

PORTFELJ NALOŽB ZA OHRANJANJE VREDNOSTI PREDPLAČIL

Darko Tanko
Geodetski zavod Slovenije, Ljubljana
Prispelo za objavo: 19.9.1994

Izvleček

Geodetsko podjetje lahko zaradi narave dela in specifičnega položaja posameznih naročnikov pridobi ob podpisih pogodb sorazmerno velika finančna sredstva kot predplačilo. Na tak način si naročniki zagotovijo določene ugodnosti, podjetje pa možnost, da pridobljena sredstva uporabi ne le za zagotavljanje tekoče likvidnosti, ampak da poleg ohranjanja njihove realne vrednosti doseže ekstra dobiček. To lahko doseže s sestavo portfelja naložb, kjer z njihovo diverzifikacijo zmanjša tveganje.

Ključne besede: *diverzifikacija, donosnost, finančni trg, Geodetski dan, koeficient tveganja, likvidnost, naložbe, portfelj, predplačilo, Radenci, 1994*

Abstract

Each geodetic firm may due to the nature of the geodetic work and specific state of its customers collect some payments in advance. In such a way customers are ensured some benefits where as the firm has an opportunity to use the money not only to assure a permanent payment capability but also to preserve the value of money, and perhaps to gain some extra profit. This may be reached by means of portfolio investments where with their diversification risk is reduced.

Keywords: *advanced payment, diversification, financial market, Geodetic workshop, investments, liquidity, portfolio, profit, Radenci, risk, 1994*

1. UVOD

Dinamika plačil ob izvajanju posameznih geodetskih del včasih predvideva tudi manjše ali večje predplačilo. Na tak način si poizkuša naročnik zagotoviti ohranjanje vrednosti zbranih sredstev oziroma kake dodatne ugodnosti, kot so npr. nižja cena, hitrejši rok izvedbe in podobno. Kljub relativno uspešnemu zniževanju stopnje inflacije v Sloveniji je ta še daleč od tega, da bi njen vpliv ne rušil pogojev za pametne gospodarske odločitve. Mesečno nihanje od 1-2 % še vedno znese 19 % v obdobju september 93 – avgust 94, kar je okrog petkrat preveč, da bi lahko govorili o stabilnih razmerah. Zato mora vsako podjetje poskrbeti, da ohranja vrednost predplačil. V ta namen mora določiti optimalno sestavo naložb – portfelj naložb, ki

mora biti tak, da zagotavlja primerno donosnost, likvidnost in plačilno sposobnost ob dovolj veliki varnosti (Zbašnik 1994). Zaradi opisanih razmer mora vsako geodetsko podjetje izdelati strategijo optimalnega načina ohranjanja vrednosti predplačil. Za to obstaja več možnosti:

- naložbe v lastno proizvodnjo
- naložbe v razvoj novih tehnologij
- naložbe v opremo
- naložbe v različne vrednostne papirje
- vezava sredstev v banki.

2. PREDPOSTAVKE IN OMEJITVE

Gospodarska situacija

Gospodarska situacija v Sloveniji je slaba. Zelo veliko podjetij posluje na robu preživetja, kar povečuje finančno nedisciplino. Mnoga podjetja živijo pretežno na račun akumulacije drugih, namesto da bi se, kot je normalno, akumulacija prelivala k najuspešnejšim investitorjem.

Terminski plani izvedbe del ter prilivov in odlivov sredstev

Pred vsako odločitvijo o načinu uporabe predplačil moramo s pomočjo terminskega plana izvedbe del in priliva sredstev ugotoviti tudi časovno porabo sredstev na pogodbenem delu. Na podlagi le-te lahko ugotovimo količino razpoložljivih sredstev po posameznih časovnih obdobjih. Šele ko imamo dinamiko plačil narejeno za vsa dela v izvajanju, lahko planiramo, kako bomo plasirali presežek plačil.

