

INFLUENCE OF OPEN END INVESTMENT FUNDS ASSETS ON CROATIAN STOCK MARKET

KRETANJE IMOVINE OTVORENIH INVESTICIJSKIH FONDOVA KAO ČIMBENIK UTJECAJA NA TRŽIŠTE DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ

MILETIC, Marko; VIDOVIC, Jelena & SORIC, Branko

Abstract: *Over the last two years, open end investment funds in Croatia have developed rapidly. They have shown an increase in both the number of funds present on Croatian market and the value of assets they control and invest on various world stock markets, the Croatian stock market being one of them. Means invested on Croatian stock market by these funds are among various factors which have influenced the increase of stock prices on the Zagreb stock exchange.*

Key words: *Open end investment funds assets, Capital market, stock prices, Financial Institutions, Financial Markets*

Sažetak: *Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj su kroz zadnje dvije godine ostvarili nagli rast, kako brojem fondova prisutnih na hrvatskom tržištu tako i imovinom kojom upravljaju i plasiraju na razna svjetska tržišta kapitala, među kojima je i hrvatsko. Sredstva koja su fondovi plasirali na hrvatsko tržište kapitala svakako su pored drugih faktora utjecali na rast cijena dionica koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi.*

Ključne riječi: *imovina otvorenih investicijskih fondova, tržište kapitala, cijena dionica, financijske institucije, financijska tržišta*



Authors' data: Marko **Miletić**, dipl.oec., Sveučilišni studijski centar za stručne studije, Split, mamiletic@oss.unist.hr; Jelena **Vidović**, dipl.oec., Sveučilišni studijski centar za stručne studije, Split, jvidovic@oss.unist.hr; Branko **Sorić**, dipl.oec., Sveučilišni studijski centar za stručne studije, Split, branko.soric@st.t-com.hr

1. Uvod

Investicijski fondovi relativno su nova pojava na hrvatskom financijskom tržištu budući da sve do 1995. nije postojao zakonski okvir koji bi regulirao rad takvih institucija. Slijedeći europske smjernice, krajem 2005. godine

Hrvatski sabor donosi novi Zakon o investicijskim fondovima (NN 150/05), kao i zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFA), koja je zamjenila dotadašnju Komisiji za vrijednosne papire (NN 140/05).

Intenzivan rast fondovske industrije u Hrvatskoj bio je zamjetan 2001. i 2002. godine pokretanjem cijelog niza otvorenih investicijskih fondova sa javnom ponudom i ulaskom stranih banaka.

Značajniji rast ovih financijskih institucija u zabilježen je tijekom 1997. i 1998. godine, da bi u zadnje dvije godine taj razvoj dosegao vrhunac neprestanim osnivanjem novih društava za upravljanje i sve većim interesom i potražnjom investitora (Sladonja, 2003).

Imovina u otvorenim investicijskim fondovima sa javnom ponudom 2000. godine je iznosila 170 milijuna kuna da bi 2002. godine porasla na 2,5 milijarde kuna. Njihova imovina na početku 2006.g. je iznosila svega 3,78 milijardi kuna da bi na kraju ožujka ove godine iznosila 14,76 milijardi kuna.

Dakle, imovina se u navedenom razdoblju uvećala za 3,9 puta. Karakteristika otvorenih investicijskih fondova jest da su prilagođeni različitim željama i potrebama malih investitora, koji preko takvih institucija bez kompliciranih procedura mogu svoju štednju indirektno uložiti na tržište kapitala (Samodol, 2000).

Na taj način investitori koristeći prednosti profesionalnog upravljanja imovinom mogu ostvariti povrate na uloženo koji su viši od alternative odnosno klasične štednje.

2. Problem i metode

Imovina fondova u Hrvatskoj je u vremenu od prvih početaka do danas izrazito narasla. Iz toga proizlazi i problem istraživanja: da li je veličina fondovske industrije primjerena za veličinu hrvatskog tržišta kapitala, odnosno da li se fondovi koji raspolažu velikom imovinom nameću kao značajni akteri pri formiranju cijena dionica na hrvatskom tržištu kapitala.

