

2. Objasnite uticajne faktore na upravljanje dividendnom politikom?

Uticajni faktori na upravljanje dividendnom politikom.

Upravljanje dividendama je zapravo strategija i taktika raspodjele neto dobitka. S tim u vezi, polazi se od ostvarenog neto dobitka, a uzima se u obzir:³⁸

- Stanje finansijske stabilnosti,
- Stanje obavezne rezerve kapitala,
- Iznos dividende na preferencijalne akcije,
- Premija i ekstrapremija menadžerima po osnovu motivacije,
- Namjera korporacije u pogledu otkupa sopstvenih akcija, i
- Namjera korporacije u pogledu emisije nove serije akcija.

Stanje finansijske stabilnosti. Podsjećamo da je finansijska stabilnost:

- Loša, ako je koeficijent finansijske stabilnosti veći od 1,
- Prihvatljiva, ako je koeficijent finansijske stabilnosti 1, i
- Dobra, ako je koeficijent finansijske stabilnosti manji od 1, finansijska stabilnost je utoliko bolja što koeficijent finansijske stabilnosti više teži nuli.

Ukoliko je finansijska stabilnost loša, svi napori se usmjeravaju da se ona u procesu odlučivanja o raspodjeli neto dobitka poboljša. Nasuprot tome, ako je dobra, pa čak i prihvatljiva, prilikom odlučivanja o raspodjeli neto dobitka nema prioritet, osim u slučaju da se namjerava investirati u stalnu imovinu, što bi, dakako, negativno djelovalo na finansijsku stabilnost.

Stanje obavezne rezerve kapitala. Ako je obavezna rezerva kapitala niža od zakonom propisane, apsolutni prioritet u raspodjeli neto dobitka ima izdvajanje u obaveznu rezervu kapitala. To povećanje rezervnog kapitala, dakako, poboljšava finansijski položaj.

Dividenda na preferencijalne akcije. Ukoliko korporacija ima preferencijalne akcije, ugovorena dividenda na te akcije u raspodjeli neto dobitka ima prioritet, ona je iza obavezne rezerve sljedeći prioritet. Međutim, ako korporacija ima loš finansijski položaj, trebalo bi odložiti isplatu te dividende na preferencijalne akcije da bi se i na taj način pozitivno djelovalo na finansijsku stabilnost.

Premija i ekstrapremija po osnovu motivacije menadžmenta. Kod korporacija koje imaju operacionalizovan motivacioni mehanizam menadžmenta, odvajanje neto dobitka za ostvarenu premiju i ekstrapremiju menadžera po redoslijedu je iza dividende na preferencijalne akcije. Međutim, ako korporacija ima lošu finansijsku stabilnost treba odložiti isplatu premija i ekstrapremije zadržavajući je u okviru neraspoređenog dobitka da bi se i time uticalo na popravljavanje finansijske stabilnosti.

Namjera korporacije u pogledu otkupa sopstvenih akcija. Ako korporacija namjerava da otkupi dio sopstvenih akcija, njen je interes da otkupna cijena bude što niža iz dva razloga. Niža otkupna cijena zahtijeva manji izdatak gotovine za otkup a uz to manje utiče na pogoršanje finansijske stabilnosti. Drugo, ako dođe do poništenja otkupljenih akcija njihova niža otkupna cijena obezbjeđuje manju razliku između te cijene i nominalne vrijednosti akcije, što znači da će se pri poništavanju otkupljenih sopstvenih akcija manje upotrijebiti rezervnog kapitala za nadoknadu te razlike. Budući da na cijenu akcije bitno utiče visina isplaćene dividende po akciji, korporacija koja namjerava otkupiti dio svojih akcija odrediće nižu dividendu za obične akcije.