Finančni trg

Naš finančni trg še ni urejen, kot je to običaj v normalno razvitih gospodarstvih. Prehod iz dirigiranega gospodarstva bo dolgotrajen, kar pomeni, da tudi finančnega trga ni mogoče uvesti čez noč. Še posebej se to opazja na trgu kapitala, kjer včasih gibanja borznih tečajev posameznih lastniških papirjev (npr. denice Dadas, Probanke) zavzemajo neslutene vzpone in padce, kar kaže predvsem na špekulativno igranje z njimi. Majhnost tega trga deluje omejujoče, še posebej, ker privatizacija še nima vpliva. Na ljubljanski borzi kotira sorazmerno malo delnic in obveznic. Ocenjujem, da bo ta trg postal zanimivejši in zanesljivejši šele po preteku moratorija na prodajo delnic iz naslova lastninjenja. Seveda pa je sedaj priložnost za najbolj špekulativne poteze. Nekoliko so se stabilizirale razmere pri poslovanju z dolžniškimi papirji, kjer prevladujejo obveznice RS1 in RS2, katerih tečaja sta se ustalila.

Trg denarja je zaradi nelikvidnih bank ravno tako nestabilen, edini temelj stabilnosti predstavlja ravnanje centralne banke (Banka Slovenije), ki z nizko emisijo in drugimi ukrepi ekonomske politike kroti inflacijska gibanja in preprečuje porabo več akumulacije, kot je ustvarjena. Tudi trg kredita ima pri nas določeno posebnost. Posojanje denarja poteka tudi med samimi gospodarskimi subjekti (sivi trg kredita) na podlagi Zakona o finančnem poslovanju in Zakona o podjetjih. Slovenski trg ima, zaradi svoje majhnosti pomembno, a na žalost inomejvalno vlogo pri zmanjševanju stroškov. To še posebej velja za geodetsko dejavnost, kjer je določena oprema predraga in pretirano zmogljiva, če se uporablja na tako majhnem prostoru. Ena najpomembnejših omejitev je še pomanjkanje

podatkov o povprečnih donosih posameznih panog, da ne govorimo o pomanjkljivih informacijah o „zdravju“ naših podjetij.

3. TEORETIČNE OSNOVE

V svetovni literaturi s področja ekonomike podjetja je vedno vsaj eno poglavje posvečeno izgradnji portfelja različnih vrednostnih papirjev, s katerim si posamezno podjetje predvsem glede kriterijev varnosti, likvidnosti in donosnosti zagotavlja uspešnost naložb presežnih sredstev. Ni pa zaslediti teoretičnega analiziranja portfelja iz širše palete naložb, kot so poleg različnih vrednostnih papirjev še vlaganje v lastno proizvodnjo, zaloge, novo opremo, razvoj ipd. To je namreč tema, ki je za teoretična razglabljanja preveč odvisna od dejavnosti, značilnosti podjetja in njegove strateške usmeritve. Menim, da je na slovenskem trgu v sedanjem času ravno taka disperzija naložb ključnega pomena, saj je brez vključitve našega trga vrednostnih papirjev v mednarodni finančni trg izbira preslaba in še vedno precej nezanesljiva. Seveda veljajo, poleg določenih specifičnosti, tudi za prej omenjene vrste naložb enake zakonitosti kot za vrednostne papirje. Naj navedem le najpomembnejše.

Pričakovana donosnost

Pričakovana donosnost je odvisna od stopnje donosnosti in verjetnosti dogodka, ki naj bi se zgodil v prihodnosti (Zbašnik 1994). Kako je verjetnostna porazdelitev osredotočena okrog pričakovane vrednosti, nam pokaže standardni odklon. Seveda pa velja tudi pri izgradnji portfelja pravilo investicijskih odločitev, da mora biti seštevek vrednosti bodočih donosov večji od vrednosti investicije. Za izračun zahtevane stopnje donosa naložb se v svetu uporablja predvsem Capital Assets Pricing Model (CAPM), ki upošteva, da se vrednost naložbe oblikuje skladno z njihovo tveganostjo v primerjavi z donosnostjo netveganih naložb. Zaradi prej opisanih razmer je pri nas težko (ali skoraj nemogoče) izračunati zahtevano stopnjo donosa. Znana namreč ni niti mera tveganja za posamezne dejavnosti niti koeficient b , ki predstavlja merilo tveganosti vrednostnega papirja (ali pa kakšne druge vrste naložb) in je odvisen predvsem od bonitete izdajatelja vrednostnega papirja, oziroma od večje ali manjše stabilnosti donosov posameznega podjetja. Ker se koeficient b izračuna na podlagi večletnih gibanj vrednosti posameznih vrednostnih papirjev na trgu, isto pa velja tudi za povprečne donose posameznih panog, bomo morali v Sloveniji na dovolj zanesljive podatke še nekoliko počakati (najmanj nekaj let po zaključenem lastninjenju).

