

Ljiljana Jeremić

OSNOVI FINANSIJA

Ljiljana Jeremić



OSNOVI FINANSIJA

Beograd 2008.

OSNOVI FINANSIJA

Autor:

Doc. dr Ljiljana Jeremić

Recenzenti:

Prof. dr Budimir Stakić

Prof. dr Stojan Dabić

Izdavač:

UNIVERZITET SINGIDUNUM

Beograd, Danijelova 32

Za izdavača:

Prof. dr Krunoslav Čačić

Lektura i korektura:

Dušan Pavlović

Tehnička obrada:

Njeguš Novak

Dizajn korica:

Aleksandar Mihajlović

Godina izdanja:

2008.

Tiraž:

100 primeraka

Štampa:

ČUGURA print, Beograd

www.cugura.co.yu

ISBN:



TABELA SADRŽAJA

I DEO: FINANSIJE I FINANSIJSKI SISTEM

1. Predmet proučavanja savremenih finansija4
2. Finansijski sistem 13

II DEO: NOVAC I MONETARNA POLITIKA

3. Novac 48
4. Novac i platni sistem 70
5. Predviđanje novčanih tokova 84

III DEO: BANKARSKI SISTEM

6. Banke 105

IV DEO: POSLOVNE FINANSIJE

7. Finansiranje poslovanja preduzeća 122
8. Trošak kapitala i klasifikacija rizika nenaplativosti 139
9. Odluka o finansiranju 153
10. Struktura finansiranja preduzeća 180

V DEO: INVESTIRANJE

11. Determinante investiranja 198
12. Primena procene metoda u specifičnim slučajevima
investiranja 218

VI DEO: JAVNE FINANSIJE

13. Javne finansije 250
14. Javni dug i javni zajam 277
POJMOVNIK – Rečnik pojmova 289



SADRŽAJ

| | |
|-----------------|----|
| PREDGOVOR | IX |
|-----------------|----|

I DEO: FINANSIJE I FINANSIJSKI SISTEM

| | |
|---|----|
| Rezime | 2 |
| 1. Predmet proučavanja savremenih finansija | 4 |
| 1.1. Finansije u eri tehnološke inovacije | 7 |
| 1.2. Rizik kao faktor promena u finansijskoj teoriji i praksi | 8 |
| 1.3. Cilj i uloga upravljanja finansijama | 10 |
| Provera znanja | 11 |
| Bibliografija | 11 |
| 2. Finansijski sistem | 13 |
| Rezime | 13 |
| 2.1. Finansijski tokovi | 15 |
| 2.2. Finansijski posrednici | 19 |
| 2.2.1. Osiguravajuća društva | 19 |
| 2.2.2. Penzioni fondovi | 20 |
| 2.2.3. Investicioni fondovi | 21 |
| 2.3. Finansijski instrumenti: hartije od vrednosti | 23 |
| 2.3.1. Akcije | 24 |
| 2.3.2. Obveznice | 26 |
| 2.3.3. Prednosti i nedostaci akcija u odnosu na obveznice | 26 |
| 2.3.4. Ostale značajnije hartije od vrednosti | 28 |
| 2.4. Finansijsko tržište | 28 |
| 2.4.1. Primer: Regulatorna rada finansijskih tržišta | 34 |
| 2.5. Finansijska regulatorna | 42 |
| 2.6. Javne finansije i finansijsko pravo | 42 |
| 2.6.1. Međunarodne finansijske organizacije | 43 |
| Provera znanja | 44 |
| Bibliografija | 44 |

II DEO: NOVAC I MONETARNA POLITIKA

| | |
|---|-----|
| Rezime | 48 |
| 3. Novac | 49 |
| 3.1. Značaj i uloga novca | 50 |
| 3.2. Ponuda novca i monetarna politika | 52 |
| 3.2.1. Monetarni agregati | 53 |
| 3.2.2. Eskontna stopa | 56 |
| 3.2.3. Obavezna rezerva | 56 |
| 3.3. Uticaj monetarne politike na privredu | 58 |
| 3.4. Makroekonomski okvir u Srbiji | 64 |
| Dodatak A: Ciljevi monetarne politike za 2007. godinu | 67 |
| Provera znanja | 69 |
| Bibliografija | 69 |
| 4. Novac i platni sistem | 70 |
| Rezime | 70 |
| 4.1. Novac i platni sistem | 71 |
| 4.2. Likvidna aktiva | 74 |
| 4.3. Likvidnost | 75 |
| 4.4. Pojam novčanog toka | 77 |
| 4.4.1. Pojam naplate | 78 |
| 4.4.2. Neto novčani tok | 79 |
| 4.4.3. Potencijalni novčani tokovi | 81 |
| Provera znanja | 83 |
| Bibliografija | 83 |
| 5. Predviđanje novčanih tokova | 84 |
| Rezime | 84 |
| 5.1. Procedure i predviđanja novčanih tokova | 85 |
| 5.1.1. Metodi rada u praksi | 91 |
| 5.2. Optimizacija upravljanja novčanim tokovima | 92 |
| 5.2.1. Uloga i cilj upravljanja novčanim tokovima | 93 |
| 5.2.2. Izbor instrumenata plaćanja | 96 |
| Provera znanja | 100 |
| Bibliografija | 100 |

III DEO: BANKARSKI SISTEM

| | |
|---|-----|
| Rezime | 104 |
| 6. Banke | 105 |
| 6.1. Centralna banka | 107 |
| 6.1.1. Osnovne funkcije centralne banke | 107 |
| 6.1.2. Organizacija centralne banke | 107 |
| 6.1.3. Narodna banka Srbije | 108 |
| 6.1.4. Bankarski sistem Srbije | 111 |
| 6.2. Evropska Centralna Banka | 112 |
| 6.2.1. Evropski sistem Centralnih Banaka (ESCB) | 114 |
| Dodatak B: Centralna banka Italije | 117 |
| Provera znanja | 119 |
| Bibliografija | 119 |

IV DEO: POSLOVNE FINANSIJE

| | |
|--|-----|
| 7. Finansiranje poslovanja preduzeća | 122 |
| Rezime | 122 |
| 7.1. Opšta razmatranja | 124 |
| 7.2. Metodi finansiranja | 126 |
| 7.3. Principi poslovanja banaka i preduzeća | 129 |
| 7.4. Zaduživanje i poslovanje preduzeća | 131 |
| Provera znanja | 137 |
| Bibliografija | 137 |
| 8. Trošak i klasifikacija rizika nenaplativosti | 139 |
| Rezime | 139 |
| 8.1. Rizici poslovanja | 147 |
| 8.2. Rizik nenaplativosti | 147 |
| Dodatak C: Politika dividende | 149 |
| Provera znanja | 152 |
| Bibliografija | 152 |
| 9. Odluka o finansiranju | 153 |
| Rezime | 153 |
| 9.1. Odlučivanje o finansiranju na nivou preduzeća | 155 |
| 9.2. Finansiranje putem sopstvenih akcija | 157 |

| | |
|---|-----|
| 9.3. Metodi procene vrednosti preduzeća u cilju izbora vrste investiranja | 164 |
| 9.3.1. Metod sadašnje neto vrednosti imovine | 166 |
| 9.3.2. Određivanje prinodne vrednosti | 175 |
| Provera znanja | 179 |
| Bibliografija | 179 |
| 10. Struktura finansiranja preduzeća | 180 |
| Rezime | 180 |
| 10.1. Struktura finansiranja i efikasnost | 181 |
| 10.2. Samofinansiranje preduzeća akcijskim kapitalom | 183 |
| 10.3. Finansiranje emisijom akcija | 185 |
| 10.4. Povećanje akcionarskog kapitala uvođenjem na berzu | 188 |
| Dodatak D: Modeli za praktičnu primenu procene vrednosti | 189 |
| D.1. Model stalne, neprekidne, kontinualne rente | 189 |
| D.2. Model Gordon Šapiro | 190 |
| D.3. Model Bejts | 191 |
| D.4. Pojam gudvila i bedvila | 193 |
| Provera znanja | 195 |
| Bibliografija | 195 |

V DEO: INVESTIRANJE

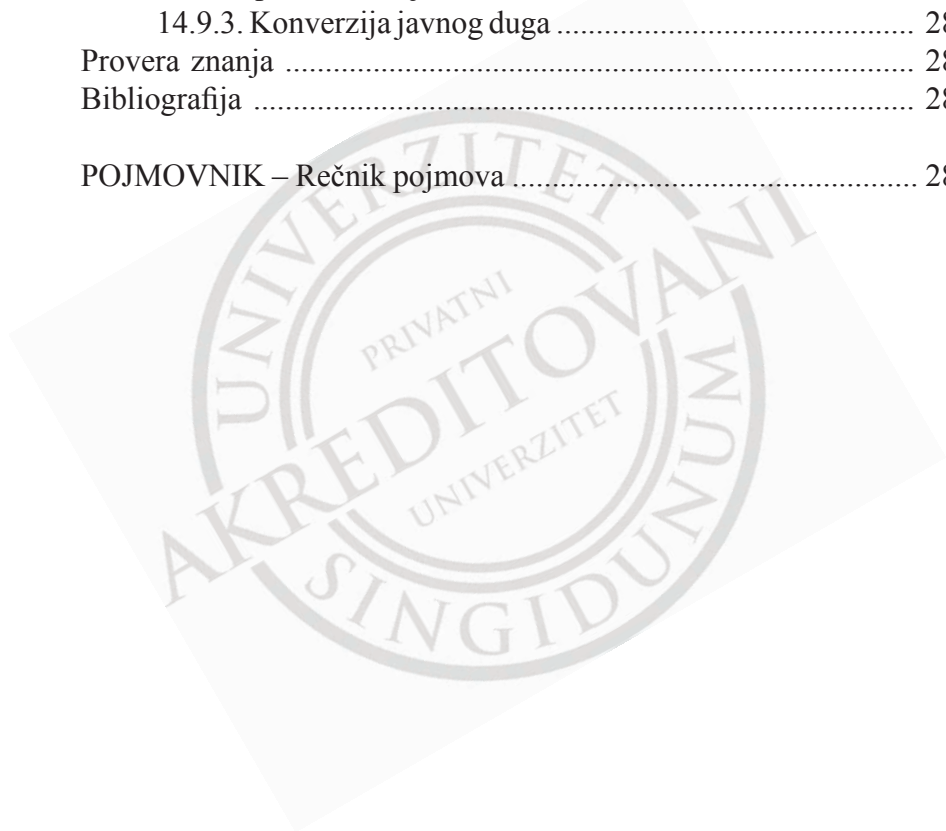
| | |
|---|-----|
| Rezime | 198 |
| 11. Determinante investiranja | 199 |
| 11.1. Pojam investicija (ulaganja) | 201 |
| 11.2. Različiti oblici investiranja | 202 |
| 11.3. Prikaz kriterijuma analize isplativosti investicija | 203 |
| 11.3.1 Analiza isplativosti investicija | 204 |
| 11.4. Prikaz sprovođenja metoda neto sadašnje vrednosti | 210 |
| Dodatak E: Dodata ekonomska vrednost | 212 |
| Provera znanja | 217 |
| Bibliografija | 217 |
| 12. Primena procene metoda u specifičnim slučajevima investiranja | 218 |
| Rezime | 218 |

| | |
|--|-----|
| 12.1. Sprovođenje metoda neto sadašnje vrednosti u praksi | 221 |
| 12.2. Sprovođenje metoda neto sadašnje vrednosti u praksi kod specifičnih oblika investiranja | 226 |
| 12.2.1. Preuzimanje preduzeća | 226 |
| 12.2.2. Dezinvestiranje..... | 230 |
| 12.3. Ocena drugih kriterijuma izbora investicija | 234 |
| 12.3.1. Povraćaj roka otplate | 235 |
| 12.3.2. Interna stopa prinosa | 235 |
| 12.3.3. Prednosti metode neto sadašnje vrednosti u odnosu na druge kriterijume | 237 |
| 12.4. Pokazatelji profitabilnosti investicija | 238 |
| Dodatak F: Racio analiza primenom neuronskih mreža | 238 |
| Provera znanja | 245 |
| Bibliografija | 246 |

VI DEO: JAVNE FINANSIJE

| | |
|---|-----|
| 13. Javne finansije | 250 |
| Rezime | 250 |
| 13.1. Uticaj fiskalne politike na javne prihode i rashode | 251 |
| 13.2. Javni prihodi | 254 |
| 13.2.1. Porezi | 255 |
| 13.2.1.1. Karakteristike i elementi poreza | 255 |
| 13.2.1.2. Elementi poreza | 256 |
| 13.2.2. Poreska kontrola | 258 |
| 13.2.3. Ciljevi i principi oporezivanja | 260 |
| 13.2.4. Vrste poreza | 262 |
| 13.2.5. Poreski sistem i javne finansije R. Srbije | 264 |
| 13.3. Budžet | 266 |
| 13.3.1. Budžet kao instrument ekonomske politike | 269 |
| 13.3.2. Budžetski sistem Republike Srbije | 270 |
| Dodatak G: Zakon o budžetu R. Srbije za 2006. godinu | 273 |
| Provera znanja | 276 |
| Bibliografija | 276 |
| 14. Javni dug i javni zajam | 277 |
| 14.1 Teorije o javnom dugu | 277 |
| 14.2. Klasifikacija javnih dugova | 278 |

| | |
|---|---------|
| 14.3. Osnovni uzroci stvaranja javnog duga | 279 |
| 14.4. Javni dug i javni zajam | 280 |
| 14.5. Amortizacija javnog duga | 281 |
| 14.6. Makroekonomski efekat javnog duga | 282 |
| 14.7. Delovanje ino-duga na nacionalnu privredu | 282 |
| 14.8. Javni dug i kriterijumi konvergencije EMU | 284 |
| 14.9. Metode finansiranja budžetskog deficita | 285 |
| 14.9.1. Kapitalizacija i monetizacija javnog duga | 285 |
| 14.9.2. Deficitno budžetsko finansiranje putem emisije novca | 286 |
| 14.9.3. Konverzija javnog duga | 287 |
| Provera znanja | 288 |
| Bibliografija | 288 |
| POJMOVNIK – Rečnik pojmova | 289 |



Predgovor

Udžbenik Osnovi finansija napisan je prema nastavnom planu i programu istoimenog predmeta za studente druge godine studija fakulteta Univerziteta Singidunum-Beograd. Namera autora je da studentima ovog Univerziteta i široj javnosti pruži uvid u bitne odrednice savremenih finansija, obrađenih u šest delova sa podelama prema sledećoj strukturi:

Prvi deo, u kome se u okviru dva poglavlja obrađuje predmet i cilj proučavanja finansija sa strukturom savremenog finansijskog sistema. Uloga finansijskih tokova, tržišta, posrednika i institucija data je u novom svetlu sveukupnog razvoja.

Savremene finansije su mlada naučna disciplina koja se značajnije razvila krajem prošlog veka. Za razvoj finansija najznačajniji je razvoj informatičkih tehnologija krajem poslednje dekade dvadesetog veka. Paralelno sa razvojem informatičkih tehnologija razvijale su se i finansije, što se ogledalo u savremenim mogućnostima kreiranja novca, novih finansijskih instrumenata i tržišta, kao i načinom prenosa veza. Pojava novih finansijskih instrumenata nametala je potrebu za stvaranjem različitih finansijskih tržišta. Sve ovo je pratio i novi teorijski pristup ekonomiji i finansijama.

Drugi deo se bavi analizom fenomena novca, monetarne politike i kretanja novčanih tokova sa prikazom primenjenih metoda u praksi. Cilj izlaganja je da se prikaže teorijsko-praktični način optimizacije novčanih tokova.

U trećem delu pažnja je usmerena na bankarski sistem, sa prikazom savremenog bankarstva. Dati su primeri centralnih banaka Srbije i Evropske centralne banke.

Četvrti deo objašnjava sistem rada poslovnih finansija, način donošenja odluke o finansiranju, a s tim u vezi i značaj izbora strukture finansiranja. Ovde se takođe objašnjavaju i osnovni modeli procene vrednosti kao preduslov za uvođenje privrednih subjekata na berzu.