Da bi se došlo do takvih zaključaka potrebno je doći do međuodnosa na hrvatskom tržištu kapitala i usporediti ih s iskustvima zemalja iz okruženja.

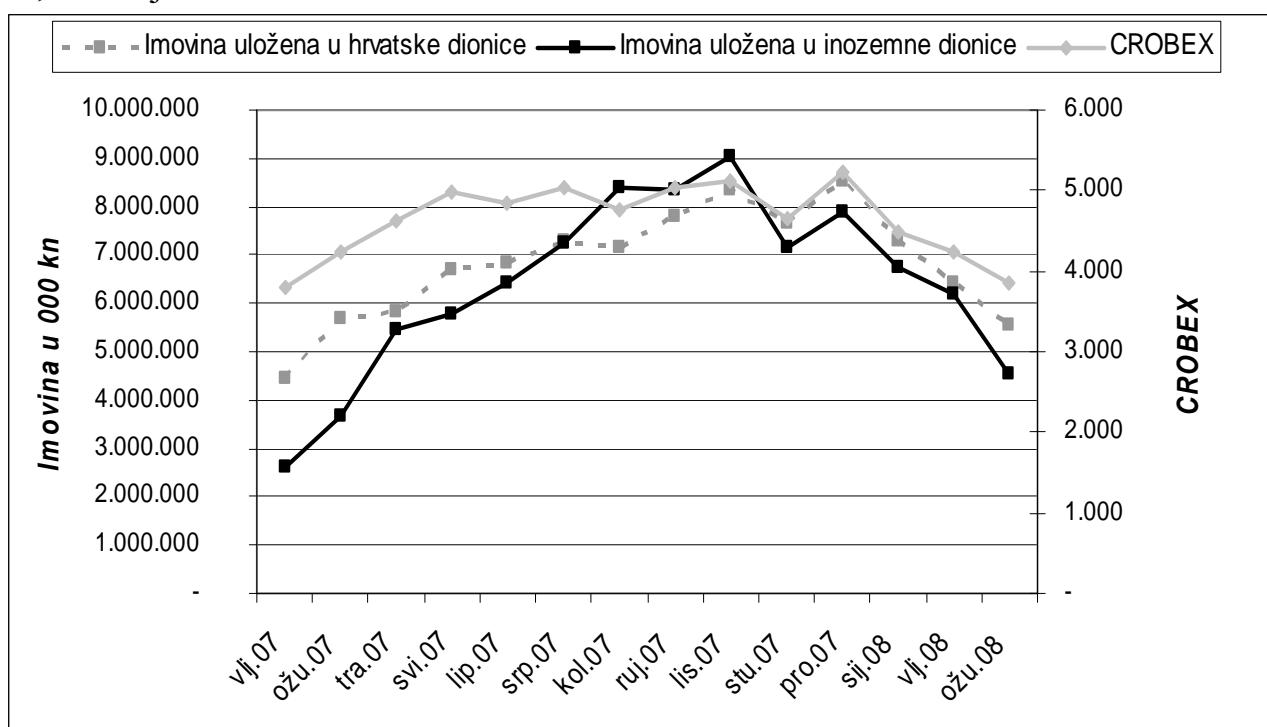
Cilj ovog rada je da se statističkim metodama, komparacijom analizom i sintezom iz prikupljenih podataka pokaže da otvoreni investicijski fondovi sa javnom ponudom, u prvom redu dionički i mješoviti, zbog visine svoje neto imovine kojom upravljaju u odnosu na veličinu hrvatskog tržišta kapitala mogu značajno utjecati na kretanje cijena dionica koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi.

Istraživanje se temelji na podacima prikupljenim iz mjesečnih i godišnjih izvještaja Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Zagrebačke burze (ZSE), te podataka o tržištima kapitala iz europskog okruženja.