Tveganje

Vsako odločitev spremlja določeno tveganje. Le-to skušamo zmanjšati z različno kombinacijo posameznih naložb. Ker je tveganje v obratnem sorazmerju z donosnostjo, bomo z znižanjem tveganja znižali tudi povprečni donos (Zbašnik 1994). Koeficient tveganja b pa kaže tudi boniteto posameznega izdajatelja vrednostnih papirjev in korigira premijo za tveganje.

Likvidnost

Za nemoteno poslovanje podjetja je treba imeti portfelj naložb, ki bo omogočal hitro zamenjavo naložb v denar in ob tem zagotavljal doseganje osnovnega cilja formiranja.

Varnost

V našem prostoru je varnost naložbe (predvsem na finančnem trgu) ena pomembnejših postavk pri izdelavi portfelja. Kaj nam pomaga visoka donosnost, če gre npr. kupec izdelkov v stečaj, če se trg zmanjša (primer Jugoslavije), če cena delnic iz „neznanih vzrokov“ pade ipd.

Število naložb

Teorija priporoča 5 do 15 različnih vrednostnih papirjev, kar lahko velja seveda za vse naložbe. Izbrano število je odvisno predvsem od postavljenih ciljev, kriterija donosnosti in strokovne usposobljenosti z upravljanjem s portfeljem, kar je še posebno pomembno pri tako veliki diverzifikaciji, ko v portfelj vključimo več vrst naložb.

4. ANALIZA MOŽNIH NALOŽB

Plasiranje predplačila na sivem kreditnem trgu

Zahtevana donosnost take naložbe je 20-25 % z dodatkom revalorizacije zaradi inflacije (R). To je najrizičnejši način plasiranja predplačil (nelikvidnost podjetij, stečaj) in seveda tudi najdonosnejši, če dobimo posojilo vrnjeno. Posojilojemalci so običajno podjetja, ki ga uporabljajo kot premostitvena sredstva, običajno na odpoklic. Zelo pomembno pri tem načinu plasmaja predplačil je, da preverimo boniteto posojilojemalca in zahtevamo zavarovanje vračila posojila prek bančne garancije ali pa vsaj z akceptnim nalogom. Na podlagi zgornjih podatkov lahko z izpeljavo formule za izračun zahtevane donosnosti izračunamo tudi povprečni β podjetij, kamor lahko plasiramo naša presežna sredstva.

$$b = \frac{k_i - k_{rf}}{k_m - k_{rf}}$$

k_i	=	23%	(zahtevana donosnost)
k_{rf}	=	8%	(donosnost netveganih naložb)
k_m	=	18%	(povprečna donosnost panoge)

$$\beta = 1,5$$

Vežani depoziti bankam

Običajna letna obrestna mera se giblje okrog 8,5-9,5 % z dodatkom R. Ta način je najbolj zanesljiv, seveda na račun višine obresti. Običajno se sklene pogodba od enega do treh mesecev, ali pa tudi na odpoklic nekaj dni. Ta način je eden tistih, ki zagotavljajo največjo mero likvidnosti.