Peti deo o investicijama predstavlja srž savremenih finansija. U ovom delu detaljno se objašnjavaju determinante investiranja, kao i nezavisnost odluke o finansiranju i odluke o investiranju. Razvoj nacionalnih ekonomija postao je teško održiv bez novih ulaganja u privredu. Strategija investicija i razvoja izašla je iz okvira nacionalnih ekonomija. Danas je postala vezni element svih svetskih ekonomskih procesa.

Ovakav razvoj doprineo je i drugačijem načinu organizovanja preduzeća po principu vlasničkih hartija od vrednosti, akcija, koje su snažno uticale na razvoj finansijskih tržišta. No, i pored svih finansijskih inovacija vlasnici i investitori su morali da čekaju na realizaciju svojih očekivanja. Tako dolazimo i do

značajnog stuba savremenih finansija, procene rizika. Procena rizika uz procenu finansijske aktive i kretanje novčanih tokova danas predstavlja tri glavna stuba, oslonca, savremenih finansija.

U šestom delu sa objašnjenjem javnih finansija, prikazom fiskalne politike i načina formiranja i raspolaganja budžetom zaokružuje se celina savremenih finansija.

Autor je takođe, shodno savremenim finansijskim kretanjima dopunio određene delove stručnog dela bitnim podacima, kao što su na primer dodata ekonomska vrednost, primena informatičkih tehnologija (neuronskih mreža) za proračun koeficijena poslovanja i slično.

Koristim priliku da se i na ovaj način iskreno zahvalim prof. Dr Milovanu Stanišiću, rektoru Univerziteta Singidunum, prof. Dr Milanu Milosavljeviću, dekanu Fakulteta za poslovnu informatiku, prof. Dr Slobodanu Unkoviću, predsedniku i prof. Dr Krunoslavu Čačiću, dekanu Fakulteta za hotelijerski i turistički menadžment, što su mi poverili ovaj nastavni predmet.

Ovom prilikom želim da izrazim zahvalnost recenzentima prof. Dr Budimiru Stakiću i prof. Dr Stojanu Dabiću, na davanju korisnih sugestija i na uloženom naporu na izradi ovog rada, bez čijih predloga ne bi ni bilo ovog dela. Takođe posebno želim da se zahvalim lektoru Dušanu Pavloviću koji je uobličio izlaganje u duhu razumljivog jezika kao i Novaku Njegušu na inovativnoj tehničkoj obradi.

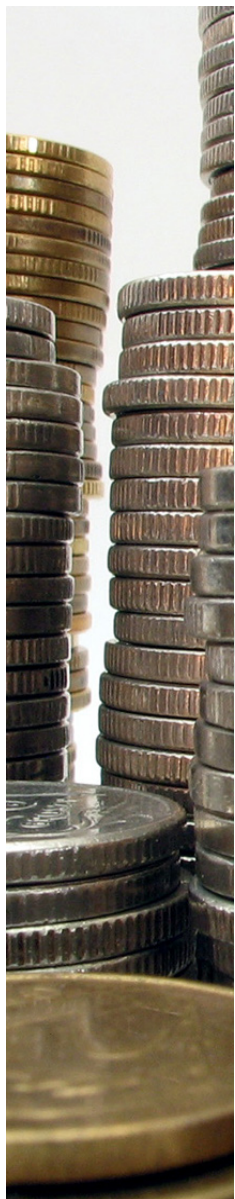
Svakako, sve eventualne propuste prihvata sam autor. Nadam se da će ovo izdanje doživeti korekcije s obzirom na stalne i suštinske promene kojima su podložne savremene finansije.

Beograd, avgust 2007.

Ljiljana Jeremić

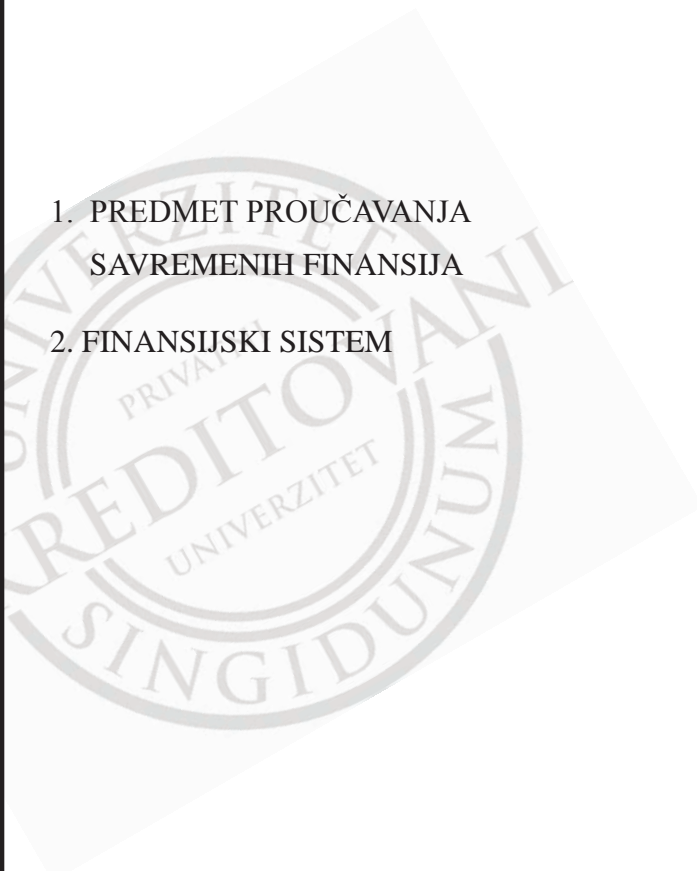
I DEO

FINANSIJE I FINANSIJSKI SISTEM



1. PREDMET PROUČAVANJA
SAVREMENIH FINANSIJA

2. FINANSIJSKI SISTEM



PREDMET PROUČAVANJA SAVREMENIH FINANSIJA

Cilj izlaganja

- Definicija finansija
- Objašnjenje savremenih tehnoloških promena i njihovog uticaja na finansije
- Značaj proučavanja finansija
- Prezentacija organizacije finansijskog sistema, regulative rada finansija, finansijskih tokova, finansijskih posrednika, državnih i paradržavnih finansijskih ustanova

Plan izlaganja

1. Predmet proučavanja savremenih finansija
 - 1.1. Finansije u eri tehnološke inovacije
 - 1.2. Rizik kao faktor promena u finansijskoj teoriji i praksi
 - 1.3. Cilj i uloga upravljanja finansijama

Rezime

Savremene finansije bave se proučavanjem i pronalaženjem efikasnog oblika korišćenja i ulaganja novčanih resursa za potrebe pojedinaca, preduzeća, države i raznih drugih organizacija. One pomažu da se sredstva ulože uz najmanji mogući rizik u nekom vremenskom periodu. U tom smislu prihvatljiva je sledeća definicija: "Savremene finansije se bave proučavanjem alokacije retkih resursa u jedinici vremena."¹ Način ulaganja ili alokacija novčanih resursa odlikuje se potrebom za donošenjem dve vrste odluka. Prva

¹ Z. Bodie, R. Merton, *Finance*, éd. française dirigée par C. Thibierge, Pearson Éducation, France, 2001 str.1

se odnosi na prihode i troškove koji tom prilikom nastaju, a druga na procenu prihoda i troškova, zato što oni nisu unapred poznati.

Sve ove aktivnosti obavljaju različiti učesnici u okviru određenih sektora datog finansijskog sistema. Finansijska teorija posmatra nekoliko vrsta učesnika koji posluju u okviru različitih sektora, kao organizacioni oblici, npr. preduzeća, finansijski posrednici i državni organi. Uopšteno govoreći, u privredi se obavlja proizvodnja, stvaraju prihodi, a potom se ostvareni dohoci raspodeljuju na različite učesnike. Postoji kružni tok kretanja sredstava. Tako na primer, prihodi po osnovu zarade koji dobijaju proizvođači i upravljačka struktura, javljaju se potom na tržištu kao tražnja za različitim oblicima roba i usluga. Vlasnici finansijske aktive na primer akcionarskog kapitala, koji po tom osnovu ostvaruju prihod u obliku dividende, takođe učestvuju u kupovinama prema svojim potrebama. Kroz segment finansija obavljaju se svi oblici kupovine i potrošnje za potrebe svih sektora, stanovništva, privrednih i uslužnih delatnosti i države.

U savremenim uslovima finansije imaju ulogu da putem finansijske teorije objasne i ispitaju sve vrste bitnih elemenata u cilju donošenja i načina primene finansijskih odluka u praksi. To se odnosi na razmatranje potrebnih elemenata za finansijske odluke, a koji se koriste za odlučivanje o plasmanu novčanih sredstava za sektore privrede i usluga, odluke o štednji za sektor stanovništva, odluke o obliku finansiranja za sektore privrede i države, i odluke o optimizaciji rizika. Na osnovu prethodno navedenih elemenata vidi se da je za donošenje odluka uvek vezana neizvesnost realizacije u budućnosti. Pod tom neizvesnošću podrazumeva se pojam rizika. Najveće finansijske inovacije poslednjih decenija izvršene su u segmentu upravljanja rizikom.

Što se tiče pitanja odlučivanja u sektoru privrede donošenje odluka se sprovodi u vezi sa tri važne oblasti. To su odluke o izboru investicija, strukture finansiranja i sprovođenja upravljanja. Isto tako odluka o raspodeli profita odnosno dividendi je važna zato što su upravljači prvenstveno zainteresovani da uvećaju svoje bogatstvo. Osnovni uslov za donošenje ovih odluka, je pretpostavka da se donose na bazi kretanja ekonomskih tokova u uslovima savršenog finansijskog tržišta. Savršenost finansijskog tržišta podrazumeva jednaku mogućnost informisanja svih učesnika u pogledu ukupnih kretanja i promena. Samo na takvom tržištu mogu da se donesu

ekonomske odluke koje će da omoguće maksimizaciju vrednosti imovine vlasnika preduzeća, što inače predstavlja osnovni ekonomski interes.

KLJUČNE REČI: Finansije • finansijske inovacije • alokacija finansijske aktive • maksimizacija dobiti • rizik ulaganja

1. PREDMET PROUČAVANJA SAVREMENIH FINANSIJA

U savremenim uslovima poslovanja finansije su poprimile potpuno drugačiji oblik i tok u odnosu na vremenski period, ne tako dalekih, pedesetih godina prošlog veka. Slobodno se može reći da je vizionarski stav profesora R.M.Solow izrečen sredinom XX veka, sada u potpunosti ostvaren. U jednom od svojih radova izneo je mišljenje o stavovima naučnika, ekonomskih teoretičara², svojih savremenika: "...Mislim da većina ekonomista oseća da je makroekonomska teorija prilično završena.... Osnovne crte vladajuće teorije godinama se nisu menjale. Preostaje samo trivijalan posao da se ispune prazne kućice, a za to neće trebati više od, maksimalno, 50 godina koncentrisanog napora..."

Ovaj, za to vreme prilično vizionarski stav, pokazao se u današnjim uslovima, kao potpuno tačan. Na polju makroekonomske teorije prihvaćene su osnovne postavke. Razlike među današnjim stavovima uglavnom su jasno podeljne, ali pri sprovođenju konkretne ekonomske politike uvek imamo mešavinu instrumenta i mera, kako monetarnih tako i fiskalnih pristalica. Naravno, uvek uslovno uzimamo podelu na čiste monetariste i fiskalne teoretičare. Zato nije neuobičajeno da se danas sa pravom postavlja pitanje, nisu li svi savremeni ekonomski teoretičari pomalo kejnizajnci?

Kao u svakoj naučnoj oblasti, tako i finansijama, postavlja se pitanje popunjavanja tih praznih kućica empirijskim sadržajem. U savremenim finansijama određena su pitanja koja se neće postavljati zato što su sve hipoteze u velikoj meri već razvijene. Popunjavanje tih praznih kućica u finansijama vrši se pomoću jednog potpuno asimilovanog pristupa sa matematičko-statističkim metodama.

Sve nas to dovodi do ideje da je bavljenje i proučavanje savremenih finansija određeno osnovnim pitanjima o donošenju odluka o finansiranju.

2 R. M. Solow, *Economic Growth and Residential Housing* u M.D. Ketchman, L.T. Kendall, *Readings in Financial Institutions*, N. York, 1965, str.146

Vodeći svetski teoretičari slažu se da **današnje savremene finansije za predmet proučavanja imaju način upravljanja finansijskim tokovima, investicijama i rizikom.**

U tom smislu već je obavljena specijalizacija u okviru ovih područja koja je rezultirala gomilanjem velikog broja podataka i činjenica. Savremeni metodi omogućuju da se svi relevantni podaci klasifikuju, kako bi mogle da se donesu efikasne odluke, odnosno da se izvrši selekcija uz pomoć statističko-matematičkih metoda. Da bi se to stručno dobro obavilo potrebno je, kao prvo, da postoji konzistentan teorijski stav, a drugo, odgovarajući metodi za klasifikaciju finansijskih instrumenata.

Savremeni finansijski sistemi sa razgranitim, mnogobrojnim finansijskim instrumentima predstavljaju veoma bogatu riznicu ljudskog uma. Brojni, do sada objavljeni, radovi iz oblasti savremenih finansija sadrže potpunu doslednost matematičke strukture i intelektualnu povezanost sa modelima ekonomske teorije. Po pitanju razvoja ovih delova postoji potpuni kontinuitet, koji ne treba posmatrati samo kao puko istosmerno shvatanje, već kao potpunu, iscrpnu razradu podataka.

Usled brzog razvoja informatičkih tehnologija, oblast finansija bila je primorana da prati sve tehnološke inovacije savremenih informatičkih tehnologija i sistema. Značajna tehnološka dostignuća omogućila su da savremeni finansijski sistem prekorači fizičke granice na veoma brz i efikasan način. Ubrzan razvoj informatičkih tehnologija, naročito sistema veza i uspostavljanje jakih baza podataka, istovremeno je podsticao brz razvoj finansijskih instrumenata.

Paralelno sa razvojem potpuno novih finansijskih instrumenata kao što su opcije, fjučersi i drugi razvijala su se nova finansijska tržišta. Ovaj ubrzan razvoj naročito je pokrenut u periodu 90-tih godina dvadesetog veka.

Sam predmet proučavanja finansija se zasniva na različitim novčanim odnosima kao što je finansiranje procesa proizvodnje, raspodele ostvarenih rezultata i zadovoljenja potreba pojedinaca i države. Osnovna aktivnost finansija je određena predmetom proučavanja finansija. U tom smislu obavlja se aktivnost u pogledu primene određenih tehnika koje pojedinci i organizacije koriste da bi upravljali svojim poslovima u cilju ostvarenja dohotka i razvoja, kao i praćenjem rizika investiranja koji se tom prilikom javlja. U zavisnosti od predmeta proučavanja mogu da se prate različite oblasti novčanih odnosa kao što su:

- Kretanje novca i drugih oblika finansijske imovine
- Upravljanje i kontrola tokova novca i finansijske aktive
- Upravljanje investicionim projektima i procenom rizika.

Finansije mogu da se posmatraju u širem i užem smislu reči. “Danas reč “finansije”, u širem smislu, označava razne novčane poslove (monetarne trans-

akcije) koje obavljaju fizička lica, razne monetarne institucije (banke, berze, osiguravajuća društva), privredna društva i političko-teritorijalne jedinice i druga pravna lica.

U užem smislu reč “finansije” podrazumeva prikupljanje, čuvanje i raspodelu novčanih sredstava od strane države (političko-teritorijalnih jedinica) kao i drugih ovlašćenih institucija.”³

Već je rečeno da se finansije koriste za potrebe pojedinaca (lične finansije), poslovanje preduzeća (poslovne-korporativne finansije), države (javne finansije) kao i za razne druge oblike kao što je na primer finansijska aktivnost neprofitnih organizacija i slično. Osnovno je da se svaki od ovih oblika aktivnosti obavlja putem odgovarajućih finansijskih instrumenata, a sve prema institucionalnoj regulativi (zakonima i propisima).

Lične finansije su bitne za život svakog pojedinca i porodice, a odnose se na donošenje odluka u pogledu zadovoljenja ličnih potreba. One su bitne i za porodicu naročito ako je reč o održavanju i sticanju trajnih porodičnih dobara. Odluke o ličnim finansijama donose se na primer po pitanju načina finansiranja nekretnina, kola, životnog i zdravstvenog osiguranja, štednje u različitim oblicima za penziju. To su sve jako bitne odluke koje utiču na kvalitet sadašnjeg i budućeg života pojedinca i porodica. Polazeći od dinamike savremenog načina života za svakog pojedinca školovanje postaje stalna potreba koja se odvija u kontinuitetu, a za to je potreban pristojan izvor ličnih finansija.