Namjera korporacije u pogledu emisije nove serije akcija. Ukoliko korporacija u dogledno vrijeme namjerava emitovati novu seriju običnih akcija, u interesu je korporacije da prodajna cijena akcija mladica bude što viša, odnosno da se od te prodaje ostvari veća emisiona premija iz dva razloga. Što je emisiona premija viša nova emisija običnih akcija više pozitivno djeluje na finansijsku stabilnost, a uz to emisiona premija je besplatan izvor finansiranja, na nju se ne plaća dividenda. Da bi se što više ostvarilo emisione premije, uoči emisije akcija mladica korporacija će težiti da maksimizira dividendu na obične akcije i time ne samo povećati cijenu akcija mladica već uticati i na njihovu bržu prodaju. Na isti način ponašaće se i korporacija koja ima otkupljene sopstvene akcije, a namjerava ih ponovo prodati. Na osnovu prethodnog osnovnao je ukazati na sljedeće:

Korporacije čije se akcije kotiraju na berzi efekata, budući da imaju teškoća oko prodaje akcija, težiće da dividendu na obične akcije konvertuje u dividendne akcije i dividendu isplati tim akcijama a ne u gotovini, što će dakako pozitivno djelovati na finansijsku stabilnost. Ako korporacija ima gubitak u bilansu stanja iz prethodnih godina, uprava preduzeća treba da predloži maksimalan raspored neto dobitka u rezervni kapital s ciljem da visina rezervnog kapitala bude dovoljna za otpis gubitka i za istovremeno obezbjeđenje rezervnog kapitala u zakonom utvrđenom iznosu u odnosu na osnovni kapital, čime se izbjegava otpis gubitka na teret osnovnog kapitala.

Ukoliko korporacija namjerava da investira u stalnu imovinu i stalne zalihe, pri odlučivanju o raspodjeli neto dobitka uzima se u obzir:

- Postojeća finansijska stabilnost,
- Visina novih ulaganja u stalnu imovinu i stalne zalihe,
- Kreditni bonitet korporacije i
- Stanje na tržištu kapitala.

Ako je stanje finansijske stabilnosti dobro i ako će to stanje i poslije investiranja ostati dobro (koeficijent finansijske stabilnosti manji od 1) ili barem prihvatljivo (koeficijent finansijske stabilnosti 1) nove investicije korporacija može da finansira sopstvenim kapitalom. Ako nove investicije dovode, pri njihovom finansiranju iz sopstvenog kapitala, da se koeficijent finansijske stabilnosti penje iznad 1, korporacija to ne smije dozvoliti pa mora ići na novo dugoročno zaduženje. S tim u vezi, nužno je cijeliti kreditni bonitet korporacije da bi se došlo do saznanja da li će investitor prihvatiti novo investiranje u korporaciju. Ako je kreditni bonitet prihvatljiv, što znači da bi investitori prihvatili novo ulaganje kapitala u korporaciju, nužno je prikupiti informacije o cijeni kapitala na tržištu kapitala i te cijene kapitala uporediti sa stopom neto prinosa na ukupan kapital. Ako je stopa neto prinosa na ukupan kapital viša od cijene kapitala, dodatno zaduženje je prihvatljivo jer će se iz finansiranja ostvariti pozitivan finansijski rezultat (finansijski leveridž je pozitivan). Ako je stopa neto prinosa na ukupan kapital jednaka cijeni kapitala, finansijski leveridž je neutralan, pa je u takvim okolnostima novo dugoročno zaduženje prihvatljivo samo iz krajnje nužde. Najzad, ako je stopa neto prinosa na ukupan kapital niža od cijene kapitala novo investiranje ne treba finansirati iz novog dugoročnog zaduženja, jer se iz finansiranja ostvaruje negativan finansijski rezultat (finansijski leveridž je negativan).

Upravni odbor predlaže skupštini korporacije raspodjelu neto dobitka i u okviru toga visinu dividende u skladu sa naprijed izloženim. Ako skupština ne prihvati taj prijedlog, obično se ide na kompromisno rješenje da se ostvareni neto dobitak zadrži neraspoređen, što, takođe, poboljšava finansijsku stabilnost.