Nakup dolžniških papirjev

Najpopularnejše so državne obveznice (RS1, RS2 in druge). Donos je okrog 9 % letno z dodatnim upoštevanjem valutne klavzule. Sama naložba izgleda

zanimiva, vendar pa uporaba valutne klavzule zaradi delno neusklajenega tečaja lahko prinese določena odstopanja v donosih. Precej težav so tem vrstam vrednostnih papirjev naredili tudi problemi z obveznicami iz Trbovelj, Postojne in pa seveda še cestne obveznice iz preteklosti. Zaradi garancije države je donos teh obveznic tudi višina nerizične obrestne mere (k_{rf}).

Nakup lastniških papirjev

Ta trg je še precej nezanesljiv. Poglejmo le gibanje delnic Dadas, Probanke v ne tako daljni preteklosti in pred dvema mesecema. Po nenormalni rasti je seveda sledil padec, ki je streznil marsikaterega vlagatelja. Poleg tega pa je naš trg bistveno premajhen. Vsaka večja transakcija močno vpliva na tečaje. Vprašanje je, ali se brez vključitve v mednarodno trgovino lastniških papirjev lahko v doglednem času pričakuje stabilizacija tega trga, ne glede na to, da bo po lastninjenju (zaradi zakonskih omejitev prodaje bo treba čakati vsaj še dve leti po lastninjenju) ta trg precej večji in stabilnejši. Donosi so tu največji, prav tako pa tudi izgube, tako da bi težko rekel, da je v tem trenutku naložba v nakup lastniških papirjev primeren način ohranjanja vrednosti predplačil. Kljub vsemu pa nekaj teh delnic le odstopa od ostalih (Kompore 1994). Trenutno je kar solidna delnica borzno posredniške hiše Nika, ki je tudi zelo likvidna. Problem so velika nihanja tečajev in lahko se zgodi, da bo ob oddaji prispevka njena solidnost enaka zgrešeni investiciji.

Kreditiranje lastne proizvodnje drugih programov ali izdelkov

Velikokrat so predplačila zelo dobrodošel način za premagovanje problemov slabe plačilne sposobnosti posameznih investitorjev. V takem primeru pozitivnega učinka v obliki obresti (r) ni, razen če storitev prodamo z večjim dobičkom, kot je običajno, kar pa je v današnjih časih izredno težko. Kljub določenim (že naštetim) slabostim pa je ta način velikokrat uporabljen.

Kreditiranje lastnega razvoja

Na žalost tak način ni veliko uporabljan. Z dobrim marketingom in razvojem so ta sredstva najcenejša pot do novih izdelkov, ki vložena sredstva najbolje povrnejo, v najugodnejših primerih celo v poslih, kjer smo pridobili predplačila. Osvojitve novih tehnologij, lahko celo samo nakup novejših (hitrejših, zmogljivejših) programske opreme, ima v geodeziji lahko ekstremne učinke, ki povečajo zmogljivosti in hitrosti tudi do 30-40 %, ali pa v izjemnih primerih celo več. Ker je učinek konstanten in dolgotrajen, je tak način priporočljiv, čeprav lahko pozvoroči slabšo likvidnost, saj se sredstva ne povrnejo takoj, ampak med proizvodnjo.

Nakup opreme

Tudi nakup opreme je lahko velikokrat najboljši način za plemenitenje predplačil. Včasih so ta sredstva nujno potrebna zaradi investicije in če je investicija uspešna, so prihranki v denarju že na projektu, katerega predplačilo smo porabili za investicijo. Pri vlaganju v opremo je treba paziti na zastarevanje opreme, kar je lahko vzrok za slabo naložbo.

Nakup zalog

Nakup zalog je lahko strateškega pomena in le kot takega ga lahko upoštevamo kot alternativo ostalim možnostim. Včasih, ko je bil problem zagotavljanja potrebnega repromateriala zelo velik, je bil tak plasman predplačil vsekakor opravičljiv. Danes veliko bolj pazimo na stroške skladiščenja, denar prepočasi kroži ipd. Prav tako pa, vsaj kar se tiče geodetske dejavnosti, zaloge vrednostno niso pomembne in imajo poleg posebnih materialov kratke dobavne roke, tako da jih v sestavo portfelja ni smiselno vključiti.