Upravljanje finansijama je osnova **poslovnih ili korporativnih finansija**. Obezbeđenje novčanih sredstava za poslovanje nosi sa sobom rizik kako u pogledu ulaganja tako i sposobnosti vraćanja sredstava o roku. Način finansiranja zavisi od stepena rizika i stope profita. Na donošenje odluke o finansiranju utiče vremenska ročnost korišćenja novčanih sredstava. Poslovna praksa ukazuje da se za dugoročno finansiranje koriste razne vrste dugoročnih hartija od vrednosti, a za kratkoročno najčešće bankarske kreditne linije. Poslovne ili korporativne finansije razmatraju bitne finansijske odluke koje utiču na strukturu finansijskog kapitala.

Takođe, u okviru poslovnih finansija donosi se važna odluka o načinu finansiranja investicija. Pri izboru ulaganja u portfolio mora da se odluči kada, koliko i kako da se uloži. Potrebno je primeniti metode procene prinosa i rizika da bi se primenila odgovarajuća poslovna i investiciona strategija. Za osnovu pri proceni koriste se knjigovodstveni podaci, ali finansijske odluke uvek se donose za budući razvoj preduzeća.

Javne finansije se najčešće definišu «kao skup aktivnosti države, užih teritorijalno-političkih organizacija (gradova, opština) i drugih društvenih organizacija

3 Definicije date prema: S. Barać, B. Stakić, M. Ivaniš, *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, FFMO, 2006, str. 2.

na prikupljanju i trošenju materijalnih sredstava radi izvršenja određenih opštedruštvenih zadataka i funkcija. Dakle, za izvršavanje određenih društvenih ciljeva i za izvršavanje svojih zadataka, država mora raspolagati materijalnim sredstvima do kojih dolazi putem svoje finansijske aktivnosti.»⁴

Finansijske aktivnosti u savremenim uslovima poslovanja obavljaju se putem finansijskih instrumenata i finansijskih tokova (koji mogu da se odvijaju na različite načine bilo putem finansijskog tržišta bilo direktno između učesnika). Savremni razvoj finansija poslednjih dekada ostvario je najveću dinamiku u segmentu kreiranja raznovrsnih finansijskih instrumenata i primenom informatičkih tehnologija.

1.1. FINANSIJE U ERI TEHNOLOŠKIH INOVACIJA

Savremeno finansijsko tržište⁵ širilo je svoje granice zajedno sa inovacijama finansijskih instrumenata. Savremni novac brzo je menjao oblik i nametao nove principe njegove strukturne kategorizacije. Digitalni transfer novčanih sredstava postao je realnost za privredu i stanovništvo širom sveta. Sve ove finansijske inovacije instrumenata tržišnog mehanizma vodile su do kreiranja **supstituta transakcionog novca**.⁶ Najveće tehnološko dostignuće u oblasti bankarstva je pojava **elektronskog novca**, a samim tim i **elektronskog bankarstva**. Elektronski novac ostvario je svoju punu primenu i pokazao se kao značajan instrument na finansijskom tržištu. Sigurnosni algoritmi, mehanizmi i protokoli dobro su prihvaćeni od velikog broja stručnjaka. Poslednjih godina proces finansijskih inovacija izuzetno je napredovao dajući sve veći značaj porastu profitabilnosti uvođenjem elektronskog plaćanja. Na ovaj način veliki broj službenika banke koji su radili u delu platnog prometa i sa sektorom stanovništva mogli su da se specijalizuju za druge finansijske poslove. Otuda, poslednjih godina dolazi polako do spajanja bankarskih poslova i poslova osiguranja. Ova mogućnost je počevši od 2005. godine znatno ubrzana nakon usvajanja precizne finansijske regulative. Tako da danas možemo da govorimo o jedinstvu tzv. bankoosiguranja.

U oblasti ličnog bankarstva kreiranog za fizička lica počevši od 2005. pro-

4 Isto, str. 4

5 Videti više: E. Turban, E. McLean, J. Wetherbe, *Informaciona tehnologija za menadžment-transformisanje poslovanja u digitalnu ekonomiju*, prevod 3. izdanja, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2003.

6 Videti više: Dr M. Ćirović, *Monetarna ekonomija*, European centre for peace and development for peace, Beograd, 1987, str. 117-128

movisan je **sistem od osobe – do osobe** poznat kao sistem **P2P**, što dolazi od skraćenice **person – to – person**. Na ovaj način kreiran je sistem prosper.com koji dozvoljava da se obavlja promet u elektronskom obliku između fizičkih lica, drugim rečima bez potrebe odlaska u banku. Sistem prosper.com zaštićen je posebnim merama koje obuhvataju kreditni rejting i tačan identitet korisnika.

Međutim, evidentno je da potrebna infrastruktura i zakonska regulativa znatno zaostaju za implementacijom elektronskog novca. Uvek postoje mogućnost da dođe do određenih problema i zato je potrebna efikasna zaštita i zakonska regulativa.

Takođe, u ovoj finansijskoj evoluciji značajane transformacije pretrpele su podele u okviru finansijskih tržišta, karakter i značaj finansijskih posrednika. Ovakav tok događaja bitno je doprineo da se, u velikoj meri, u finansijskoj nauci i praksi primene savremene statističko-matematičke metode. Na osnovu ovih karakteristika, za savremene finansije sa sigurnošću možemo da tvrdimo da su na putu ka integraciji sa drugim naučnim disciplinama.

Razvoj svetskog finansijskog tržišta istovremno je nametao potrebu za primenom globalnih računarskih mreža. Veliki napredak u telekomunikacionim tehnologijama omogućio je globalno povezivanje po izuzetno niskim cenama. Sve je to doprinelo dinamičnom razvoju digitalne ekonomije. Paralelno sa ovom vrstom razvoja nametnula se potreba za diversifikacijom finansijskih ulaganja u cilju smanjenja finansijskog rizika, a povećavanju ekonomske efikasnosti finansijskih i privrednih sistema.

Konačno možemo da konstatujemo da su se osnovna unapređenja savremenih finansija odvijala putem novih kreacija u sledećim oblastima:

- Elektronskog novca
- Platnog prometa
- Elektronskog trgovanja
- Spajanja poslova bankarskog i osiguravajućeg sektora
- Integracija finansijskih tržišta – globalizacija.

1.2. RIZIK KAO FAKTOR PROMENA U FINANSIJSKOJ TEORIJI I PRAKSI

U ovom radu nećemo se baviti pojedinačnim finansijskim fenomenima koji direktno utiču na efikasnost društveno-ekonomskih sistema. Novonastale promene

privrednih sistema u pogledu vlasništva nad imovinom, načina organizovanja i upravljanja finansijama uticale su na približavanje nekada različitih oblika upravljanja (nazovimo ih centralističko-planskim i tržišnim). Ove konvergenije naročito su očigledne kod dejstva jednog jakog faktora, a to je **rizik poslovanja**.

Nepredvidivost, neizvesnost ili rizik, predstavlja sveprisutan faktor u svim oblastima života. U našem pojavnom obliku materijalnog sveta, rizik je faktor koji se mora uvažavati. Mnogi filozofi smatrali su ga veoma značajnim i pridavali mu važnost kao jednom obliku sreće u obavljanju državnih i privrednih poslova.⁷

Sveprisutan faktor u svim oblastima života, a sledstveno tome i poslovnoj aktivnosti je nepredvidivost, neizvesnost ili rizik. Savremeni razvoj finansija prihvatio je u tom smislu matematičke metode, kao način za procenu izvesnosti rizika i svih oblika finansijskih ulaganja.

Tako na primer, da bi se procenila dobit u investicionoj aktivnosti, a samim tim prikazao i stepen rizika, danas se koriste brojni oblici statističko-matematičkih metoda, koji uz primenu informatičkih tehnologija veoma brzo daju potrebne procene. Zbog toga, o finansijama kao naučnoj disciplini može da se govori kao o oblasti prilično usklađenoj sa ostalim naukama, koje se u velikom stepenu približavaju nekadašnjoj osnovi iz koje su nastale, odnosno filosofiji.

Pristup proučavanju **rizika kao očekivane izvesnosti ishoda nekog događaja**, postavio je most ka mnogim teorijama igara, koje savršeno povezuju ljudsko biće i njegovu potrebu za radom u obliku raznih novih aktivnosti. Polazeći od činjenice da finansije predstavljaju konkretan oblik povezivanja tih aktivnosti i njihovo usmeravanje putem praćenja odgovarajućih finansijskih pokazatelja, posmatraćemo i pojavne oblike finansijskog ulaganja. Radi preglednijeg izlaganja koristiće se primeri nekih vrsta finansijskih instrumenta koji su u širokoj upotrebi na razvijenim tržištima u svetu.

Ubrzan razvoj informatičkih tehnologija, naročito sistema veza i uspostavljanje jakih baza podataka istovremeno podsticao je brz razvitak finansijskih instrumenata, naročito 90-tih godina dvadesetog veka. Ipak sve počinje zaokruživanjem teorija rizika i metode njegove procene, naročito kada su 60-tih godina prošlog veka Modiljani i Miler postavili osnovne teoreme o finansijskoj strukturi preduzeća.

U okviru ekonomije razvila se posebna grana koja se bavi proučavanjem međusobnih odnosa finansijskih promenljivih, kao što su cene, kamatne stope i akcijski udeli. Značaj predmeta proučavanja proizilazi iz potrebe predviđanja stepena rizika u međusobnom delovanju ovih promenljivih i ekonomskih

⁷ Videti više u delima Solona i Platona

promenljivih. Drugim rečima, posmatra se uticaj ekonomije kao šireg i sveobuhvatnijeg sistema u odnosu na jedan njegov podsistem finansija. Finansijska ekonomija proučava kretanja cena, kamatnih stopa i akcija posmatrajući ih kroz tri značajna segmenta:

- Imovinu kao realnu vrednost – putem različitih metoda procene vrednosti imovine, pri tom analizira kretanje tokova gotovine, diskontne vrednosti i druge bitne elemente
- Finansijsko tržište i instrumente
- Finansijske institucije i regulativu.

Na osnovu sintetičkog povezivanja ovih pokazatelja poslovne finansije omogućavaju da se donesu blagovremene i efikasne odluke. Ukoliko sektor privrede uspe da održi zadovoljavajući rast i razvoj to će se uvek pozitivno odraziti na ukupan razvoj društva.

1.3. CILJ I ULOGA UPRAVLJANJA FINANSIJAMA

Cilj upravljanja finansijama je da se pokažu osnovne premise za donošenje poslovnih odluka vlasnika i menadžera preduzeća za uspešno poslovanje.

Linija podele između nekadašnjih, tipičnih vlasnika i menadžera danas je potpuno izmenjena. Menadžeri svakako i dalje imaju svoje interese koji mogu da budu u konfliktu sa interesima vlasnika, ali način poslovanja bitno je promenjen. Savremeni menadžerski ugovori u velikim preduzećima, koji utiču na kreiranje modernih proizvoda i usluga, sve više sadrže i klauzule o dobijanju procentualnog učešća u vlasništvu tih preduzeća.

Prema tome savremeni menadžeri imaju interes da maksimalnim korišćenjem svojih stručnih znanja utiču na izuzetne poslovne rezultate. To su razlozi zašto su najznačajniji svetski menadžeri uneli potpuno novi stil poslovanja, spojivši teorijska znanja i praksu. Ni jedna odluka o izboru bilo kog oblika investiranja ili finansiranja, više se ne donosi bez poštovanja dokazanog finansijsko-teorijskog modela, a primenljivog u praksi.

Postavljeni su osnovni kriterijumi za izbor modela investiranja u preduzeću. U svetu se vodi računa o integralnim novčanim fondovima potrebnim za finansiranje rentabilnih projekata. Danas se traži savršeno tržište koje obezbeđuje maksimalnu korist preduzeću i bogatstvo akcionarima. Predmet izlaganja biće prikaz kriterijuma koji poseduju ove dodatne osobine. Danas dominiraju oni kriterijumi koji dozvoljavaju da se proceni vrednost preduzeća, kao i ulaganja

radi efikasnog upravljanja investicionim projektima. Najčešće se, u tu svrhu, koriste oni kriterijumi koji uključuju pretpostavku da se novčani tokovi reinvestiraju tj. ponovo ulože, po korišćenju aktualizovanoj stopi. Oni se primenjuju i na najsloženije situacije, kao i na odluke o dezinvestiranju koje se donose za određene izabrane projekte.

Početni elementi za donošenje takvih odluka, zahtevaju da se detaljno analiziraju kretanja novčanih tokova i struktura finansiranja uz dejstvo svih mogućih poslovnih rizika.

PROVERA ZNANJA

1. Šta je predmet proučavanja savremenih finansija?
2. Navedite najmanje tri razloga koji su uslovili promenu metoda rada finansija.
3. Objasnite širi i užu pojam obuhvata finansija.
4. Objasnite uticaj savremenih tehničko-tehnoloških dostignuća na finansije.
5. Navedite i objasnite najmanje tri kreacije unapređenja finansija uz informatičku podršku.
6. Objasnite značaj sintetičkog povezivanja putem finansijske ekonomije.
7. Navedite dva cilja primene finansija za donošenje odluka o upravljanju preduzećem.
8. Objasnite pojam ličnih finansija.
9. Objasnite pojam poslovnih finansija.
10. Navedite predmet proučavanja javnih finansija.

BIBLIOGRAFIJA

- I. Z. Bodie et R. Merton, *Finance*, éd. fr. dirigé par C. Thibierge, Pearson Éducation, France, 2001.
- II. R. Goffin, *Principes de Finance Moderne*, 3 éd. Economica, 2001.

- III. R. M. Solow, *Economic Growth and Residential Housing* u M.D. Ketchman, L.T. Kendall, *Readings in Financial Institutions*, N. York, 1965.
- IV. A. Minguet, *Des marchés financiers en pleine mutation, titre à revenus fixes, marchés dérivés, marché des changes*, Revue Banque Édition, Paris, 2005.
- V. Dr M. Ćirović, *Monetarna ekonomija*, European centre for peace and development for peace, Beograd, 1987.
- VI. S. Barać, B. Stakić, M. Ivaniš, *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2006.



Cilj izlaganja

- Prikaz koncepta finansijskog sistema
- Definisanje učesnika finansijskog sistema i njegovih elemenata

Plan izlaganja

2. Finansijski sistem

- 2.1. Finansijski tokovi
- 2.2. Finansijski posrednici
- 2.3. Finansijski instrumenti: hartije od vrednosti
- 2.4. Finansijsko tržište
- 2.5. Finansijska regulativa
- 2.6. Javne finansije i finansijsko pravo
 - 2.6.1. Centralna banka
 - 2.6.2. Međunarodne finansijske organizacije

Rezime

Finansijski sistem predstavlja jedinstvo tržišta, posrednika i institucija za pružanje finansijskih usluga koji donose odluke o načinu upravljanja finansijama na nivou preduzeća i države.⁸

U okviru finansijskog sistema obavljaju se transakcije između učesnika koji imaju višak novčanih sredstava i onih kojima ta sredstva nedostaju. Kretanje ovih transakcija definišemo kao finansijske tokove. Oni mogu da se obavljaju direktno, između pravnih i fizičkih lica, kao i putem finansijskih posrednika.

Pod finansijskim posrednicima podrazumevamo različite vrste organizacija koje su registrovane za obavljanje svih oblika novčanih transakcija.

⁸ Prema definiciji, videti više: Z. Bodie, R. Merton, *Finance*, éd. française dirigée par C. Thibierge, Pearson Éducation, France, 2001 str. 27-28

Finansijski sistem prema mišljenju većine teoretičara treba da obezbedi nekoliko važnih funkcija, kao što su:

- Kretanje novčanih sredstava između privrede, stanovništva, države u datom vremenu i mestu.
- Funkcija platnog sistema.
- Nesmetan protok informacija o cenama i vrednosti imovine preduzeća i transakcijama na finansijskom tržištu.
- Pristup informacijama o vrsti postojećih rizika.