Kada je utvrđena visina dividende na obične akcije u apsolutnom iznosu, neophodno je utvrditi dividendu po jednoj običnoj akciji. To zahtijeva da se najprije utvrdi broj akcija izvan korporacije u godini za koju se isplaćuje dividenda. Broj akcija izvan preduzeća, ilustrovano hipotetičkim primjerom, utvrđuje se ovako:

Redni broj	Datum	Opis	Broj akcija	Broj dana do kraja godine	Ponderisano
1	2	3	4	5	6
2	1.1.	Postojeće obične akcije	10.000	365	3.650.000
2	31.5.	Otkupljeno postojećih akcija	2.000	212	424.000
3	30.11.	Prodato akcija	4.000	31	124.000
		Svega akcija izvan preduzeća 31.12. (1+3-2)	12.000		3.350.000

Prosječan broj akcija izvan preduzeća je $3.350.000/365=9178,0821$

Pretpostavimo da ukupna dividenda iznosi 110.136. Dividenda po jednoj akciji je:

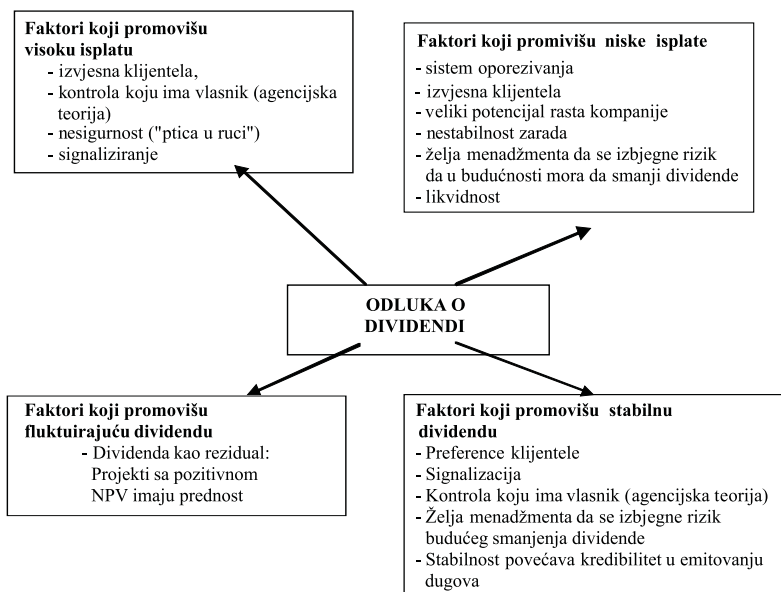
$$12=(110.136/9178,0812)$$

Kod društva sa ograničenom odgovornošću i društva lica (ortačka i komanditna društva) pri raspodjeli neto dobitka, takođe se polazi od finansijske stabilnosti i stanja obavezne rezerve. Ako nedostaje obavezna rezerva kapitala, iz neto dobitka se prvo odvaja dio za obavezne rezerve. Ukoliko time finansijska stabilnost nije dovedena bar na prihvatljiv nivo, iz ostatka neto dobitka poboljšava se finansijska stabilnost:

- bilo povećanjem udjela u kapitalu vlasnika po osnovu raspodjele neto dobitka,
- bilo zadržavanjem neraspoređenog ostatka neto dobitka.

Ukoliko se predviđa investiranje u stalnu imovinu i stalne zalihe uzima se u obzir da će to negativno djelovati na finansijsku stabilnost, pa raspodjelom ili zadržavanjem neraspoređenog neto dobitka treba spriječiti ili barem ublažiti negativno djestvo investicija na finansijsku stabilnost.