3. Analiza imovine fondova i tržišta kapitala

U 2007.g. došlo je do rasta hrvatskog tržišta kapitala prvenstveno zbog spajanja Zagrebačke i Varaždinske burze, uvođenja nove trgovinske platforme na Zagrebačkoj burzi i zbog niza inicijalnih javnih ponuda dionica koje su bile snažno medijske popraćene.

Medijsko praćenje zbivanja na tržištu kapitala, rast cijena dionica i prinosa fondova doprinijelo je popularizaciji ulaganja u dionice i fondove kao alternative klasičnoj štednji. Razvoj i rast tržišta kapitala pratio je i rast otvorenih investicijskih fondova. O tome govori i podatak da je na početku 2007.g. ukupna imovina dioničkih i mješovitih otvorenih investicijskih fondova sa javnom ponudom iznosila 12,34 milijarde kn, dok se na kraju iste godine ta imovina gotovo udvostručila i iznosila je 24,20 milijardi kuna.



Slika 1. Kretanje CROBEX-a i imovine mješovitih i dioničkih otvorenih investicijskih fondova sa javnom ponudom uložene u hrvatske dionice, mjesečni podaci u razdoblju od veljače 2007.g. do ožujka 2008.g.

Među fondovima na tržište kapitala ulažu u najvećoj mjeri dionički i mješoviti otvoreni investicijski fondovi sa javnom ponudom koji značajan dio svojih sredstava ulažu u dionice kako na hrvatskom tako i na inozemnom tržištu kapitala.

Kretanje cijena dionica na tržištu moguće je prezentirati tržišnim indeksom CROBEX. Slika 1 prikazuje kretanje CROBEX-a, tržišnog indeksa Zagrebačke burze, i imovine mješovitih i dioničkih otvorenih investicijskih fondova sa javnom ponudom uloženu u hrvatske dionice.

Iz slike 1 je vidljiva uska veza između kretanja CROBEX-a i iznosa imovine mješovitih i dioničkih fondova uložene u hrvatske dionice.

Iz slike se može uočiti da krivulja imovine dioničkih i mješoviti otvorenih investicijskih fondova uložene u dionice na Zagrebačkoj burzi krajem 2007. i

početkom 2008. godine prati kretanje CROBEX-a. Ako to povežemo s prethodnim podatkom da se imovina tih fondova u istoj godini udvostručila možemo pretpostaviti da je postoji veza između rasta imovine mješovitih i dioničkih fondova i tržišnog indeksa. Razlog tome jesu nedostaci hrvatskog tržišta kapitala, odnosno usko i plitko tržište u odnosu na razvijena tržišta kapitala, kako po broju dionica koje kotiraju na burzi tako i po veličini tržišne kapitalizacije dionica (Žiković, 2005).

Zbog te činjenice institucionalni ulagači među kojima su otvoreni investicijski fondovi, zbog imovine kojom upravljaju, značajni su čimbenik utjecaja na hrvatskom tržištu kapitala. Povlačenjem ili plasiranjem sredstava fondovi utječu na formiranje ponude i potražnje, a samim time i na kretanja tržišnog indeksa Zagrebačke burze. Tablica 1 prikazuje da je u prosjeku nešto više od 30% neto imovine svih dioničkih i mješovitih otvorenih investicijskih fondova investirano u dionice koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi.

Ako se promatra mjesečna promjena imovine uložene u hrvatske dionice ovih dviju kategorija fondova iz tablice je vidljivo da promjena vrijednosti imovine fondova predstavlja značajan dio prometa na Zagrebačkoj burzi tj. u razdoblju od početka 2007.g. do ožujka 2008. godine mješoviti i dionički otvoreni investicijski fondovi su prosječno ostvarivali 36,71% prometa dionicama na Zagrebačkoj burzi.

Navedeni podatak pokazuje da je prosjeku preko 36% prometa dionicama na Zagrebačkoj burzi ostvareno transakcijama fondova.