Tehničko-tehnološke promene dovele su do unapređenja rada informacionih sistema i savremenih finansija. Na taj način pomerene su geografske granice finansijskih transakcija i došlo je do stvaranja velikih međunarodnih finansijskih tržišta.

Na finansijskim tržištima trguje se finansijskom aktivom, koja uopšteno gledano, pre svega, obuhvata sve oblike emisije zajmova, akcija i finansijskih derivata. Osnovne karakteristike ove finansijske aktive su sledeće:

- Finansijski zajam predstavlja zaduženje koje nastaje kao dužničko-poverilački odnos po osnovu emisije novca, hartija od vrednosti (preduzeća, državnog trezora, banaka i svih emitenata u skladu sa odgovarajućom zakonskom regulativom), gde se kao dužnici javljaju pravna i fizička lica.
- Akcije su vrste hartija od vrednosti koje emituju pravna lica prema odgovarajućem zakonskom propisu. Najveće učešće imaju vlasničke.
- Finansijski derivati su različiti oblici hartija od vrednosti koje se emituju na osnovu odgovarajuće zakonske regulative, najpoznatije su obveznice, opcije, fjučersi. Opcije i fjučersi se emituju u obliku terminskih ugovora.

Najvažniji pokazatelj uspešnosti poslovanja pravnih subjekata predstavlja stopa prinosa ili rentabilnosti. Ona zavisi, pre svega, od uspešnog načina organizovanja proizvodnje, odnosno odnosa korišćenja sopstvenih i tuđih sredstava. Visina realne stope po kojoj se zadužuju preduzeća utiče na stopu rentabilnosti. Odrednice realne stope, između ostalih faktora, su neizvesnost promenljive stope na finansijskom tržištu i visina fiksnih troškova uzetih prema stepenu rizika.

Postoje četiri grupe faktora u ekonomskoj teoriji koji utiču na tržišnu stopu rentabilnosti:

- Stopa produktivnosti od budućih ulaganja
- Step en rizika prinosa budućih investicija
- Odnos između trenutne i buduće potrošnje
- Step en averzije prema riziku.

Kao što je već rečeno u prethodnom izlaganju, savremene finansije zahtevaju tačno izračunate pokazatelje za određene vrste ekonomskih kategorija. Na primer, savremene potrebe uticale su na ujednačavanje pokazatelja poslovanja prema vrsti finansijskih instrumenata i mestu obavljanja finansijskih transakcija.

Ove pokazatelje sačinjavaju najčešće finansijski posrednici, odnosno specijalizovane finansijske institucije savetodavnog tipa. Danas su to banke, razni organizacioni oblici finansijskih savetnika i osiguravajućih kompanija. Sve one imaju jednu zajedničku obavez u, a to je da njihov rad bude potpuno jasan i transparentan, na šta ih obavezuju prihvaćeni kodeksi o poslovanju, zasnovani na principima profesionalne etike.

Pravna regulativa u svakoj zemlji ima svoje specifičnosti, ali su one, usled integralnog prihvatanja regulative sa međunarodnim finansijskim institucijama, uglavnom slične. Centralne banke kao vrhovne monetarne institucije teže da harmonizuju regulativu i kreditno-monetarnu politiku. Na primer, da bi se učestvovalo u finansijskim transakcijama na međunarodnim finansijskim tržištima, uvek mora da se zadovolje kriterijumi međunarodnih računovodstvenih standarda (IFAS). Tako da je potpuno jasno da su propisi iz ovog doma na ujednačeni u pogledu kriterijuma. Naravno, oni se uvek razlikuju prema ekonomskom potencijalu, načinu organizovanja proizvodnje i ostvarenim ekonomskim rezultatima.

KLJUČNE REČI: finansijsko tržište • novčano tržište • tržište kapitala • likvidnost • opcije • fjučersi • stopa prinosa • rizik nenaplativosti • banke

2.1. FINANSIJSKI TOKOVI

Pod **finansijskim tokovima** podrazumevamo **obavljanje finansijskih transakcija u okviru jednog definisanog finansijskog sistema.**

Finansijski sistem je uvek određen zakonskom regulativom na teritoriji društveno-političke zajednice.

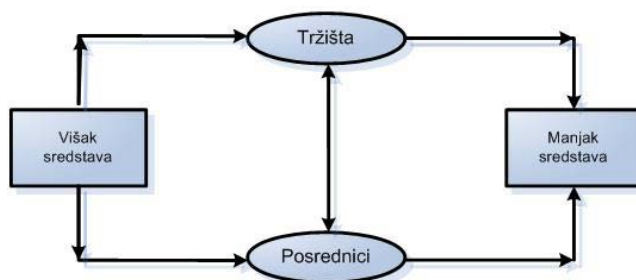
Finansijske transakcije mogu da se obavljaju bilo kao izvršenje dužničko-poverilačkih odnosa u procesu proizvodnje ili kao izvršenje prema državnim organima (koja su dvosmerna- naplata države od obveznika i izmirenje prema korisnicima državnih organa-fiskalni tokovi). Rezultati poslovanja nisu jednako uspešni kod svih učesnika, neki ostvaruju bolje, a neki lošije rezultate. Sledstveno tome u finansijskom sistemu pojavljuje se višak novčanih sredstava kod određenih kategorija stanovništva i sektora, dok se kod drugih javlja manjak ili potreba za dodatnim novčanim sredstvima.

Zadovoljavanje potreba za novčanim sredstvima može da se obavi direktno između zainteresovanih strana ili indirektno putem finansijskih posrednika. Takođe, sektor ili vlasnik novčanih sredstava može da se opredeli da višak slobodnih sredstava uloži kod finansijskog posrednika (banka, investicioni fond, osiguranje i slično). Zatim potražioc i novčanih sredstava mogu da se jave direktno finansijskim posrednicima, ili indirektno, kao učesnici na strani tražnje za novčanim sredstvima na finansijskom tržištu.

Kao ilustraciju daćemo grafički prikaz nekoliko načina kretanja finansijskih tokova. Radi boljeg prikaza karaktera finansijskih tokova koristiće se slika dijagrama njihovog kretanja.*

*Napomena: Prema R. G. Hubbard, *Money, The Financial System, and The Economy*, Pearson Education, 2005.

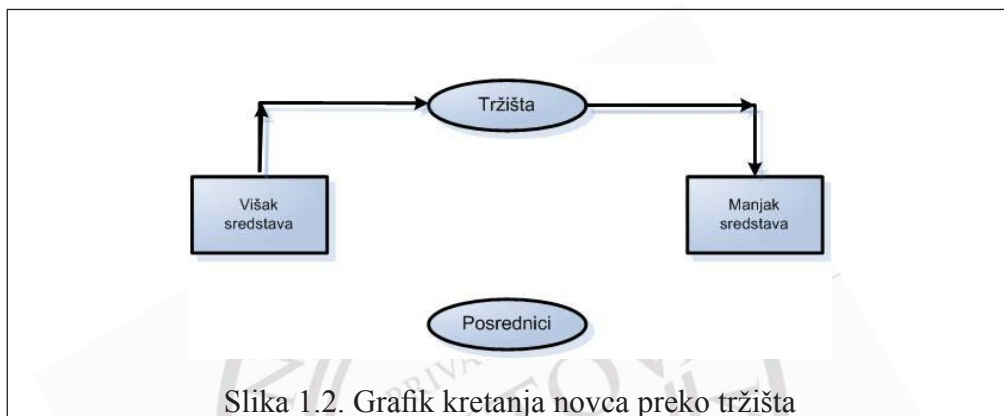
Dijagram finansijskih tokova



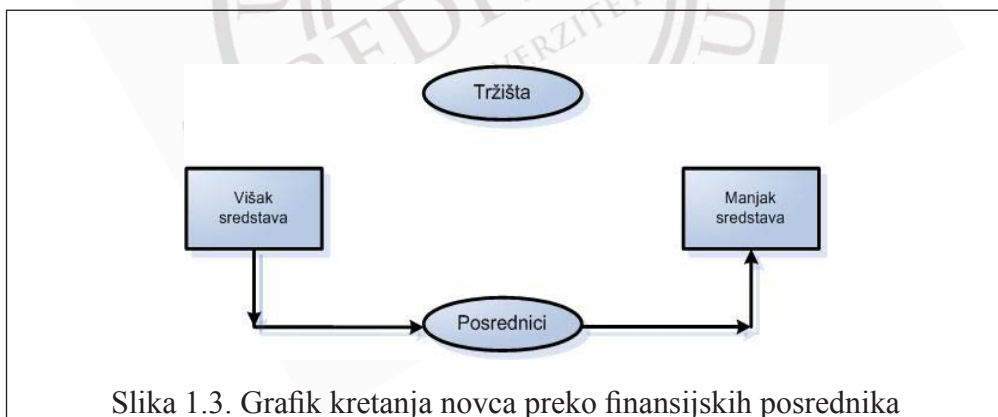
Slika 1.1. Grafik kretanja finansijskih tokova

Kao što se vidi na grafiku su prikazane mogućnosti kretanja finansijskih tokova putem tržišta i posrednika. Vlasnici viška sredstava koji žele da ostvare zaradu plasiraju sredstva potencijalnim korisnicima kojima nedostaju, odnosno imaju manjak sredstava. Operacija plasmana može da se obavi, bilo preko raznih vrsta tržišta, bilo specijalizovanih finansijskih posrednika.

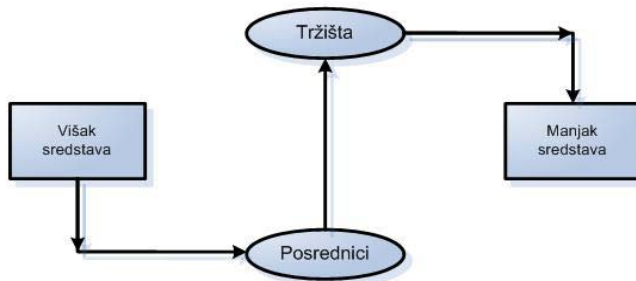
U narednom izlaganju daćemo neke primere načina kretanja novčanih sredstava.



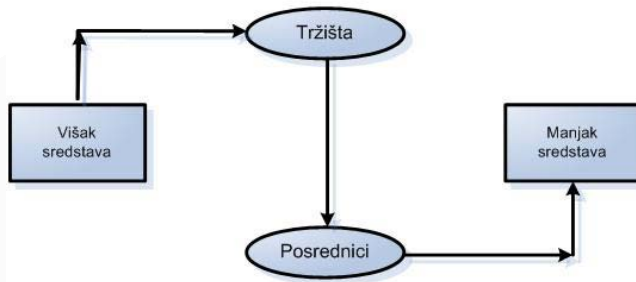
Slika 1.2. Grafik kretanja novca preko tržišta



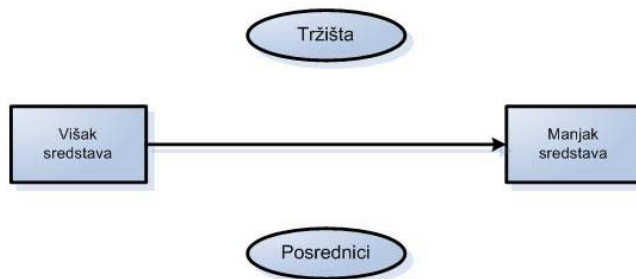
Slika 1.3. Grafik kretanja novca preko finansijskih posrednika



Slika 1.4. Grafik kretanja novca u smeru preko finansijskih posrednika i tržišta



Slika 1.5. Grafik kretanja viška novca u smeru preko tržišta, finansijskih posrednika do krajnjih korisnika



Slika 1.6. Grafik kretanja novčanih sredstava direktno od vlasnika viška sredstava ka vlasnicima nedostajućih sredstava

Prema grafičkom prikazu jasno su uočljivi pravci kretanja svih oblika novčanih tokova.

U savremenim uslovima, naročito poslednjih godina razvio se specifičan oblik plasmana investicionih fondova u vidu *hedžing* fondova. Ove moćne finansijske institucije stvorile su svojevrsno sopstveno tržište, povećavajući finansijsku moć i kontrolu nad određenim tržištima. Kao jedan od osnovnih razloga najčešće se u literaturi navodi da ove institucije žele da izbegnu sve strožu finansijsku regulativu.

2.2. FINANSIJSKI POSREDNICI

Finansijski posrednici su privredna društva čija je osnovna delatnost da pružaju usluge svojim klijentima u vezi sa kretanjima finansijskih instrumenata i proizvoda na finansijskim tržištima. Osnovni cilj njihove delatnosti je da profesionalno obrade sve finansijske pokazatelje i predlože savete, kako bi korisnici njihovih usluga mogli da donesu blagovremenu odluku, a sve u cilju efikasnog poslovanja.

Delokrug njihovog rada obuhvata vođenje računa klijenata, rad sa zajmovima, sve oblike plasmana novčanih sredstava na različitim finansijskim tržištima, sve vrste osiguranja. Kao najegzaktiniji primer rada finansijskih posrednika može da se navede rad za potrebe plasmana novčanih sredstava na različitim finansijskim tržištima. U velikom broju zemalja postoje specijalizovani finansijski posrednici koji prikupljaju slobodna novčana sredstva i ulažu ih u diversifikovane portfolije. Diversifikacija ulaganja mora da postoji radi smanjenja rizika. Ove organizacije se brinu da svi dokumenti, kao što su ugovori, budu ispravno sastavljeni, a zatim, da na osnovu informacije pruže savet o najkvalitetnijem ulaganju za račun svog klijenta.

2.2.1. Osiguravajuća društva

Osiguravajuća društva su finansijski posrednici koji se bave prvenstveno ugovoranjem osiguranja imovine i lica od nastanka eventualne nezgode. Ovaj posao obavljaju tako što zaključuju ugovore koji detaljno regulišu vrstu rizika, način nastanka štetnog događaja i uslove za isplatu. Na ime ovih ugovora izdaje se

polisa i ugovara premija koju plaća korisnik usluge. Premija se plaća prema ugovorenim uslovima, u praksi srećemo plaćanje u celosti ili u više rata. Na primer, ako su veliki iznosi premije onda ona može da se plaća mesečno, kvartalno ili godišnje. Naplaćena premija ostaje kod osiguravajućeg društva koju oni koriste za formiranje različitih fondova. Ova sredstva premije osiguravajuća društva koriste kao finansijsku aktivu koju plasiraju u akcije, obveznice ili investiraju u nepokretnu imovinu.

Osiguravajuće kompanije predstavljaju značajnog učesnika na savremenim finansijskim tržištima. One nastoje da očuvaju vrednost finansijske aktive tako što ulaganjem oplođavaju njihovu vrednost. Međutim ove kompanije moraju da vode računa da uvek održavaju visoku likvidnost da bi mogle da odgovore na obaveze u slučaju nastale štete. To je jedan od razloga zašto one uvek koriste usluge finansijskih savetnika radi smanjenja ili eliminisanja rizika ulaganja. Eliminisanje rizika se obezbeđuje diversifikacijom ulaganja.

2.2.2. Penzioni fondovi

Penzioni fondovi, danas predstavljaju značajnog finansijskog posrednika koji se bavi prikupljanjem novčanih sredstava koja se namenski izdvajaju za jednu vrstu socijalnog osiguranja, penziju. Način formiranja ovih fondova prema tome uvek zavisi od zakonskih propisa koji regulišu ovaj domen. Razlikuju se dve vrste rada u formiranju penzionih fondova. Jedan je prema pojedinačnim uplatama, a drugi je ulaganje prema kapitalizaciji. U Evropi, pretežno se koristi oblik prema pojedinačnom mesečnom ulaganju za vreme trajanja aktivnog radnog veka, a ova sredstva mogu da se koriste za penziju tek nakon završetka propisanog radnog staža. Penzija koja se stiče po ovom sistemu uplata, obračunava se srazmerno prema godinama ukupnog radnog staža.

Što se tiče današnjih uslova rada, svedoci smo da se povećava broj stanovništva u penziji (kako kod nas, tako i u Evropi i ostalim zemljama u svetu), da se uslovi rada popravljaju, ali da oni stalno zahtevaju obnavljanje znanja i usavršavanje veština rada. Od ostalih karakteristika mora da se još navede da je došlo do produžetka prosečnog životnog veka, da postoji stalni porast nezaposlenosti i nejednako raspoređen natalitet.⁹ Ako se posmatra savremeni društveno-ekonomski sistem onda ovaj faktor predstavlja veliki problem.

