatno kvalitetniji podaci na osnovi kojih on može izvršiti adekvatne analize i utvrditi svoj interes za kupnju određene dionice.

Činjenica da na hrvatskom tržištu kapitala još uvijek prevladavaju društva koja ne kotiraju u odnosu na ova druga, jedan je od osnovnih razloga što je u Zakonu o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/2002) uvedena kategorija javnih dioničkih društava koja su, prema čl. 114. st. 2., "...dužna uvrstiti dionice u kotaciju javnih dioničkih društava burze ili uređenog javnog tržišta." Pod javnim dioničkim društvima u smislu ovog Zakona smatraju se dionička društva koja su izdala dionice javnom ponudom ili koja imaju preko 100 dioničara, a njihov temeljni kapital prelazi 30 mil. kn. Iz ovog proizlazi da će se broj društava koja će morati svoje poslovne podatke izložiti javnosti znatno porasti, što će u svakom slučaju poboljšati stupanj informiranosti potencijalnih sudionika na tržištu kapitala.

Obje burze koje djeluju u Republici Hrvatskoj ustrojile su više kotacija na koje se uvrštavaju dionice pojedinih društava prema utvrđenim kriterijima. Naime, svaka kotacija ima definirana pravila uvrštenja, što znači da pojedino društvo mora ispunjavati određene uvjete da bi se moglo uvrstiti u određenu kotaciju. Postoji dakle kvalitativna razlika između pojedine kotacije.

Na Zagrebačkoj burzi npr. postoje tri kotacije dionica; prva, tzv. TN kotacija i JDD kotacija (kotacija javnih dioničkih društava). U prvu su uvrštena društva s vrlo visokim poslovnim ratingom (Pliva, Kraš, Podravka, JANAF i dr.), a u drugu sva ostala društva koja ispunjavaju uvjete za uvrštenje na Burzu. U JDD kotaciju će biti uvrštena javna dionička društva koja će biti utvrđena prema spomenutom Zakonu.

Na Varaždinskoj burzi postoji više kotacija dionica; prva, druga, PIF kotacija i JDD kotacija. Postoji također i skupina društava koja nisu uvrštena niti u jednu od navedenih službenih kotacija, a ipak se s njihovim dionicama trguje na burzi. Ona su svrstana

u skupinu: Slobodno tržište. Za izvršenje društava u ovu neslužbenu kotaciju brokeri, koji traže izvršenje, moraju također dostaviti minimum podataka o društvu (statut, posljednje financijsko izvješće prije izvrštenja). Sve kotacije na Varaždinskoj burzi funkcioniraju po istim načelima kao i kotacije na Zagrebačkoj burzi.

Postavlja se pitanje što to znači za potencijalnog investitora, koji želi uložiti u kupnju jedne ili više izvršenih dionica. U svakom slučaju znatno veće mogućnosti njihove analize, budući da je pravilima svake kotacije uvjetovana dostava relevantnih poslovnih pokazatelja društva (u prvom redu financijska izvješća), čije dionice kotiraju, i to kroz višegodišnje razdoblje. Intencija je burzi učiniti maksimalno transparentnim sve pokazatelje vezane za pojedinu dionicu. Stoga svaki potencijalni investitor ima mogućnosti potpunog uvida u sve podatke s kojima raspolaže burza, odnosno ima mogućnosti vršiti permanentnu analizu kretanja vrijednosti svoga portfelja ako ga je formirao od vrijednosnih papira društava koja su izvrštena.

6. OCJENA PRIMJENJIVOSTI ANALITIČKIH METODA U UPRAVLJANJU PORTFELJOM

Kao što se može vidjeti, iz prethodnog dijela ovog teksta, postoji više analitičkih metoda koje se mogu koristiti u pribavljanju informacija o kvaliteti dionica koje pojedini investitor ima u svom portfelju. Postavlja se, međutim, pitanje koliko je koja metoda primjenjiva u praksi i koliko su za investitora zanimljivi pokazatelji koji se dobivaju kao rezultati njezine primjene. O odgovoru na ovo pitanje ovisit će i mogućnost primjene analize u procesu upravljanja portfeljom.

Treba imati u vidu činjenicu da niti jedan od navedenih pokazatelja, koji se dobivaju kao rezultat primjene navedenih analitičkih metoda, ne može pojedinačno dati cjelovitu sliku stanja u jednom društvu. Tek u njihovoj međusobnoj kombinaciji korisnik može dobiti objektivniju informaciju o uspješnosti poslovanja društva. Pritom svaka od navedenih skupina pokazatelja obrađuje jedan specifični segment poslovanja društva i predstavlja područje interesa za određeni tip korisnika.