Godina	Odnos neto imovine dioničkih i mješovitih otvorenih investicijskih fondova uloženi u dionice na Zagrebačkoj burzi i njihove ukupne neto imovine	Odnos promjene neto imovine (imovina na kraju mjeseca minus imovina na početku mjeseca) i prometa dionica na Zagrebačkoj burzi
vlj-07	31,49%	-
ožu-07	33,30%	70,00%
tra-07	29,22%	7,42%
svi-07	30,65%	32,61%
lip-07	30,77%	6,94%
srp-07	30,48%	38,44%
kol-07	30,55%	8,53%
ruj-07	32,86%	39,42%
lis-07	32,55%	17,03%
stu-07	37,38%	32,21%
pro-07	35,16%	44,72%
sij-08	35,19%	49,07%
vlj-08	35,24%	47,10%
ožu-08	37,59%	83,67%

Tablica 1. Neto imovina i promjena neto imovine dioničkih i mješovitih otvorenih investicijskih fondova uložena u dionice na Zagrebačkoj burzi u odnosu na ukupnu neto imovinu i promet dionicama na Zagrebačkoj burzi, mjesečni podaci u razdoblju od veljače 2007. do ožujka 2008.

Koliki utjecaj imaju dionički i mješoviti otvoreni investicijski fondovi sa javnom ponudom na kretanje cijena dionica na hrvatskoj burzi govori i sljedeći podatak: odnos ukupnog prometa dionica na hrvatskom tržištu kapitala u 2007. godini sa neto imovinom dioničkih i mješovitih fondova na kraju 2007. godine u Republici Hrvatskoj iznosi 0,93. dok je taj isti odnos u Sloveniji 1,09 u Austriji 2,75 u Mađarskoj 6,03. (HANFA, 2008; ICI, 2008 i World-exchanges, 2008).

Ovi podaci pokazuju da je imovina dioničkih i mješovitih fondova koji značajna sredstva ulažu u dionice hrvatskih poduzeća puno veća u odnosu na ostvareni promet na ZSE promatrano u odnosu na druga tržišta kapitala iz okruženja.

U Mađarskoj je promet ostvaren na burzi 6 puta veći od imovine ovih dviju kategorija fondova, dok je u Hrvatskoj neto imovina dioničkih i mješovitih fondova veća od prometa na ZSE. Iz tog razloga je moguće pretpostaviti da bi otvoreni i dionički investicijski fondovi na hrvatskom tržištu kapitala mogli biti značajan faktor utjecaja na ponudu i potražnju na temelju koje se formira cijena dionica.

Utjecaj imovine fondova na tržište kapitala nije moguće dokazati povezivanjem kretanja neto imovine fondova i CROBEX-a jer je i sama vrijednost imovine kao i tržišni indeks podložna kretanju cijena dionica na tržištu kapitala (Stanić, 2004). U slučaju da cijene dionica odnosno burzovni indeks rastu, raste i imovina fondova koji u svom portfelju sadrže ulaganja u dionice.

Da bi se stvarni utjecaj fondova na tržište kapitala mogao izmjeriti trebalo bi se izolirati onaj dio nove imovine koja ulazi u fondove koja se dalje plasira na tržište te se tako utječe na kretanje cijene vrijednosnica.

Zbog nemogućnosti dobivanja detaljnih podataka u uplatama i isplatama iz fondova, uzeli su se podaci o broju udjela dioničkih i mješovitih fondova na hrvatskom tržištu. Broj udjela nam govori da li je došlo do novih uplata ili isplata iz navedenih fondova te se tako izolirao utjecaj cijene vrijednosnica na neto imovinu fondova koju one čine.