Za razliku od ovog sistema pojedinačne uplate od mesečne zarade, u SAD funkcioniše već dugo godina sasvim drugačiji oblik prikupljanja novčanih sredstava za ove namene. Razvijen je sistemu kome svaki pojedinac uplaćuje, kao

⁹ U zemljama sa nižim standardom života postoji veća stopa nataliteta nego u zemljama sa visokim, to takođe utiče na povećanje migracija radno sposobnog stanovništva ka zemljama gde se očekuje mogućnost zaposlenja.

vid štednje, namenska sredstva za penziju koja se oplođavaju. Nakon odlaska u penziju korisnik će moći da raspolaze sumom koja mu obezbeđuje onakav život, kako je ulagao. Ovaj drugi način prema tome ne zavisi od ukupnog broja godina radno aktivno provednog staža, već od visine uplaćenih i oplođenih sredstava. U SAD penzioni fondovi predstavljaju jednog od najznačajnijih učesnika na finansijskom tržištu. Prema pokazateljima o veličini sredstava, najveće učešće u svetskim okvirima imaju upravo penzioni fondovi SAD-a.

| Redni broj | Naziv zemlje | % učešća |
|------------|-----------------------|----------|
| 1. | <i>United States</i> | 64.0 |
| 2. | <i>United Kingdom</i> | 9.6 |
| 3. | <i>Japan</i> | 9.1 |
| 4. | <i>Netherlands</i> | 5.3 |
| 5. | <i>Canada</i> | 3.6 |
| 6. | <i>Sweden</i> | 1.5 |
| 7. | <i>Switzerland</i> | 1.1 |

Tabela 2.1. Pregled učešća penzionih fondova po zemljama u odnosu na svetski obim penzionih fondova¹⁰

Promenama zakona o socijalnom osiguranju u Srbiji, predviđen je nov način izdvajanja za penziju, tako da se osim obaveznog osiguranja, uvodi i dobrovoljno penzijsko osiguranje. To podrazumeva da se obezbede zakonski uslovi za formiranje i penzionih fondova.¹¹ Pretpostavlja se da će u narednim godinama početi mnogo aktivniji i značajniji rad ovih finansijskih posrednika u Srbiji.

2.2.3. Investicioni fondovi

Investicioni fondovi mogli bi da se definišu kao finansijski posrednici koji upravljaju rizikom ulaganja finansijske aktive. Potencijalni investitori danas najčešće traže usluge profesionalnih investicionih savetnika koji uživaju kredibilitet u pogledu znanja i veština iz ove oblasti.

Imajući u vidu da rizičnost ulaganja zahteva dobru analitičku procenu, danas postoji veliki broj investicionih savetnika koji prate rad finansijskih tržišta. Takođe, kao jedan od novih načina rada, imamo pojavu investicionih fondo-

¹⁰ Videti www.ici.gov

¹¹ *Zakon o dobrovoljnom penzijskom osiguranju*, "Sl. glasnik RS", br. 85/2005

va koji se bave prikupljanjem i plasmanom slobodnih investicionih sredstava. **Investicioni fondovi** predstavljaju finansijske posrednike koji se bave prodajom različitih finansijskih instrumenata vodeći računa o diversifikaciji portfolija.

Pod **portfoliom** podrazumevamo skup celokupne finansijske aktive, odnosno imovine u svim oblicima: hartija od vrednosti, gotovini, nekretninama, patentima, licencama i drugim potencijalno unovčivim vrednostima.

Danas postoje tri oblika investicionih fondova: **otvoreni fondovi, zatvoreni fondovi i investicioni trustovi.**

Otvoreni fondovi se bave kupovinom hartija od vrednosti koje potom prodaju. Obračun na udeo u ovom fondu se vrši najčešće po sistemu *pro rata*. Vrednost udela ili cena akcije određuje se prema neto vrednosti imovine, koja je jednaka koeficijentu koji predstavlja razliku odnosa tržišne vrednosti portfolija i potraživanja, podeljen sa brojem akcija koje ima mešoviti investicioni fond. Ova cena se menja svakog dana, u skladu sa kretanjima na finansijskom tržištu.

Zatvoreni fondovi se razlikuju od otvorenih. Oni imaju više sličnosti sa običnim akcijama preduzeća. Akcije zatvorenog fonda se izdaju kao stalan broj i nema transakcija kupovine i prodaje već se ovim akcijama trguje na sekundarnom finansijskom tržištu ili preko šaltera. Investitori mogu da kupe akcije ovog fonda u vreme početnog emitovanja ili na sekundarnom tržištu. Cena akcija zatvorenog fonda je određena ponudom i tražnjom na sekundarnom tržištu. Prema tome, potencijalni investitori da bi investirali moraju da plate proviziju brokerskoj kući koja se pojavljuje na tržištu. Cena se određuje slično kao kod otvorenih fondova, ali uz tržišnu korekciju. Tako kad se izračuna neto cena, na tržištu može da se ostvari viša ili niža cena. Ako se ostvaruje viša cena onda se za nju kaže “trgovina sa premijom”, ako je postignuta niža onda se kaže “trgovina sa diskontom”.

Unije investicionih trustova su slične zatvorenim fondovima. Postoji fiksni broj izdatih certifikata i obično se izdaju obveznice. One se ipak razlikuju od zatvorenih fondova u nekoliko karakteristika. Kao prvo, ne obavlja se aktivna trgovina obveznicama iz portfolija trusta, one mogu da se prodaju jedino u slučaju nekog rizika. Zatim obveznice imaju fiksiran datum prodaje, dok ga mešoviti i zatvoreni fondovi nemaju, i kao treće za razliku od mešovitih i zatvorenih fondova, investitori unije trusta znaju da se portfolio sastoji od specifičnih obveznica i da one ne utiču na promenu portfolija. U praksi, ovaj ob-

lik je mnogo rasprostranjeniji u Evropi nego u SAD. Obveznice unije trusta se početno prodaju uz proviziju od 3.5% do 5.5 %, kasnije se uključuju i troškovi brokerske kuće i trgovanja. Investitori ovog oblika su uglavnom brokerske kuće ili sami emitenti obveznica.

| Redni broj | Naziv kompleksa fonda | Vrednost imovine (\$ mil) |
|------------|---------------------------|---------------------------|
| 1. | <i>Fidelity</i> | 771,273 |
| 2. | <i>Vanguard</i> | 569,233 |
| 3. | <i>American Funds</i> | 342,986 |
| 4. | <i>Putnam</i> | 210,205 |
| 5. | <i>Merrill Lynch</i> | 192,288 |
| 6. | <i>AIM Managment</i> | 163,808 |
| 7. | <i>Franklin Templeton</i> | 163,439 |
| 8. | <i>Janus</i> | 155,713 |
| 9. | <i>Federated</i> | 147,842 |
| 10. | <i>Dreyfus</i> | 145,406 |

Tabela 2.2. Deset najvećih grupa mešovitih investicionih fondova na svetu (maj 2001)¹²

2.3. FINANSIJSKI INSTRUMENTI: HARTIJE OD VREDNOSTI

Vrste i značaj hartija od vrednosti. Hartije od vrednosti predstavljaju pismene isprave na osnovu kojih se izdavaoci obavezuju da njihovim zakonskim imao-cima ispune obavezu upisanu na tim ispravama. U stvari, hartija od vrednosti mora da ispuni dva uslova: da je u njoj sadržano određeno pravo i da ima sposobnost za promet. Iako se za hartije od vrednosti često upotrebljava izreka: “pravo iz hartije podrazumeva pravo nad hartijom”, valja ipak imati u vidu da je to imovinsko pravo.

Hartije od vrednosti su, u osnovi, namenjene da služe prometu određenih imovinskih prava. Smatra se da je efikasnost tog prometa posebno zavisna od načina kako se hartije od vrednosti prenose, pa je to istovremeno i osnovni kriterijum

¹² F.J.Fabozzi, F. Modigliani, F.J.Jones, M. G. Ferri, *Foundations of financial markets and institutions*, Pearson Education International, 2002, str. 137

njihovog razlikovanja:

- a) Postoje hartije od vrednosti koje glase na donosioca. Donosilac takve hartije od vrednosti ima prava koja ona utelovljuje. Eventualno legitimisanje korisnika samo je stvar sigurnosti, a ne prave obaveze. Ove hartije od vrednosti se prenose prostom predajom i to je njihova značajna komparativna prednost.
- b) Hartije po naredbi glase na ime, ali uz dodatak (ispred imena) "po naredbi". To lice je ovlašćeno da naredi da se obaveza ima ispuniti nekom drugom licu. Ova naredba se unosi na poleđini hartije (pismeno). Tipična hartija od vrednosti ove vrste je menica.
- c) Hartije od vrednosti na ime (tzv. rekta-hartija) prenose se ugovorima (recimo, ugovorom o nasleđu). Ovaj promet je otežan utoliko što se prenos mora dokazati. Tako, na primer, prenos akcija (koje glase na ime) punovažan je tek pošto je zapisan u knjigu akcionara.

Naravno, mogući su i mnogi drugi kriterijumi podele i razlikovanja hartija od vrednosti. Naročito je značajno njihovo razlikovanje po vrsti prava (stvarne i novčane hartije od vrednosti) i po roku dospeća (po viđenju ili na utvrđeni rok). Međutim, u razvijenim tržišnim privredama poseban značaj imaju hartije od vrednosti kojima se uspostavlja kreditni odnos (obveznice) i hartije od vrednosti sa pravom vlasništva (akcije).

2.3.1. AKCIJE

Akcije kao hartije od vrednosti omogućavaju svojim vlasnicima različita prava: pravo na odgovarajući deo dobiti (dividenda), pravo kupovine novih akcija, pravo na srazmerni deo imovine akcionarskog društva ukoliko dođe do njegove likvidacije, pravo učestvovanja u radu skupštine akcionara i druga. Međutim, prava koja obezbeđuje posedovanje akcija zavise i od toga da li su obične ili preferencijalne akcije. Naime, dividenda je veća kod običnih akcija, ali je rizik za njihove vlasnike takođe veći zato što u ovom slučaju dividenda zavisi od poslovnog rezultata koji je stalno neizvestan. Naprotiv, kod preferencijalnih akcija dividenda je poznata unapred (fiksna je) i isplaćuje se pre nego što se isplate dividende za obične akcije. Ove tzv. privilegovane akcije najčešće ne obezbeđuju pravo glasa, ali se smatra da imaju određenu prednost i u tome što se mogu konvertovati u obične akcije.

Akcija je vlasnička hartija od vrednosti koja vlasniku daje pravo na kapital, dividendu i upravljanje društvom. Kao hartija od vrednosti u pisanoj formi sastoji se iz dva dela.

Prvi deo, tzv. plašt akcije sadrži obavezno sledeće podatke:

- oznaku da je reč o akciji i oznaku vrste akcije,

- firmu i sedište izdavaoca akcije,
- firmu i sedište odnosno ime i prezime kupca akcije ili oznaku da akcija glasi na donosioca,
- o ukupnom nominalnom iznosu na koji se izdaju akcije,
- oznaku procenta od nominalne vrednosti po kome će se obračunavati
- o dividendi,
- rokove za isplatu dividende,
- mesto i datum izdavanja,
- serijski broj akcije,
- faksimil potpisa ovlašćenih lica.

Drugi deo akcije su kuponi za isplatu dividende. Kupon sadrži sledeće podatke:

- firmu i sedište izdavaoca akcije,
- serijski broj akcije po kojoj se dividenda isplaćuje,
- redni broj kupona,
- godina u kojoj se dividenda isplaćuje,
- faksimil potpisa ovlašćenih lica izdavaoca akcije.

Prema pravu koje sadrže akcije se dele na redovne (obične) i prioritetne (povlašćene).

- Redovne akcije vlasniku daju pravo na kapital, dividendu i pravo glasa.
- Prioritetne akcije obezbeđuju vlasniku pored prava na kapital i dividendu i određene povlastice, kao što je pravo prioriteta pri isplati dividendi ili pri isplati imovine u slučaju likvidacije društva, ali mu ne daju pravo glasa.

Ovaj različit obim prava koje akcije sadrže, nalaže da se i knjigovodstveno izvrši jasno podvajanje akcijskog kapitala pribavljenog prodajom običnih akcija od akcijskog kapitala nastalog prodajom prioritetnih akcija.

Nominalna vrednost, dakle vrednost na koju akcije glase, može, ali i ne mora biti jednaka za za obične i prioritetne akcije, ali se prodajna odnosno emisiona vrednost akcija razlikuje. Kod prioritetnih ona je viša. Formiranje sopstvenog kapitala akcionarskih društava započinje emisijom i prodajom akcija, kako redovnih, tako i prioritetnih. Prodaja akcija, kada je reč o prvoj emisiji, može se vršiti po kursu koji je jednak nominalnoj vrednosti akcija ili je iznad nominalne vrednosti. Pri prvoj emisiji akcija zakonodavac zabranjuje prodaju akcija po kursu nižem od nominalne vrednosti. Ako se akcije prodaju po kursu koji je jednak njihovoj nominalnoj vrednosti tada ta prodaja izaziva povećanje gotovine i

formiranje akcijskog kapitala.

2.3.2. OBVEZNICE

Obveznica je kreditna hartija od vrednosti koja vlasniku daje pravo da po dospeću od izdavaoca naplati iznos naznačen na obveznici, kao i pravo na naplatu pripadajuće kamate. Obveznica u pisanom obliku se sastoji iz plašta obveznice i talona.

Plašt obveznice sadrži sledeće podatke:

- oznaku da je reč o obveznici,
- naziv i sedište izdavaoca,
- naziv i sedište kupca ili oznaku da obveznica glasi na donosioca,
- naziv i sedište garanta, ako je obveznica garantovana,
- nominalnu vrednost obveznice,
- visinu kamatne stope ili način obračunavanja kamate,
- rokove otplate glavnice,
- serijski i kontrolni broj obveznice,
- faksimil potpisa ovlašćenih lica.

Talon obveznice može biti kamatni ili anuitetski.

- Ako se glavnica duga isplaćuje odjednom na kraju amortizacionog perioda, a kamate se isplaćuju godišnje, tada obveznica ima kamatni talon.
- Anuitetni talon imaju one obveznice od kojih se glavnica duga zajedno sa kamatom isplaćuje godišnje.

Svaki talon, nezavisno od toga da li je kamatni ili anuitetni, mora sadržati serijske i kontrolne brojeve obveznice, kao i svoj broj, koji počinje rednim brojem od jedan, pa do „n“ u zavisnosti od roka vraćanja duga.

2.3.3. PREDNOSTI I NEDOSTACI AKCIJA U ODNOSU NA OBVEZNICE

Kapital pribavljen emisijom i prodajom obveznica je pozajmljeni kapital. On se po proteku određenog roka mora vratiti i za njegovo korišćenje se plaća naknada u vidu kamate. U tom smislu obaveze nastale po osnovu prodaje obveznice imaju iste karakteristike kao i obaveze po osnovu dugoročnih kredita. Razlika je u tome što se emisijom i prodajom obveznica, angažuje kapital velikog broja poverilaca čiji pojedinačni ulози ne moraju biti visoki, dok se kod dugoročnih zajmova, po pravilu, angažuje veliki kapital jednog poverioca.

Obaveze po osnovu obveznica nastaju tek pošto kupci uplate novčana sredstva za kupljene obveznice i samo u visini primljenih uplata. Kamata, koja se na osnovu duga za prodane obveznice obračunava i plaća godišnje, predstavlja finansijski rashod i pada na teret tekuće poslovne godine. Isplata obaveza po osnovu obveznica koja sledi po proteku ugovorenog roka, ima za posledicu smanjene likvidnih sredstava i gašenje obaveze

Obveznice, kao hartije od vrednosti koje obezbeđuju unapred utvrđen i garantovan prihod (kamatu), imaju takođe značajnu ulogu u razvijenim tržišnim privredama. Na tržištu obveznica dominiraju državne obveznice. Ona ih najčešće emituje radi pokrića deficita u budžetu (vojni rashodi, razvojni projekti, finansiranje infrastrukture). Na taj način država u savremenim, tržišnim privredama postaje sve značajniji dužnik, a u mnogim slučajevima i najveći. To dovodi do izvlačenja za potrebe privrede sve većeg dela slobodnih novčanih sredstava širokih slojeva stanovništva, kao i samih preduzeća i finansijskih institucija (država često obavezuje banke, penzione fondove, osiguravajuća društva i slično da svoja slobodna sredstva plasiraju za kupovinu ovih obveznica). Time se smanjuje mogućnost direktnog ulaganja u proizvodnju, a negativni efekti takve politike posebno dolaze do izražaja kada država, ovako prikupljena sredstva, koristi za pokriće budžetskih rashoda neproizvodnog i neprivrednog karaktera.