Slika 7.4. Faktori koji utiču na upravljanje odlukama o dividendama



3. Objasnite vrste investicionih fondova?

Vrste investicionih fondova

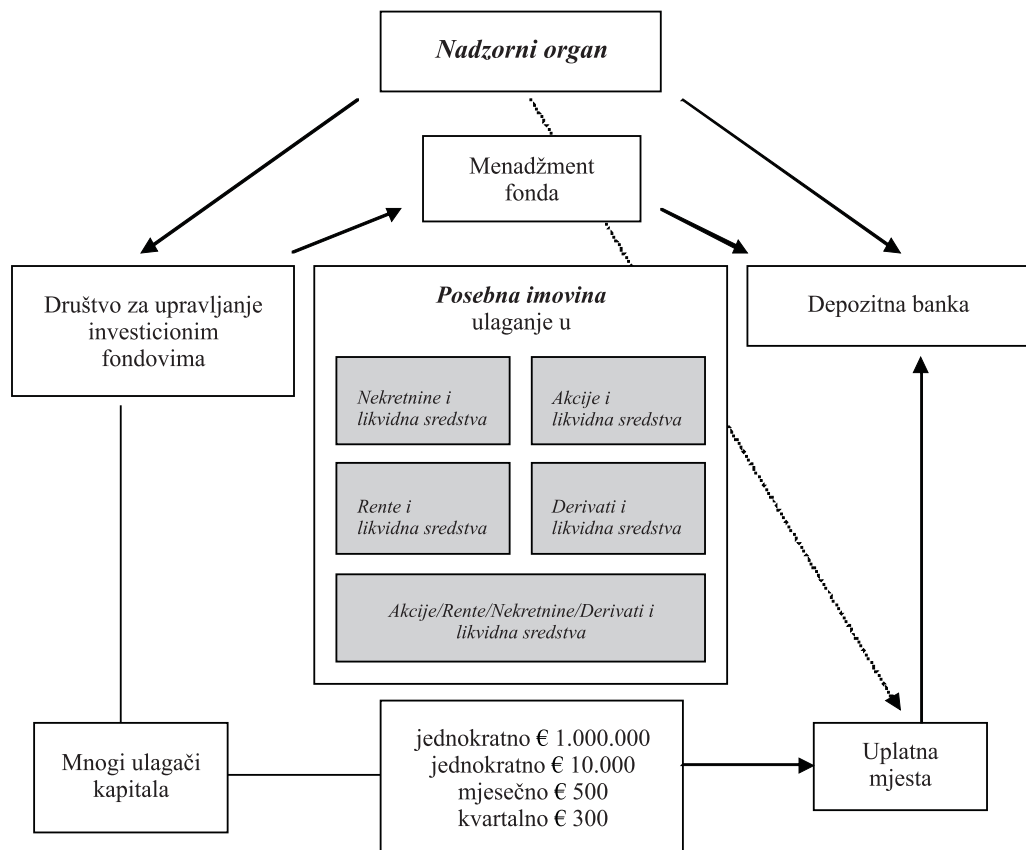
Investicioni fondovi nisu jedini oblici upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti u ime i za račun ulagača, niti su jedini način minimizacije rizika ulagača u te hartije. Portfoliom mogu upravljati i banke, dilerske i brokerske institucije, minimiziranje rizika može se uspješno vršiti i preko posebnih instrumenata transfera rizika (hedžing). Međutim, investicioni fondovi predstavljaju fleksibilniji oblik upravljanja portfoliom zahvaljujući tome što je prag ulaganja obično veoma nizak, kao i činjenica da je omogućena personalizacija investicione strategije, odnosno ulagač može izabrati fond koji najbolje odražava njegove preference vezane za ulaganje u hartije od vrijednosti (dividenda, kapitalna dobit, rast vrijednosti portfolija, oblast ulaganja i slično).

Zavisno od zemlje, odnosno razvijenosti infrastrukture tržišta hartija od vrijednosti, investicioni fondovi se javljaju pod raznim imenima i u različitim konkretnim oblicima. S obzirom na prethodno, u nastavku ćemo razmotriti vrste investicionih fondova sa stanovišta načina mobilizacije novca i prema investicionoj strategiji.

Prema načinu mobilizacije novca razlikuju se otvoreni (neograničeni) i zatvoreni (ograničeni) investicioni fondovi.