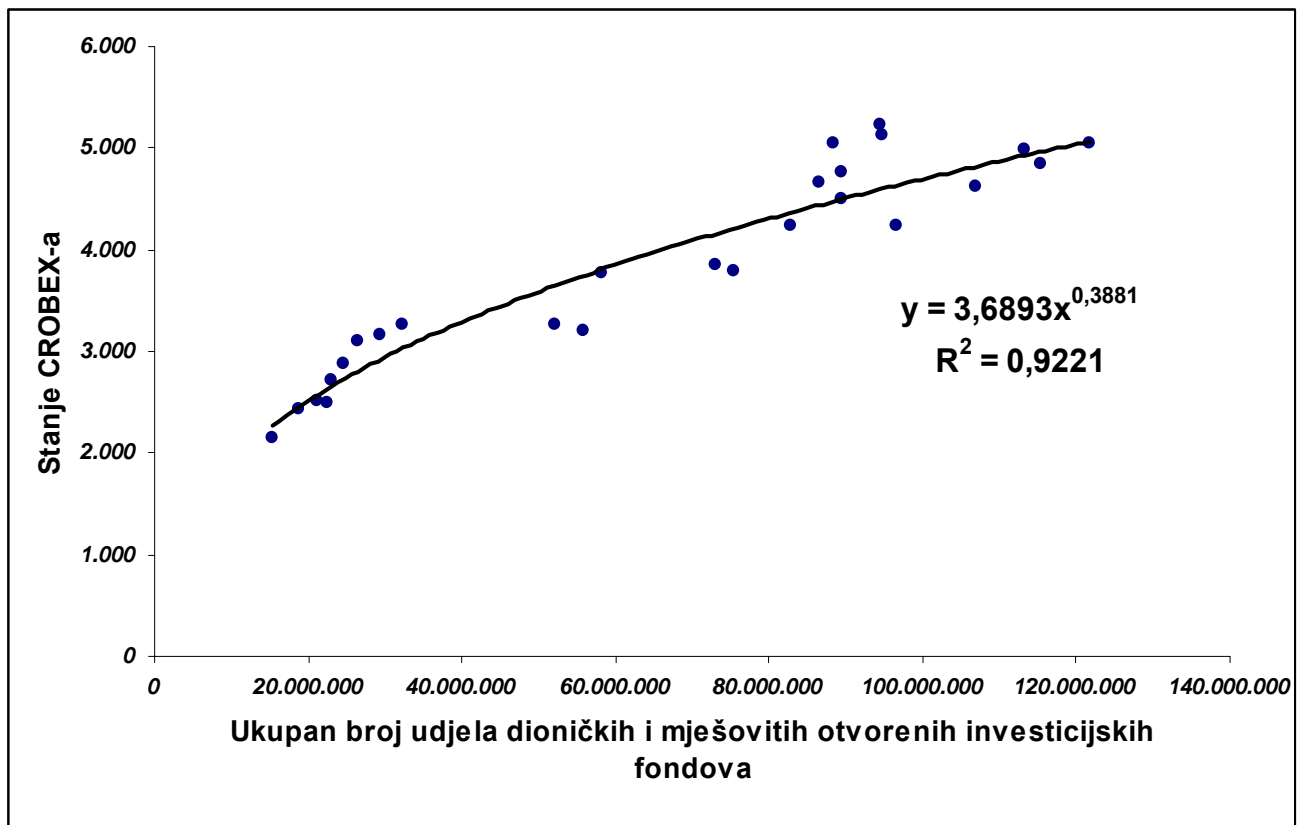
Usporedi li se odnos kretanja broja udjela na tržištu, odnosno kretanje novo unesene ili povučene imovine iz fondova sa kretanjem CROBEX-a dobijemo jasniju i ispravniju sliku utjecaja dioničkih i mješovitih fondova na kretanje cijena dionica u Hrvatskoj.

Analiza je provedena na mjesečnim podacima o kretanju broja udjela mješovitih i dioničkih otvorenih investicijskih fondova i stanju CROBEX-a u razdoblju od siječnja 2006. do ožujka 2008. godine što je prikazano slikom 2.

Statistička analiza je provedena u MS Excelu pomoću kojeg su ocjenjeni parametri dvostrukologaritamskog regresijskog modela.

Iz slike 2 vidljiva je uska povezanost između kretanja CROBEX-a i porasta broja udjela mješovitih i dioničkih otvorenih investicijskih fondova.

Na grafikonu je prikazana jednadžba dvostrukologaritamskog regresijskog modela s izrazito visokim koeficijentom determinacije (0,9221) što ukazuje na visoku reprezentativnost modela.



Slika 2. Dijagram rasipanja broja udjela i CROBEX-a, mjesečni podaci u razdoblju od siječnja 2006. do ožujka 2008.