U odnosu na obveznice, akcije omogućavaju mnoge prednosti za njihove vlasnike. Tu, pre svega, treba istaći znatno lakšu transformaciju kapitala iz jednog oblika u drugi i njegovu znatno bržu cirkulaciju između grana i preduzeća – zavisno od visine profitne i dividendne stope. Takođe i zaštitu vlasnika akcija od inflacije kroz revalorizaciju imovine akcionarskog društva, što najčešće nije slučaj kod obveznice i njenog dohotka – kamate. Mogućnost brze zarade na oscilacijama kurseva hartija od vrednosti (prodavanje i kupovanje na kratak i dugi rok po ceni višoj ili nižoj od početne cene) privlači mnogobrojne ulagače. Međutim, nagli padovi kurseva hartija od vrednosti ostavljaju iza sebe probleme u privredi i društvu. U takvim uslovima dobijaju posebno na značaju, za njihove vlasnike, obveznice kao i sigurnost naplate odgovarajućih prihoda.

Valja imati u vidu još jednu razliku između obveznica i akcija. Emitovanjem i prodajom obveznica povećava se zaduženost, ali se zadržava vlasnička kontrola od strane privrednih subjekata nad imovinom njihovih preduzeća. Nasuprot tome, emitovanjem i prodajom akcija vrši se distribucija vlasništva čime se dovodi u pitanje vlasnička kontrola nad imovinom akcionarskog društva. Naime, kontrolu nad poslovanjem akcionarskog društva stiču samo vlasnici kontrolnog paketa akcija. Kontrolni paket omogućava njegovim vlasnicima realizaciju funkcije vlasništva nad stvarnim kapitalom akcionarskog društva, što nije slučaj sa malim akcionarima. Za njih je kupovina akcije faktički slična

pozajmici, a dividenda kamati.

2.3.4. OSTALE ZNAČAJNIJE HARTIJE OD VREDNOSTI

Ukamaćenje slobodnih novčanih sredstava na kraći ili duži rok preduzeće može ostvariti kupovinom hartija od vrednosti, kao što su obveznice, akcije, blagajnički zapisi. Ove hartije od vrednosti imaju svoju prometnu vrednost i mogu se u slučaju potrebe pretvoriti u likvidna sredstva. Kako mogu biti kupovane radi dugoročnog poslovanja preduzeća, ali i prodaje, uobičajena je podela ovih hartija od vrednosti na dugoročne hartije od vrednosti i hartije od vrednosti koje su obrtna imovina.

Osnova za ovu podelu nije prevashodno vrsta hartija od vrednosti već namera koja se ima pri njenom sticanju:

- mogu predstavljati učešća ako su kupljenja sa namerom da se utiče na poslovanje datog preduzeća,
- mogu biti dugoročne hartije od vrednosti ako su namenjene dugoročnom poslovanju,
- mogu biti kratkoročne hartije od vrednosti ako su kupljenje radi prodaje u kratkom roku.

Neke hartije od vrednosti kao blagajnički zapisi na primer, su po svojoj prirodi kratkoročne hartije od vrednosti. Kupovina hartija od vrednosti ima za posledicu smanjene gotovine, a povećanje ovog oblika aktive.

Kako je kupovina hartija od vrednosti motivisana ukamaćenjem uloženog kapitala uz formiranje vrednosti likvidnosti, to se u slučaju potrebe za likvidnim sredstvima one prodaju. Prodajna cena pri tome je različita od nabavne, te se pri prodaji može ostvariti, kako dobitak tako i gubitak.

Prodajom se povećava gotovina za visinu prodajne vrednosti, smanjuje vrednost hartija od vrednosti za nabavnu vrednost prodatih hartija od vrednosti, dok se ostvareni dobitak ili gubitak iskazuje na računu (kako dobitak od prodaje hartija od vrednosti, tako i gubitak od prodaje hartija od vrednosti).

2.4. FINANSIJSKO TRŽIŠTE

Finansijsko tržište predstavlja mesto gde se obavlja razmena, odnosno kupoprodaja finansijskih instrumenta odnosno finansijske aktive. Postojanje finansijskih tržišta nije uvek neophodan uslov da bi se obavila trgovina, odnosno

kupoprodaja finansijske aktive. Razmena se obavlja između vlasnika koji imaju višak sredstava i onih koji imaju manjak, odnosno nedostatak novčanih sredstava.

Prvenstvena **uloga finansijskih tržišta** je da omogući razmenu određenih finansijskih instrumenta **po objektivnim tržišnim cenama**. Pod **drugom** značajnom ulogom finansijskog tržišta podrazumeva se osobina efikasnog **obezbeđenja likvidnosti**. U savremenim uslovima, ova uloga je veoma važna zato što mnoge finansijske transakcije mogu da se odvijaju bez zastoja. Na likvidnom tržištu uvek mogu da se obezbede sredstva, naravno prema utvrđenim pravilima. Step en likvidnosti predstavlja faktor prema kome se određuje klasifikacija finansijskih tržišta.

Treća značajna uloga finansijskih tržišta je **smanjenje ukupnih transakcionih troškova**. Pod ovim troškovima podrazumevaju se **troškovi pronalaženja** novčanih sredstava i **troškovi informacija**. Troškovi pronalaženja novčanih sredstava obuhvataju sve troškove oko kupovine i prodaje sredstava i oni su po pravilu znatno niži kad se sredstva pribavljaju preko tržišta. Informacioni troškovi se odnose na informacije o visini i kvalitetu različitih oblika finansijske aktive. Efikasno finansijsko tržište utiče da ovi troškovi utiču na visinu cene trgovanja finansijskom aktivom.

Razvijene tržišne privrede podrazumevaju postojanje integralnog tržišta, koje pored tržišta robe i radne snage, uključuje i finansijsko tržište. Za razliku od ostalih, finansijsko tržište obuhvata tržište dugoročnih i kratkoročnih sredstava (to je faktički tržište novca¹³), potom tržište deviza i tržište hartija od vrednosti. Step en razvijenosti tržišta hartija od vrednosti često se uzima i kao pokazatelj razvijenosti tržišne privrede. Tako npr. prema studiji D. Vukovića, (Udruženje banaka Srbije - UBS), trgovanje se obavlja bilateralno i multilateralno sa sledećim međubankarskim tržišnim materijalom u okviru međubankarskog servisa UBS*:

1. Eskontno tržište (*Discount market - DM*)
2. Repo tržište (*Repo market - RM*)
3. Finansijsko svop tržište (*Financial swap market - SM*)
4. Finansijsko tržište opcija (*Financial options market - OM*)
5. Termnsko finansijsko tržište (*Financial futures market - FM*)
6. Dinarsko novčano tržište (*Money market - MM*)
7. Tržište deviza i efektivnog stranog novca (*Forex market - FX*)
8. Tržište gotovog novca (*Cash market - CM*)

* Napomena: www.ubs-asb.com

13 Savremni pojam značenja novca

Njegova uloga u funkcionisanju savremenih privrednih sistema zaista je značajna. Naročito treba imati u vidu sledeće karakteristike koje predstavljaju:

- organizovano koncentrisanje slobodnih novčanih sredstava svih kategorija stanovništva i ujednačavanje uslova njihovog plasmana,
- bržu cirkulaciju slobodnih novčanih sredstava između grana i preduzeća,
- mogućnost brže transformacije kapitala iz jednog oblika u drugi,
- povećavanje mogućnosti oplodnje slobodnih finansijskih sredstava.

Klasifikacija finansijskih tržišta. Finansijska tržišta možemo da klasifikujemo na više načina. Jedna vrsta klasifikacije vrši se prema **vrsti finansijskih instrumenata** koji su predmet trgovanja, kao na primer tržište gotovinom (kreditno), akcija, obveznica, tržište finansijskih derivata i druge podele.

Zatim možemo da ih posmatramo kao tržište prema predmetu trgovanja kao što su **dužnički i vlasnički finansijski instrumenti**. Dužnička su sva ona sredstva nastala u oblasti kupoprodajnih transakcija, a vlasnička na osnovu emisije najčešće osnivačkih uloga.

Takođe, postoje tržišta gde se trguje kratkoročnim finansijskim sredstvima, to su **novčana tržišta**. Za razliku od njih tržišta na kojima se trguje finansijskom aktivom sa dugoročnim dospećem, dužim od jedne godine, označavamo kao **tržišta kapitala**.

Postoji još jedna vrsta podele, prema vrsti potraživanja potpuno novoemitovanih hartija od vrednosti označenih kao primarno tržište i trgovanje sa već emitovanim hartijama od vrednosti, označeno kao sekundarno tržište.

Osim ovih podela postoje i drugi načini klasifikacije, kao na primer ona gde se odmah može obaviti transakcija kao što su tzv. spot ili gotovinska.

Uobičajna je podela tržišta hartija od vrednosti na primarno (emisiono) i sekundarno tržište. Primarno tržište obuhvata tzv. prvu prodaju emitovanih hartija od vrednosti, a sekundarno je naziv za njihove dalje kupoprodajne transakcije na berzama koje su specijalizovane za promet (kupovinu i prodaju) hartija od vrednosti. Iako se obe berze mogu različito definisati, one se najčešće označavaju kao organizovano tržište hartija od vrednosti. Njihov smisao je da se obezbedi organizovana koncentracija ponude i tražnje dugoročnih finansijskih sredstava na jednom određenom mestu, da se ujednače uslovi njihovog plasmana i obezbedi njihova efikasna i racionalna alokacija.

Specifičnost tržišta hartija od vrednosti je što na njemu, kao partneri, potpuno dominiraju velike privredne organizacije ili tzv. specijalizovani tržišni subjekti (specijalizovane banke, penzioni fondovi, fondovi osiguranja, specijalne firme za upravljanje kapitalima svojih komitenata). Naime, prema nekim procenama

u svetu se samo 10% emitovanih akcija nalazi u rukama pojedinačnih građana, što je za način funkcionisanja tržišta hartija od vrednosti gotovo zanemarljivo. Za savremeno tržište hartija od vrednosti je donekle karakteristično i to da postepeno opada značaj finansiranja na osnovu emisije akcija, a da se utoliko više koriste mogućnosti emitovanja obveznica. Mada se kao razlog ovome navode troškovi emitovanja novih akcija, stvarni razlog je verovatno u tome što to ne odgovara onim akcionarima koji imaju kontrolni paket akcija.

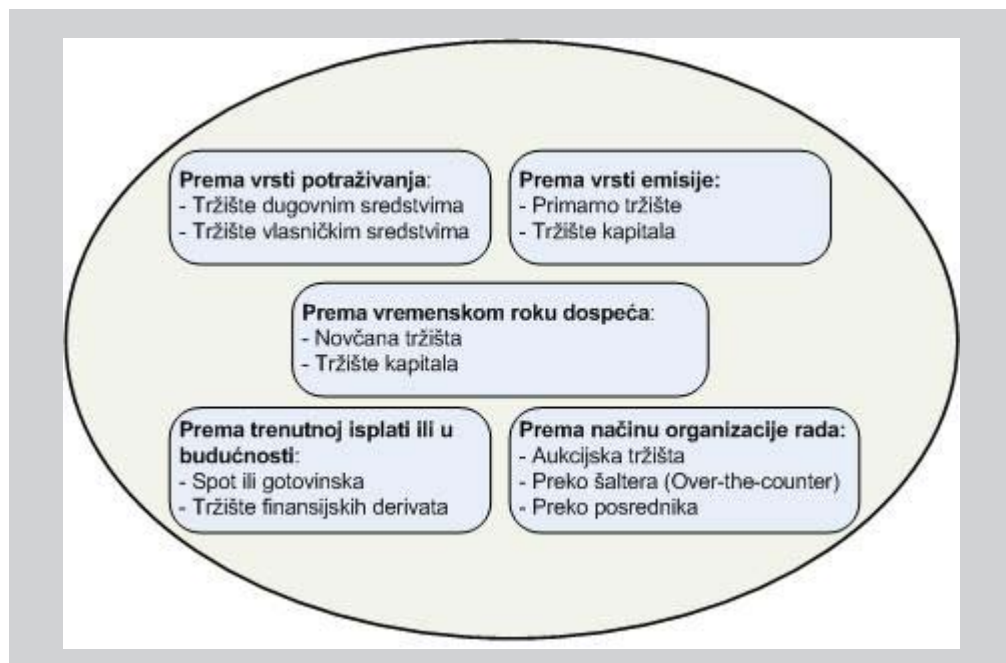


Tabela 2.3. Klasifikacija finansijskih tržišta¹⁴

Savremene tendencije razvoja finansijskih tržišta idu ka njihovoj snažnoj globalizaciji. Globalizacija finansijskih tržišta, u suštini predstavlja sjedinjenje velikog broja finansijskih tržišta u jedno sveobuhvatno internacionalno finansijsko tržište. Na ovakav tok utiču, kao prvo, brz tehnološki napredak, zatim liberalizacija ili deregulacija finansijskih tržišta i značajan porast institucionalizacije finansijskih tržišta. Sa aspekta globalizacije možemo da ih klasifikujemo na unutrašnja i spoljašnja, odnosno daljom podelom na domaća, strana i internacionalna finansijska tržišta. Svi oblici trgovanja na ovim tržištima moraju da se odvijaju u skladu sa zakonskim propisima zemalja gde je sedište pravnih i

¹⁴ F.J.Fabozzi, F. Modigliani, F.J.Jones, M. G. Ferri, *Foundations of financial markets and institutions*, Pearson Education International, 2002, str. 6

fizičkih lica, kao i zemlje gde je sedište samog finansijskog tržišta.

Na tržištu hartija od vrednosti vrši se distribucija i alokacija-usmeravanje slobodnih finansijskih sredstava pre svega u investicione svrhe. To su dugoročna finansijska sredstva. Osnovni motiv na ponudu ovih sredstava (namenjenim kupovini hartija od vrednosti) je zarada u obliku kamate ili dividende. Međutim, kako je sigurnost dugoročnih plasmana manja nego kratkoročnih, to je njihova cena veća nego na tržištu kratkoročnih sredstava gde je rizik manji (tržište novca). Uz to, visina kamate koja se dobija za dugoročni plasman zavisi i od vremenskog perioda tog plasmana. Ukupnu dobit koja se ostvaruje po osnovu dugoročnih plasmana čine neto kamata i riziko premija (premija na rizik). Ova kamata se određuje zavisno od ponude i tražnje, a premija za rizik zavisi od više različitih činilaca koji utiču na sigurnost dugoročnih plasmana finansijskih sredstava (privrednih, političkih, valutnih, fiskalnih i drugih).

Interesantno je da većina svetskih tržišta ima i nadimak, pa se tako tržište stranim sredstvima u SAD naziva *Yankee market*, u Japanu *Samurai market*, Velikoj Britaniji *Bulldog market*, u Holandiji *Rembrandt market* i na primer u Španiji *Matador market*.

Savremene finansije u razvijenim ekonomskim sistemima kao najrazvijeniji oblik poznaju tržišta finansijskih derivata. Na ovim tržištima trguje se najviše fjučersima i opcijama.

Fjučersi i opcije predstavljaju vrstu finansijskih instrumenata tipa derivata, kojima se trguje na tržištu finansijskih derivata.

Fjučersi su vrsta finansijskih instrumenata u obliku standardizovanih ugovora. Ovim ugovorom kupac se obavezuje da plati cenu na dan dospeća prema predmetu ugovora za robu koju će prodavac da isporučiti. Postoje ugovori koji sadrže tačan predmet vrste robe, kao i oni ugovori koji nemaju predviđenu isporuku već samo obavezu da će se izvršiti isplata razlike cene koja je utvrđena ugovorom. Pri zaključenju ugovora utvrđuje se granica odstupanja od cene u odnosu na ugovor koju prati *clearing house* i redovno obaveštava potpisnike o fluktuacijama cene. Potpisnici ugovora su u obavezi da plate eventualne razlike.