Kako funkcionišu investicioni fondovi, može se ilustrovati na slijedećem grafiku:³⁷

Slika 4.5. *Kako funkcionise investicioni fond - zakonski zaštićeni tok*³⁸



³⁷ Savezna agencija za finansijske usluge Njemačke

³⁸ Andras Ruhl, Investmentfonds-verstehen und richtig nutzen, FinanzBuch Verlag, Munchen, 2004, str. 39.

Otvoreni investicioni fondovi (Open-ended Investment Funds) poznati su pod imenom uzajamni fondovi (Mutual Funds). Takav naziv su dobili pošto im se permanentno mijenjaju broj vlasnika i tržišna vrijednost kapitala. Ovi fondovi kontinuirano emituju i prodaju sopstvene akcije, odnosno udjele, ulagačima i kontinuirano ih kupuju, omogućavajući neprekidnu likvidnost svojih akcija (udjela). Ovaj fond nema svojstvo pravnog lica, već je ugovorna tvorevina koja se bavi isključivo ulaganjem kapitala u prenosive hartije od vrijednosti po slijedećoj šemi: novčana sredstva prikupljena od velikog broja sitnih ulagača povjeravaju se depozitnoj banci, a za stručne poslove u vezi s alociranjem kapitala u hartije od vrijednosti angažuje se društvo za upravljanje.

Akcije (udjeli) ovih fondova glase na iznos koji predstavlja srazmjerni dio investitora u neto imovini fonda (likvidaciona vrijednost fonda). Cijenu akcija ne određuje tržište (ponuda i tražnja, odnosno berza). Ona se izražava kao odnos neto imovine fonda i broja emitovanih akcija (NAV). Određivanje cijene akcija sastoji se od ukupne aktive fonda, koja predstavlja tržišnu vrijednost hartija od vrijednosti u portfoliju, uvećane za ostalu aktivu (na primjer, gotovina) oduzima se ukupna pasiva (svi troškovi uključivši i proviziju za upravljanje portfoliom) i dijeli se brojem emitovanih (prodatih) akcija, što izgleda ovako:

$$NAV = \frac{\text{tržišna vrijednost imovine} - \text{obaveza}}{\text{ukupno emitovane akcije}}$$

Cijena akcija (NAV)³⁹ određuje se najmanje jedanput dnevno, polazeći od zaključenih lista kotacije hartija od vrijednosti. Svaki vlasnik akcije fonda ima pravo da je otkupi od fonda po cijeni koja je utvrđena prethodnog dana i realizuje u roku ne dužem od pet dana.

Primjer 1. Pretpostavimo da fond ima gotovinu 200.000 KM i da je tržišna vrijednost hartija od vrijednosti 800.000 KM, odnosno ukupno - tržišna vrijednost aktive fonda je milion KM (200+800). Ukoliko su obaveze fonda 100.000 KM, onda je prema formuli neto vrijednost aktive 900.000 KM. Kada se ta suma podijeli sa brojem emitovanih akcija od, recimo, 450 - neto vrijednost aktive (NAV) iznosiće dvije hiljade KM.

Za usluge kupovine i prodaje akcija investicioni fondovi mogu angažovati i brokerske kuće. Cijene akcija otvorenih investicionih fondova kotiraju se po principu kotacionih raspona koji podrazumijeva postojanje dviju cijena: **nuđene i tražene (Bid - Ask)**. Dok **Bid** predstavlja cijenu po kojoj je investicioni fond spreman da otkupi akcije od ulagača, dotle je **Ask**, zapravo, cijena po kojoj investicioni fond nudi svoje akcije javnosti na prodaju. Ona je jednaka neto vrijednosti aktive uvećane za iznos provizije koju fond zaračunava (u SAD-u od maksimalno 8,5% do 1% u zavisnosti od iznosa). S obzirom na to da li zaračunavaju ove provizije, fondovi se nazivaju opterećeni ili neopterećeni (ukoliko prilikom emisije svojih akcija ne zaračunavaju i ne naplaćuju proviziju). Međutim, neki od fondova naplaćuju proviziju samo prilikom otkupa akcija od vlasnika i ona se kreće u rasponu od 4 do 6 posto.