Prema regresijskom modelu povećanje broja udjela za 1% na hrvatskom tržištu kapitala će dovesti do porasta CROBEX indeksa za 0,39%.

Ako uzmemo u obzir da otvoreni i mješoviti dionički fondovi ostvaruju u prosjeku više od 36% prometa dionicama na ZSE i da je iznos prometa na ZSE manji od imovine fondova i iznosi svega 93% imovine, možemo zaključiti da je ova vrsta fondova važan faktor utjecaja na kretanje cijena dionica na hrvatskom tržištu kapitala.

4. Zaključak

Hrvatsko tržište kapitala i industrija investicijskih fondova još je uvijek u razvojnoj fazi. Svjedoci smo naglog rasta tržišta kapitala što je karakteristično i za ostale države u tranziciji kao što je i Hrvatska.

Tržišta kapitala tranzicijskih zemalja su posebno interesantni stranim fondovima koji su u potrazi za visokim prinosima. Vrijednosni papiri koji kotiraju na tranzicijskim tržištima kapitala su podložni velikim oscilacijama cijena zbog nedostataka i nerazvijenosti tržišta. U Hrvatskoj je u posljednje vrijeme došlo do iznimne popularizacije direktnih ili indirektnih investiranja na tržište kapitala.

Rezultat je toga da je imovina fondova narasla i postala značajan sudionik na tržištu kapitala. Promet na Zagrebačkoj burzi je na kraju 2007. godine bio manji od neto imovine dioničkih i mješovitih otvorenih investicijskih fondova.

Zaključak do kojeg se dolazi jest da je utjecaj imovine fondova na kretanje cijena dionica velik, odnosno puno veći nego kod razvijenijih tržišta kapitala gdje imovina fondova nije tako nesrazmjerno velika u odnosu na burzovni promet dionicama. Takva kretanja dokazuje i dobiveni regresijski model.

Navedeni podaci otvaraju nova pitanja i nove smjernice za razvoj tržišta kapitala. Potražnja svakako postoji, investicijski fondovi u Hrvatskoj imaju još puno mogućnosti za rast, kako u pogledu njihovog broja tako i imovine.

Budući rast tržišta kapitala treba svakako tražiti u povećanju broja vrijednosnica koje kotiraju kao i povećanju broja prvoklasnih vrijednosnica koje su preduvjet održavanja fondovske industrije.

5. Literatura

HANFA (2008). Mjesečni izvještaji za 2006., 2007. i 2008. godinu. *Dostupno na:* <http://www.hanfa.hr/index.php?ID=0&AKCIJA=62&LANG=HR>, *Pristup:* 17-05-2008

ICI (2008). Worldwide Mutual Fund Assets And Flows Fourth Quarter 2007. *Dostupno na:* http://www.ici.org/stats/mf/ww_12_07.html#TopOfPage, *Pristup:* 20-05-2008

Samodol, A. (2000). *Financijska tehnologija & investicijski fondovi*, Progres d.o.o., Zagreb. ISBN 953-6461-05-6

Sladonja, I. (2003). Razvoj investicijskih fondova u Hrvatskoj. *Osiguranje - hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja*, god. 44, 2003., br.12, 13-16.

Stanić, Z. (2004). Investicijski fondovi. *Suvremeno poduzetništvo*, god. XI, 2004., br. 2, 9-13.

World-exchanges (2008). Annual and Monthly Statistics. *Dostupno na:* <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=421&documnet=4882>, *Pristup:* 20-05-2008

Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, 2005.,150

Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, Narodne Novine, 2005.,140

ZSE (2008). Trgovinski podaci i statistika, povijesni podaci trgovanja. *Dostupno na:* <http://www.zse.hr/default.aspx?id=180>, *Pristup:* 17-05-2008

Žiković S. (2005). *Formiranje optimalnog portfolija hrvatskih dionica i mjerenje tržišnog rizika primjenom VaR metode*. Magistarski rad, Ekonomski fakultet Ljubljana.