Opcije su takođe vrsta hartija od vrednosti, ali nisu standardizovani kao fjučersi. Ovim ugovorima samo se stiče pravo da se izvrši predmet iz ugovora ali ne i obaveza. Drugim rečima, može da se odustane od izvršenja obaveza, a obavezan je samo da plati opcionu premiju. Ovo je danas jedan od najrazvijenih ob-

lika trgovanja derivatima.

REGULATIVA O TRŽIŠTU HARTIJA OD VREDNOSTI U SRBIJI*

Predmet i cilj. Ovom regulativom se uređuju uslovi i postupak javne ponude hartija finansijskih instrumenata, koja se vrši radi trgovine na organizovanom tržištu, prava i obaveze kao i uslovi za osnivanje ovlašćenih učesnika na organizovanom tržištu, kao i organizacija i nadležnosti komisije.

Cilj propisa je obezbeđivanje otvorenog, javnog, ravnopravnog, efikasnog i ekonomičnog tržišta hartija od vrednosti, zatim zaštita investitora, drugih korisnika finansijskih usluga i ostalih učesnika na tržištu hartija od vrednosti

Primena regulative.

Zakon se odnosi na sledeće finansijske instrumente:

- 1) hartije od vrednosti koje se izdaju u seriji,
- 2) varante za kupovinu akcija ili obveznica i druge hartije od vrednosti koje daju pravo na kupovinu akcija ili obveznica,
- 3) standardizovane finansijske derivate za hartije od vrednosti, odnosno depozitne potvrde i druge vrste finansijskih instrumenata koje komisija utvrdi kao finansijske instrumente kojima se može trgovati na organizovanom tržištu.

Regulativa se ne primenjuje za:

- 1) polise osiguranja osiguravajućih društava,
- 2) hartije od vrednosti koje se izdaju povodom prometa robe i usluga, kao što je menica, ček, pismeni uput, konosman, tovarni list, skladišnica i druge hartije od vrednosti čije su izdavanje i promet uređeni posebnim zakonom;
- 3) druge isprave o dugu, novčanom depozitu ili štednji koje nemaju svojstva hartije od vrednosti u skladu sa ovim zakonom;
- 4) izvedene i druge finansijske instrumente koji nisu standardizovani i koji kao finansijski instrumenti nisu utvrđeni;
- 5) udele zatvorenih društava;
- 6) investicione kupone otvorenih investicionih društava.

Komisija za hartije od vrednosti vrši nadzor nad primenom propisa i obavlja druge poslove u skladu sa nadležnostima, kao i propisima kojima se uređuje rad društava za upravljanje fondovima i investicionim fondovima, kao i drugim propisima, a odnose se na poslovanje sa hartijama od vrednosti za trgovanje na organizovanom tržištu.

*Videti više *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata*, "Sl. Glasnik RS", br. 97/2006, 47/2006.

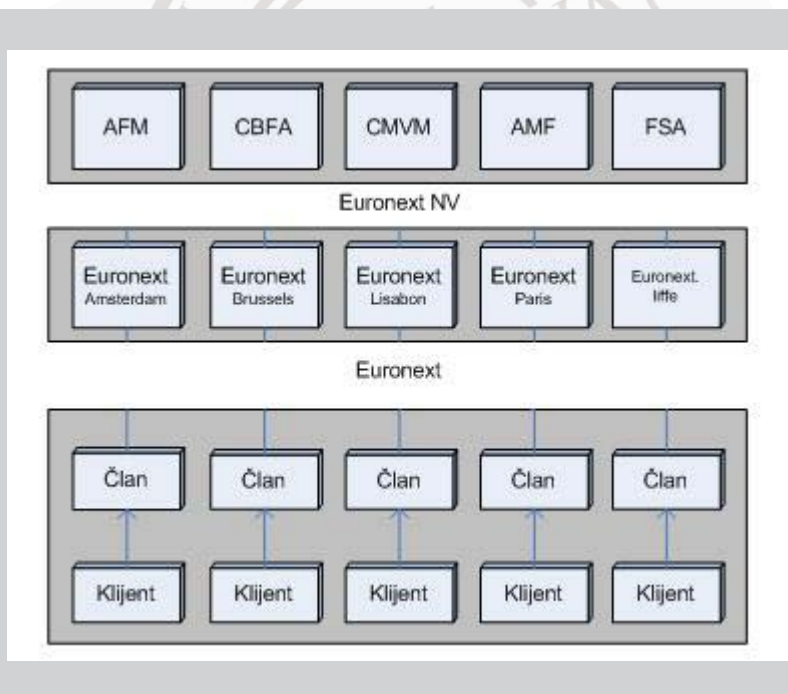
2.4.1. Primer: Regulatorna rada finansijskih tržišta

Finansijske berze predstavljaju mesto gde se obavlja trgovina finansijskom aktivom. Daćemo jedan osvrt na rad jedne od evropskih berzi.

Jednu od značajnih svetskih berzi predstavlja novoosnovana *Euronext* berza, nastala u septembru 2000. Tada je došlo do spajanja berzi Amsterdama, Brisela i Pariza. Stvorena je prva panevropska berza kojoj se kasnije priključuju LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) u oktobru 2001 i portugalske berze iz Porta (trgovina finansijskim derivatima) i Lisabona oktobra 2002.

To je prva evropska berza sa međunarodnim dimenzijama. Sve članice, svake od ovih ujedinjenih berzi, automatski su postale 100% članice Euronext N.V. Euronext N.V. je preduzeće koje se bavi kotacijom od jula meseca 2001. godine.

Postoji jedinstven sistem rada i uvedene su skraćénice koje pomažu klijentima da se brže prepoznaju prema području kotacije.



Slika 2.1. Pregled skraćénica osnivača *Euronext NV*

Da bi se trgovalo na ovoj berzi potrebno je da se ispune i određena pravila kao što su :

- Da se najmanje 25% ukupne vrednosti kapitala stavi na raspolaganje za trgovinu,
- Da se daju na uvid oditovani računovodstveni bilansi za poslednje tri godine poslovanja.
- Za svaku godinu se određuju kriterijumi pristupa listi trgovanja prema kapitalizaciji berze za određene kategorije.

U 2005 su određena tri takva odeljka, a klasifikacija je izvršena na sledeći način:

Kapitalizovana berzanska (aktiva) vrednost

Odeljak A: preko 1 milijarde evra,

Odeljak B: između 150 mil. evra i jedne milijarde evra, i

Odeljak C: manja od 150 mil. evra.

U 2003. otvoreni su i delovi berze koji rade sa preduzećima koja imaju posebne zahteve ili nerešene pravne aktivnosti u vezi sa reorganizacijom.

Takođe *Euronext* je omogućio da se bira u kome će od postojećih sektora da se trguje u zavisnosti od delatnosti preduzeća. Postoje dva sektora tog tipa: *NextEconomy* i *NextPrime*.

NextEconomy je deo koji se odnosi na preduzeća čija je delatnost iz oblasti novih tehnologija, kao što su visoke tehnologije, bio-tehnologije, Internet, telekomunikacije, mediji, igre sa numeričkim podacima.

NextPrime je deo u kome trguju preduzeća tzv. tradicionalnih sektora.

Euronext.N.V. je organizovan kao preduzeće sa filijalama koje imaju osiguran pristup sistemu finansijskog tržišta. Pravni akti (osnivački i Statut) Euroneksta propisuju način rada u pogledu sledećih elemenata:

- određuju pravila, uključujući i posebna pravila zbog specifičnosti zakona svake zemlje članice,
- odobrava veličinu vrednosti i vrste finansijskih instrumenta za trgovanje,
- odlučuje o pristupu novih članova,
- kontroliše informacioni sistem za kotacije,
- obezbeđuje javnost pregovaranja i difuziju tokova,
- registruje sve pregovore između članica radi prevazilaženja svih prob-

lema, preračuna i obračuna,

- emitentima nudi usluge kotacije i realizaciju svih finansijskih operacija.

Videli smo da su potrebne vrednosti aktive veoma visoke, da bi se uopšte uključili u rad ovog tržišta, što se pokazalo kao veliki nedostatak. U okviru ekonomskih sistema ne posluju samo velika preduzeća uspešno, ima i puno malih i srednjih preduzeća. Ekonomski pokazatelji su im veoma dobri, ali obim aktive nije bio dovoljan. To je tržište zemalja koje imaju veliku ekonomsku moć, ali koje su uvidele potrebu za promenom, jer je u suštini postojala jedna vrsta ekonomske diskriminacije - ograničenja. Zato je doneta odluka i u maju 2005, osnovano je novo tržište *Alternext*.

Alternekst je tržište za mala i srednja preduzeća u zoni evra. Tako je limit za pristup promenjen i on iznosi 2,5 miliona evra ukupne aktive. *Euronekst* je kreirao ovo tržište da bi omogućio malim i srednjim preduzećima da obezbede nove izvore za finansiranje njihovog razvoja, da se omogući uvid u poslovanje ovog sektora i da pomogne tim preduzećima da se napravi razlika u pogledu konkurentnosti. Pristup ovom tržištu imaju sva preduzeća iz evro zone i sva ona koja posluju na toj teritoriji. Ovo tržište nudi brz i jednostavan pristup po veoma pristupačnim troškovima, a investitorima obezbeđuje zaštitu u pogledu održavanja stalne likvidnosti.

Direktan pristup mogu da imaju preduzeća koja su plasirala najmanje 2,5 miliona evra u hartije od vrednosti na domaćem tržištu. Da bi se trgovalo na *Alternekstu* mora da postoji istovremeno ili (1) javna ponuda bilo prodaje ili emisije novih akcija ili (2) ulaganja, koja mora da beleže rast od najmanje 5 miliona evra od strane solidnih investitora u periodu od najmanje dve godine pre prijave na listu berze.

Ukoliko preduzeća dobiju poverenje na tržištu, nisu u obavezi da prilažu kvartalne rezultate poslovanja prema IFRS (International Accounting Reporting Standards - Međunarodni računovodstveni standardi), ali se od njih očekuje da redovno dostavljaju sledeće informacije:

- bilo koji podatak koji može da utiče na cenu,
- neoditovan polugodišnji bilans,
- oditovan godišnji bilans, revizorski izveštaj kompletiran sa finansijskim izveštajem
- podatke o većinskim akcionarima (onih koji poseduju 50% ili 95% od ukupnog kapitala).

Na *Euronext* tržištu postoji više pokazatelja trgovanja i oni su klasifikovani prema mestu trgovanja i ekonomskim pokazateljima poslovanja klijenata.

| Mesto | Pokazatelj | Opis |
|----------------|---|--|
| Euronext Pariz | CAC 40 | 40 najjačih preduzeća |
| | CAC NEXT 20 | 20 najjač. pred. posle CAC 40 |
| | SBF 80 | 80 najjač. pred. posle CAC 40 |
| | SBF 120 | CAC 40+ SBF 80 |
| | CAC MID 100 | 100 prvih posle CAC 40 i CAC NEXT 20 |
| | CAC IT20 | 20 prvih vrednosti veličine i obima CAC IT |
| | SBF 250 | CAC 40+ SBF 80+130 sledećih |
| | CAC Small90 | 90 najslabijih od SBF 250 |
| | CAC Mid&Small | CAC Mid 100+ CAC Mid |
| | CAC IT | Pregrupisani prema vel. iz grupe tehnol. |
| CACAllshares | Pregrup. sa <i>Euronext</i> Pariz čiji je god. obrt >5% | |

| Mesto | Pokazatelj | Opis |
|--|--|--|
| Euronekst Amsterdam | AEX Amsterdam Midkap index Amsterdam Exchanges All-Share index | 25 najjačih na berzi 25 proseka najjaktiv. Pregrupisane sve vred. |
| Euronekst Brisel | Bel 20 | 20 najlikvidnijih akcija |
| Euronekst Lisabon | PSI 20 | 20 najlikvidnijih akcija |
| <i>FTSEurofirst</i> <i>FTSE+Euronext</i> <i>NV</i> | FTSEurofirst 80 FTSEurofirst 100 | 80 velič. iz zone € 100 velič. pan-evropskih |
| Euronekst NV | Next CAC 70 Euronext 100 Next 150 NextEconomy NextPrime Alter All Share | 70 najjačih <i>Euronext</i> 100 najjačih <i>Euronext</i> 150 najjačih posle 100 Pregrup. prema pokaz. <i>NextEconomy</i> Pregrup. prema pokaz. <i>NextPrime</i> Pregrup. prema kotacionim vrednostima na <i>Alternext-u</i> |

Tabela 2.4. Osnovni pokazatelji na *Euronext.N.V.*

◆ Trgovanje finansijskom aktivom na Londonskoj berzi

Interesantno je da se pogleda izveštaj¹⁵ o trgovanju različitim oblicima finansijske aktive na jednoj od najvećih svetskih berzi po obimu transakcija. Londonska berza ima dugu tradiciju i vreme njenog osnivanja vezuje se za 17 vek, od kada radi sa manjim prekidima. Videli smo da je jedan deo trgovanja finansijskim derivatima ušao u okrilje Euroneksta. Prema podacima za 2005. godinu, koju je sačinila kompanija *Oxera*, vidi se da je obim trgovanja na svim segmentima tržišta rastao. Troškovi trgovanja državnim hartijama su niži u SAD, za oko 3% u odnosu na evropska tržišta.

Londonska berza je uspeła da održi vodeću poziciju u pogledu trgovine korporativnim hartijama.¹⁶

(\$ mlrd.)

| Mesto | Vrednost imovine | Vrednost akcija |
|----------------------|------------------|-----------------|
| <i>London</i> | 14 ,049 | 7,584 |
| <i>New York</i> | 11,759 | 3,081 |
| <i>Boston</i> | 4,912 | 2,467 |
| <i>San Francisco</i> | 2,889 | 1,631 |
| <i>Los Angeles</i> | 1,529 | 1,043 |
| <i>Chicago</i> | 1,408 | 702 |
| <i>Paris</i> | 3,106 | 1,359 |
| <i>Frankfurt</i> | 3,106 | 837 |
| <i>Munich</i> | 1,241 | 1,11 |

Napomena: Podaci se odnose na imovinu kojom se trgovalo na osnovu podataka za septembar, 2005.

Izvor: *Bigdough/Hemscott, Inc.*

Tabela 2.5. Vrednost obima trgovine finansijskom aktivom u svetu na finansijskim berzama, 2005.¹⁷

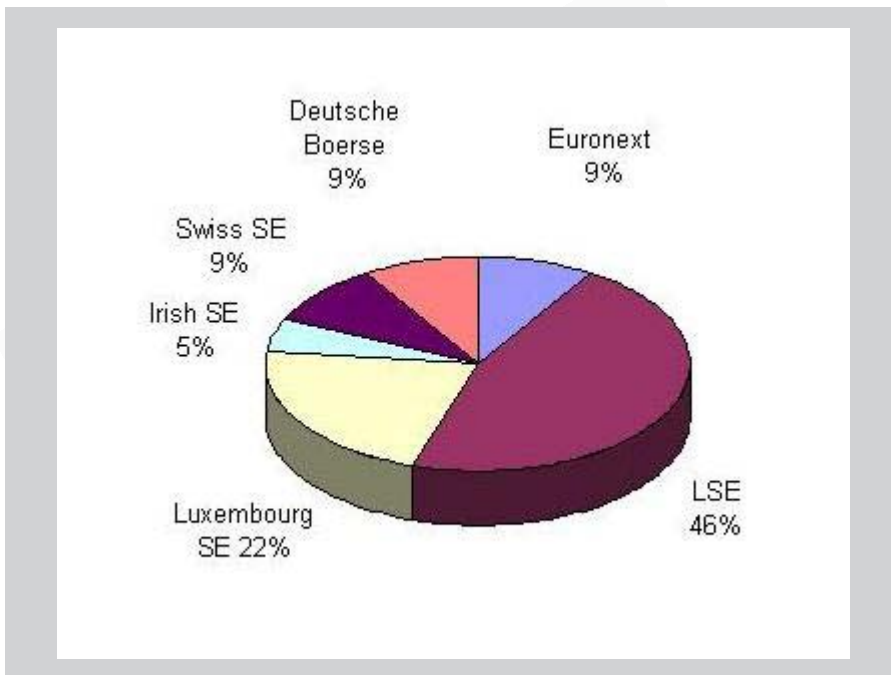
15 Izveštaj London Stock Exchange, *Oxera, The cost of capital: An international Comparison*, City of London, June, 2006

16 Isto, str. 35

17 Isto, str. 36

U izveštaju se na osnovu sagledane analize navodi da je trgovanje korporativnim hartijama evropski fenomen, odnosno pojava. One su uglavnom međunarodnog karaktera, što ukazuje na to da je evropska privreda potpuno otvorena, i da se trguje u obliku Eurobonda i Euro-MTNs. To sve naravno utiče na sam kapital preduzeća, ali u različitom stepenu. Utvrđeno je da postoji slaba veza između listinga mesta gde se trguje i nacionalnog objedinjenog (*pool-a*) kapitala. Upravo je Londonska berza dominantno mesto ovih trgovanja.