Svakako da sve navedene analitičke metode i pokazatelji, koji se dobivaju kao rezultati njihove primjene, nemaju isto značenje za investitora kao vlasnika portfelja, no sigurno je da ih on ima interesa sve koristiti u postupku upravljanja svojim portfe-

ljom. Pritom će neke koristiti permanentno, dok će kod drugih pratiti samo tredove kretanja iz kojih će moći uočiti sve eventualne promjene u društvu koje bi mogle utjecati na njegovu poziciju kao dioničara.

Sigurno je da će stupanj primjenjivosti analitičkih metoda biti determiniran s više čimbenika kao što je:

- kvaliteta izvora informacija
- dinamika promjena stanja na tržištu kapitala
- izbor adekvatnih metoda
- osposobljenost analitičkih stručnjaka
- spremnost korisnika informacija da ih prihvati
- i dr.

Dok na prva dva čimbenika investitor nema utjecaja, zbog njihova objektivnog karaktera i činjenice da se njihovi uzroci nalaze izvan mogućnosti njegova utjecaja, na preostala tri on uglavnom može utjecati zbog njihovog subjektivnog karaktera, odnosno činjenice da su oni u okviru njegovog nadzora.

Stoga je u interesu investitora razvijati sustav analize kao integralni dio upravljanja portfeljom, i to sustav koji podjednako obuhvaća i adekvatne analitičke metode i stručne analitičare koji ih koriste. No, najvažnija je svakako njegova spremnost da koristi dobivene rezultate kao osnovu za donošenje odluka u postupku upravljanja portfeljom.

Pod pretpostavkom da su ispunjeni prethodni uvjeti može se govoriti o visokom stupnju primjenjivosti navedenih analitičkih metoda i njihovu doprinosu optimizaciji upravljanja portfeljom.

7. ZAKLJUČAK

Nesumnjivo je da je uvijek kada se radi o ulaganju, a osobito onom koje se događa na tržištu kapitala, potrebna prethodna priprema koja se temelji na solidnoj informacijskoj osnovi.

Upravljanje portfeljom kontinuirani je proces i stoga je isto tako potreban permanentan priljev informacija o pojedinim društvima i njihovim dionicama koje se već nalaze u tom portfelju ili ih se planira pribaviti. Informacije se mogu pribaviti iz poslovne dokumentacije društva s tim da moraju proći adekvatnu analitičku obradu pri čemu se mogu koristiti različite analitičke metode.

U tom smislu, analiza se može smatrati jednom od faza upravljanja portfeljom. U okviru upravljačkog procesa, ona se nadalje može smatrati čimbenikom koji u velikoj mjeri određuje stupanj uspješnosti njegovog odvijanja.

Stoga, na eventualno pitanje treba li inzistirati na daljnjem razvitku analitički i mogućem proširenju njezine uloge u procesu upravljanja portfeljom, odgovor je sigurno afirmativan.

LITERATURA:

1. Doyl F.P.: "Priručnik o vrijednosnim papirima II" (The Canadian Securities Course, The Canadian Securities Institute, 1990.), Zagrebačka burza i Hrvatsko udruženje brokera, Zagreb, 1992.
2. Fabozzi F. J.: Investment management, Prentice Hall Upper Saddle River, New Jersey, 1999.
3. Van Horne J.C.: Financijsko upravljanje i politika, MATE, Zagreb, 1993.
4. Ivanović Z.: Financijski menadžment, Sveučilište u Rijeci, Hotelijerski fakultet, Rijeka, 1994.
5. Orsag S.: Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Rifin, Zagreb, 1997.
6. S. Orsag: Korporacijski vrijednosni papiri, Vrijednosni papiri u gospodarskoj i pravnoj praksi, Inženjerski biro d.d., Zagreb, 2002., str. 46.
7. Prohaska Z.: Analiza vrijednosnih papira, Investinvest, Zagreb, 1996.
8. Žager K. i Žager L.: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, 1999.

Stipan Penavin, Ph.D.

APPLICATION OF ANALYTIC METHODS IN THE PORTFOLIO MANAGING PROCEDURE

Summary

The problem of portfolio managing is worked out within the frame of this topic. Its current events increase with the capital market development in Croatia enlarging thus the scope for investments. However, each investment is connected with a certain degree of risk which the investors try to control and manage. They often face the dilemma whether to expose their investment to less risk with less but sure profits or to prefer exclusively high profits accepting even higher risks. If the first option, i.e. the security of investment is more acceptable the investors have to find out the way how to expose their investments to the least risk. Some investors try to realize the decrease of the risk-exposed investments investing in diverse shares with what they make portfolio. It is very complicated to manage such portfolio since each share has different position on the capital market. The investor therefore needs the adequate information to be able to realize the just portfolio managing policy. The work sets the thesis that the use of different analytic methods is the most appropriate form of information through which it is possible to manage portfolio. Thus some methods which could be in function of portfolio managing are surveyed in the paper. Likewise, the reliability of their valuation in the application procedure for the previously stated purposes is given as well.

Key words

analytic method, portfolio, capital market, investment risk, share, manage