5. IZBOR NALOŽB ZA SESTAVO PORTFELJA

Teško je sestaviti optimalni portfelj naložb brez podatkov o dolgoletnih donosih, o bonitetah izdajateljev vrednostnih papirjev, bonitetah podjetij, ki potrebujejo finančna sredstva ipd. Zato je spodnji predlog le ena od morebitnih variant, ki predvsem zaradi naložb v nove tehnologije in opremo (investicije v nove izdelke in izboljšavo starih) zagotavlja dovolj velik donos. S tem namenom bi bilo željeno še povečati njihov delež, vendar zaradi zagotavljanja likvidnosti to ni priporočljivo. Posebej moram še enkrat poudariti, da še ni čas za večji delež delnic v portfelju.

PORTFELJ NALOŽB			
Vrsta naložbe	Delež v portfelju	Donos v 1993 brez R	Ponderirani donos
<i>Sivi kreditni trg</i>			
Podjetje A	0,05	18	0,9
Podjetje B	0,1	17	1,7
<i>Vezani depozit bankam</i>			
Poštna	0,05	9	0,45
SKB	0,15	9,5	1,425
<i>Obveznice</i>			
RS1	0,08	8	0,64
RS2	0,08	8,3	0,664
<i>Delnice</i>			
SKB P	0,12	37	4,44
<i>Lastni razvoj</i>			
digitalizacija ZKN	0,1	15	1,5
<i>Nakup opreme</i>			
Totalne postaje	0,17	18	3,06
Oprema za DK	0,1	14	1,4
SKUPAJ	1		16,179

Preglednica: Izbrani portfelj naložb

Pri tako izbranem portfelju je torej povprečni donos 16,2 %. (op. Vrednost SKB p je medtem močno padla, kar dokazuje, da lastninskih vrednostnih papirjev še ni smiselno vključevati v portfelj).

6. ZAKLJUČEK

Optimalen plasma presežnih finančnih sredstev je pogoj za ohranjanje njihove realne vrednosti. S pravilno sestavo portfelja naložb (predvsem s potrebno diverzifikacijo) pa se poleg zagotavljanja likvidnosti lahko doseže tudi določen ekstra dobiček. Vendar pa je dobiček odvisen predvsem od srečne roke, saj je tveganje veliko zaradi značilnosti slovenskega finančnega trga, ki se pravzaprav šele približuje lastnostim zahodnih finančnih trgov. Delnic posameznih podjetij in investicijskih skladov zaenkrat ni priporočljivo vključiti v portfelj (razen z zelo majhnim deležem), ker zaradi neurejenega trga donosnost ne opravičuje izjemno velikega tveganja. Upam, da bo nedavno sprejeti Zakon o trgu vrednostnih papirjev pripomogel k večji urejenosti tega segmenta slovenskega finančnega trga, kar bo lahko eden od vzrokov, da se delnice lahko normalno vključijo v vsak portfelj. Zato lahko za zaključek navedem naslednje: „Brez izpeljanega lastninjenja in pa v drugi fazi odprtja tega trga (kar bo daljnja posledica lastninjenja) svetovnemu finančnemu trgu bo izredno težavno sestaviti tak portfelj naložb, ki bo zagotavljal uspešno naložbo presežnih finančnih sredstev“.

Literatura:

Gospodarski vestnik, Časopis Finance, Ljubljana.

Kompare, M., 1994, Odločanje o gospodarjenju z vrednostnimi papirji, MBA – seminarska naloga, Maribor.

Kralj, J., Repovž, L., 1980, Finančno upravljanje OZD, Gospodarski vestnik, Ljubljana.

Melavc, D., 1990, Kako gospodariti, Moderna organizacija, Kranj.

Samuels, J., 1992, Management of Company Finance, Chapman & Hall, London.

Zbašnik et al., 1993, Mednarodni fin. management, MBA – gradivo za predavanja, Maribor.

Recenzija: *Darko Čelešnik (v delu)*
Borut Pegan Žvokelj