Zatvoreni investicioni fondovi (Closed-end Investment Funds u SAD-u, Investment Trusts u Velikoj Britaniji) izdaje akcije/udjele u ograničenom broju i prodaje ih ulagačima kao i svako drugo društvo kapitala. Prikupljena sredstva ulažu se u relativno postojan portfolio hartija od vrijednosti. Zbog fiksnog broja emitovanih akcija se i zovu zatvoreni investicioni

Bid predstavlja cijenu po kojoj je investicioni fond spreman da otkupi akcije od ulagača, dotle je Ask, zapravo, cijena po kojoj investicioni fond nudi svoje akcije javnosti na prodaju.

³⁹ NAV – net asset value.

fondovi. Ovim akcijama trguje se na berzi i njihova vrijednost zavisi od ponude i tražnje. Novac od kupljenih akcija pripada njihovim prodavcima a ne fondu. Ovi fondovi slični su holding kompanijama. Za razliku od fondova, holding kompanije vrše upravljačku kontrolu preduzeća čije su akcije u portfoliju holding kompanije.

Ovaj fond emituje akcije putem javne ponude ili inicijalne javne ponude ukoliko se prvi put pojavljuje na tržištu. On po pravilu ne vrši otkup emitovanih akcija od svojih akcionara - ulagača, ali se ovim njegovim akcijama može sekundarno trgovati na OTS tržištu.

Na osnovu prethodnog mogu se izvući i osnovne karakteristike ovih dvaju fondova:

<u>zatvoreni</u>	<u>otvoreni</u>
<ul style="list-style-type: none"> • Bez obaveze otkupa akcija u fondu • U pitanju je samo jedna emisija, a eventualno naredne samo ako se akcionari slože • Fiksna broj akcija • Jedan prospekt za emisiju s kojim se slože akcionari • Cijenu određuje odnos ponude i potražnje • Trgovanje uz diskont/premiju • Pozajmice su dozvoljene • Likvidna ili nelikvidna imovina 	<ul style="list-style-type: none"> • Obaveza otkupa akcija u fondu • Kontinuirano emitovanje i iskupljivanje akcija • Varijabilan broj akcija • Prospekt se kontinuirano ažurira • Cijena se određuje prema neto vrijednosti imovine (NAV) • Sva poslovanja prema NAV • Bez ili vrlo ograničene pozajmice • Samo likvidna imovina

Prema investicionoj strategiji fondovi mogu biti:

1. dohodovni (Income Funds)
2. uravnoteženi (Balanced Funds),
3. akcijski (Equity Funds),
4. specijalizovani (Specialty Funds),
5. dividendni (Dividend Funds),
6. zemljišni (Real-Estate Funds),
7. fondovi tržišta novca (Money Market Funds),
8. nacionalni (Country Funds)
9. fondovi rizičnog kapitala (Venture – Capital Funds),
10. etički (Ethical Funds).

Navedeni kriterijum razlikovanja fondova i njihovi varijeteti prema tipu portfolija kojim fond raspolaže podrazumijeva, na primjer, da su u portfoliju fonda čiji je osnovni cilj maksimiranje dohotka ulagača uglavnom nađu državne hartije od vrijednosti sa visokim prinosom i dužničke hartije od vrijednosti preduzeća, preferencijalne akcije i založnice. Kod uravnoteženog fonda osnovni cilj ulaganja biće kombinacija sigurnosti, dohotka i porasta kapitalne vrijednosti hartija. Specijalizovani fondovi, recimo, biće usmjereni na formiranje portfolija vezanog za jednu industriju, geografsku oblast, ili segment tržišta kapitala. Etički fondovi biće zadužbinskog karaktera i formiraće portfolio prema moralnim, religioznim i sličnim principima.

Posebno treba istaći neke od tipova fondova koji ne izražavaju samo određenu strukturu portfolija nego imaju i niz sopstvenih karakteristika, a koji bi mogli biti relativno lako inkorporirani i kod nas. To su:

- nacionalni fondovi,
- zemljišni fondovi,
- fondovi rizičnog kapitala,
- fondovi tržišta novca.

Nacionalni fondovi predstavljaju oblik fondova (najčešće zatvorenog tipa) koji ulažu u hartije od vrijednosti kompanija iz drugih zemalja. Značajna je posljednjih godina aktivnost nacionalnih fondova za portfolio ulaganja u zemlje koje su na početku razvitka tržišta hartija od vrijednosti. Ovi fondovi pokazuju mnogo veći rizik za ulagače, ali, s druge strane, stimulišu razvoj tržišta hartija od vrijednosti i njegovu internacionalizaciju.

Zemljišni fondovi ulažu u zemljište koje može donijeti direktan prihod (rentu) ili koje omogućavaju kapitalnu dobit kroz uvećanu cijenu na tržištu. Ovi fondovi ulagače i u stanove, poslovni prostor, izgrađeno zemljište, ali se ne mogu angažovati za špekulativna ulaganja. Zemljišni fondovi zahtijevaju posebna znanja za upravljanje portfoliom s obzirom na specifičnu oblast ulaganja.

Fondovi rizičnog kapitala investiraju u akcije malih i srednjih preduzeća koja nisu kotirana na berzi ili su eventualno tehnološki savremenijeg nivoa. Svrha ulaganja u ovaj tip preduzeća je realizacija kapitalne dobiti koja se formira rastom cijena akcija ovih preduzeća prilikom prijema na berzu ili zbog korišćenja tehnološke rente.

Fondovi tržišta novca formiraju portfolio kratkoročnih hartija od vrijednosti (državne obveznice, diskontne hartije, depozitni certifikati, komercijalni papiri, blagajnički zapisi i sl.) kao i u gotovinu. Značaj ovih fondova izražava se, prije svega, obezbjeđivanjem mogućnosti plasmana kratkoročne likvidnosti ulagača ali i ulaganjem u uslovima neizvjesnosti na tržištu i uslovima tzv. inverzne krive prinosa (kada su kratkoročne kamatne stope više od dugoročnih). U okviru ovog tipa fondova moguća je njihova dalja diverzifikacija, prema posebnoj investicionoj strategiji pojedinih fondova tržišta novca.

Funkcionisanje investicionih fondova

Osnovna funkcija investicionih fondova je transfer rizika ulagača što podrazumijeva niz procedura kao i odgovarajućih institucionalnih rješenja koja tu funkciju realizuju.

Za realizaciju funkcija investicionog fonda bitni su odnosi između *ulagača i fonda, fonda i kompanije za upravljanje portfoliom, fonda i banke-depozitara*, kao i odnos *fonda i okruženja* u kome posluje (tržišnog, administrativnog, fiskalnog).

Odnos ulagača sa fondom počiva na ugovoru o pristupu fondu koji se zasniva kupovinom akcija (udjela) fonda. Ovaj se ugovor oslanja na statut fonda i prospekt koji on emituje a koji odobrava nadležni regulatorni organ.

Prospekt fonda ima obično tri dijela:

- opis fonda i karakteristike hartija od vrijednosti koje emituje,
- tehnički detalji o fondu i njegovim metodama investiranja,
- finansijski izvještaji sa revizorskim mišljenjem.

Pored toga, prospekt će sadržati i druge informacije, posebno one koje se tiču faktora rizika iz poslovanja, poreskog statusa, provizije za upravljanje portfoliom, strukture portfolija, cijenu akcije (NAV) itd.

Ulagrač ima pravo povlačenja iz ugovora (raskid ugovora) ukoliko mu prospekt fonda nije bio dostupan.

Odnos fonda i društva za upravljanje, koje je obično sponzor fonda, zasniva se na ugovoru o nalogu. Društvo pruža usluge investicionog konsaltinga, aranžira transakcije, prikuplja novac emitovanjem akcija, plasira sredstva i saraduje s bankom depozitarom. Upravljačka kompanija je odgovorna za rezultate fonda.