Što se tiče ostalih finansijskih tržišta, najbolje vidimo iz sledećeg grafičkog prikaza procenat učešća po pojedinim tržištima:



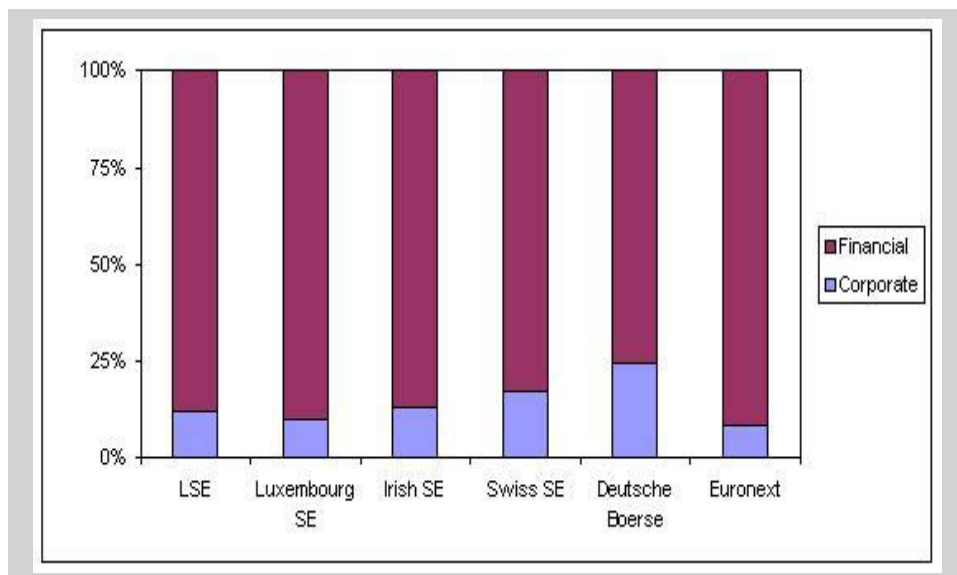
Napomena: Slika pokazuje udeo svakog tržišnog listinga ukupno u \$USD međunarodnih hartija (od 1. januara 2004 do 30. juna 2005) više od šest meseci, prema *Bloomberg-u* (međunarodne *Eurobond* i *Euro –MTNs*). Uzorak obuhvata 6,353 hartija u toku posmatranog perioda.

Izvor: *Oxera* preračun na osnovu podataka datim u tabelama *Bloomberga*.

Slika 2.2. Procenat učešća obima međunarodnih korporativnih hartija, 2004-05¹⁸

¹⁸ Isto, str. 62

Na osnovu ovih podataka vidimo da su emitenti hartija od vrednosti dominantno finansijske institucija na svim svetskim berzama.



Napomena: Pregled korporativnih hartija od vrednosti koje su emitovale finansijske i nefinansijske institucije u % na svakom tržištu (od 1. januara 2004 do 30. juna 2005), prema podacima datim u tabelama *Bloomberg-a*. Finansijske institucije uključuju banke, različite finansijske usluge, osiguranja, nekretnine, štedionice, investicione kompanije, kao što ih je *Bloomberg* klasifikovao u tu industrijsku grupu. Međunarodne *Eurobond* i *Euro-MTNs*.

Slika 2.3. Pregled odnosa učešća hartija od vrednosti finansijskih i nefinansijskih institucija, 2004-2005

2.5. FINANSIJSKA REGULATIVA

Svaki finansijski sistem funkcioniše prema određenim propisima i pravilima koje određuje svaka država. Radi povećanja efikasnosti ekonomskog sistema, država često pribegava sistemu upravljanja direktnim zakonima. Međutim, u cilju očuvanja efikasnosti i samostalnosti ekonomskog sistema, država mora da vodi računa do koje granice treba da sprovodi sistem “čvrste ruke”. Evidentno je da danas imamo upravljanje mešavinom sistema neokejnizijanaca i monetarista, nema ni jednog potpuno čistog oblika. Možemo da govorimo samo da li je na nekoj teritoriji dominantan državni ili liberalni oblik upravljanja.

Po pitanju finansijske regulative govorimo o skupu mera i propisa koji bliže određuju način sprovođenja finansijskih transakcija i obračun rezultata poslovanja.

Propisi iz oblasti finansijskih transakcija obuhvataju zakone koji regulišu način plaćanja i vrste institucija koje su ovlašćene, u tehničkom smislu, da ih realizuju. U Srbiju su to poslovne banke, berze i, za nadgledanje regularnosti poslovanja, Komisija za sprečavanje pranja novca. Takođe svi elektronski oblici prenosa sredstava podležu verifikaciji tačnosti prenosa transakcija.¹⁹

Evidentiranje i prezentacija finansijskih podataka mora da se sprovede u standardizovanim oblicima. Sva knjiženja se sprovode preko strogo utvrđenih računovodstvenih standarda, koji takođe podležu reviziji podataka. Zato kažemo da je sistem računovodstvenih računa drugi bitan segment finansijske infrastrukture. Računovodstveni podaci nam služe kao osnova za obračun stope rentabilnosti i mnogih drugih ekonomskih pokazatelja.

2.6. JAVNE FINANSIJE I FINANSIJSKO PRAVO

Prethodno smo već ukazali da svaka država donosi zakonske propise za oblast finansija, primenjuje ih i potpuno kontroliše njihovo sprovođenje. Država takođe ima obavezu da stalno unapređuje ovu regulativu, paralelno sa promenama koje utiču na ovu oblast. Iz tog razloga formira posebne organe kojima prenosi u nadležnost praćenje sprovođenja određenih propisa. Tako po pitanju kreditno-monetarne politike nadležnost prenosi centralnoj banci, dok konkretnu

¹⁹ Pogledati više: S. Barać, B. Stakić, M. Hadžić, M. Ivaniš, *Praktikum za bankarstvo* Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2007.

ekonomsku politiku prenosi na organe vlade, gde ministarstvo finansija preuzima nadležnost za upravljanjem javnim prihodima i rashodima. Za finansijske organizacije koje direktno sprovode i kontrolišu ove oblasti, kažemo da su to državne finansijske institucije.

Država takođe reguliše i druge oblasti iz domena finansija, kao na primer rad berzi, ali ne putem kontrole tih organa, već putem paradržavnih organizacija, u Srbiji su to najčešće komisije (Komisija za emisiju hartija od vrednosti, Komisija za sprečavanje pranja novca i druge).

“Finansijsko pravo je deo pravnog sistema određene zemlje..., a predstavlja skup pravnih propisa kojima se regulišu oni društveni odnosi koji nastaju pri prikupljanju, raspodeli i trošenju sredstava kojima se zadovoljavaju (opšte i zajedničke) javne potrebe.... Zavisno o karakteru normi kojima se regulišu finansijski odnosi, možemo razlikovati opšte i posebno finansijsko pravo. Opšti deo finansijskog prava čini ukupnost pravnih normi kojima se obezbeđuje jedinstvo finansijskog sistema, utvrđivanjem opštih principa na kojima se zasnivaju finansijski odnosi. Poseban deo finansijskog prava čini ukupnost pravnih normi kojima se na jedinstven način reguliše određena grupa finansijskih odnosa (poresko pravo, takseno pravo, budžetsko pravo, pravo osiguranja, itd.).... Finansijsko pravo delimo na nacionalno (u nutrašnje) i međunarodno... Međunarodno finansijsko pravo predstavlja skup normi kojima se regulišu međudržavni finansijsko pravni-odnosi, ... ono nema univerzalni karakter ... jer države reulišu svoje odnose na principu ravnopravnosti i međusobnog usklađivanja interesa. Kao primer ... mogu da posluže akta kojima je regulisano članstvo u MMF, IBRD, IFC, IDA ... “ [Prema: S. Barać, B. Stakić, M. Ivaniš, *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2006, str.7-8].

Usled snažnog procesa globalizacije savremene finansije se stalno menjaju. Kao rezultat tog procesa imamo osnivanje mnogih specijalizovanih tela koji regulišu i koordiniraju finansijsko poslovanje određenog domena. Često ove organizacije nastoje da izvrše harmonizaciju načina poslovanja finansijskih organizacija. Tako imamo Međunarodni monetarni fond, Svetsku banku, Evropsku banku za obnovu i razvoj i mnoge druge.

2.6.1. MEĐUNARODNE FINANSIJSKE ORGANIZACIJE

Postoji više različitih organizacija koje se bave koordinacijom u oblasti finansijske politike. Tu kao najznačajniju navodimo Banku za međunarodne obračune sa sedištem u Bazelu (BIS). Ona ima ulogu u harmonizaciji bankarskih normi. Takođe imamo više međunarodnih finansijskih organizacija među kojima je svakako najpoznatija Međunarodni monetarni fond - MMF-(eng.IMF) i

Međunarodna banka za obnovu i razvoj (eng. IBRD). Međunarodni monetarni fond određuje ekonomske i finansijske uslove zemalja njenih članica. On se takođe bavi regulativom tehničke pomoći i stručnih saveta. Ova organizacija nastoji da preporuči i uspostavi pravila u oblasti međunarodnog trgovanja i finansija. Svakako jedna od njenih važnih uloga je i pružanja finansijske pomoći zemljama koje treba da uspostave platno bilansnu ravnotežu u odnosu na druge zemlje.

Za razliku od ovih organizacija, Svetska banka predstavlja finansijsku instituciju koja se bavi finansiranjem investicionih projekata u zemljama u razvoju, tako što prikuplja potrebna novčana sredstva od investitora i ulaže ih u projekte koje podležu njenim ekonomskim kriterijumima.

PROVERA ZNANJA

1. Objasnite finansijski sistem.
2. Objasnite učesnike i elemente finansijskog sistema.
3. Navedite nedepozitarne finansijske posrednike.
4. Objasnite najznačajnije hartije od vrednosti.
5. Objasnite finansijsko tržište.
6. Objasnite finansijsku regulativu.
7. Navedite međunarodne finansijske institucije.

BIBLIOGRAFIJA

- I. Z. Bodie et R. Merton, *Finance*, édition française dirigée par C. Thibergie, Pearson Éducation, France, 2001.
- II. R. Goffin, *Principes de Finance Moderne*, 3 éd. Economica, 2001.
- III. F.J.Fabozzi, F. Modigliani, F.J.Jones, M. G. Ferri, *Foundations of financial markets and institutions*, Pearson Education International, 2002.
- IV. R.C. Merton, *A functional perspective of financial intermedia tion*, Financial Management, 24, summer, 1995.

- V. P. Spieser, *Information économique et marchés financiers*, Economica, Paris, 2000.
- VI. J-P. Valette, *Droit de la régulation des marchés financiers*, Guilano éd., Paris, 2005.
- VII. E. Turban, E. McLean, J. Wetherbe, *Informaciona tehnologija za menadžment-transformisanje poslovanja u digitalnu ekonomiju*, prevod 3.izdanja, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2003.
- VIII Lj. Jeremić, *Mogućnosti novih oblika investiranja u Srbiji*, Ekonomski vidici, br. 3/2006, Beograd, 2006.
- IX. S. Barać, B. Stakić, M. Hadžić, M. Ivaniš, *Praktikum za bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2005.

Internet prezentacija:
www.ici.gov



II DEO

NOVAC I MONETARNA POLITIKA



3. NOVAC

4. NOVAC I PLATNI SISTEM

5. PREDVIĐANJE NOVČANIH TOKOVA

Cilj izlaganja

- Definisanje uloge i značaja novca u savremenim okolnostima
- Presentacija sprovođenja monetarne politike putem instrumenata monetarnih vlasti

Plan izlaganja

3 Novac

3.1. Značaj i uloga novca

3.2. Ponuda novca i monetarna politika

3.2.1. Monetarni agregati

3.2.2. Eskontna stopa

3.2.3. Obavezna rezerva

3.3. Uticaj monetarne politike na privredu

3.4. Makroekonomski okvir u Srbiji

DODATAK A: Ciljevi monetarne politike za 2007. godinu

Rezime

Monetarna politika je deo ekonomske politike²⁰ koju sprovodi država preko svoje centralne banke. Cilj ove politike je da reguliše obim novčane mase, brzinu novčanog opticaja, količinu novca u prometu, radi ostvarivanja planiranih ekonomskih ciljeva.

Monetarna politika realizuje politiku emisije i povlačenja novca iz opticaja.

20 Četiri primarna, iako nekompatibilna, cilja makroekonomske politike su deo makroekonomske politike: puna zaposlenost, stabilnost cena, stabilnost deviznog kursa (platnobilansna ravnoteža) i stabilan privredni rast čine "magični kvadrat" (Kaldor, 1971.)

Obzirom da savremeni novac ima prirodu kreditnog novca, uobičajeno je da se kreditna i monetarna politika, posmatraju kao celina, kao kreditno-monetarna politika.

Kako se monetarna politika bavi novcem kao sredstvom razmene, kreditima, novčano-kreditnim odnosima, ona proučava celovitost novčanih odnosa, sve komponente novčane mase i uzroke njihovih promena.

Ponuda novca nalazi se u središtu ove politike. Postoji više teorijskih pristupa koji definišu novčanu ponudu. Osnovni kriterijum za određivanje uže ili šire definicije predstavlja princip likvidnosti, odnosno trošak po kome se neka finansijska imovina ili vrednost može da pretvori u trenutno raspoloživ novac. Definicije koje određuju novac, kao sam konačan oblik trenutno raspoloživog novca, bave se užim pristupom, dok one druge, koje posmatraju više finansijskih oblika imovine, koje se mogu iz štednih i drugih oblika zameniti u trenutno raspoloživ, nazivamo definicije u širem smislu. Karakter ovih definicija je važan, zato što od njega zavisi podela, odnosno klasifikacija na novčane agregate, koji obuhvataju sav novac i supstituisani novac (e-novac, kredit i drugi oblici).

KLJUČNE REČI: novac • ekonomska politika • kreditno - monetarna politika • novčani sistem • platni sistem

3. NOVAC

Rezime

U savremenim privrednim sistemima novac ima znatno širi smisao, nego što je to bilo u ranijim vremenima. Danas se pod novcem u najvećem broju država prihvataju svi oblici sredstava kojima mogu da se izmire obaveze za plaćanje roba i usluga kao i isplatu dugovanja. Ono što je zajedničko svima privrednim sistemima je da u okviru svakog finansijskog sistema, centralne banke imaju ulogu da vode računa o ukupnoj količini novčanih fondova. Za ovu svrhu vrši se klasifikacija novca u nekoliko oblika, agregata koji su uporedivi u svim zemljama. Ponuda novca mora da bude u skladu sa ukupnim fondom proizvedenih dobara i usluga. Način obavljan-

ja novčanih transakcija u svakoj zemlji određen je platnim sistemom zemlje, koju takođe u pogledu regulative sprovodi centralna banka.

KLJUČNE REČI: novac • monetarni agregati • novčana masa • eskontna stopa • obavezna rezerva

3.1. ZNAČAJ I ULOGA NOVCA

Značaj novca proističe upravo iz njegove uloge u savremenoj ekonomiji i dominantnog tržišnog sistema savremenog poslovanja. Većina teoretičara definiše pet ključnih uloga novca koje omogućavaju da se na najefikasniji način obave procesi razmene, kako u okviru nacionalne ekonomije tako i međunarodnog sistema razmene roba i usluga. To su sledeće funkcije novca: A. Sredstvo razmene, B. Sredstvo obračuna, C. Oblik zaliha, D. Standard plaćanja, E. Svetski novac.

A. Novac kao sredstvo razmene. Pojam novca je veoma širok, kao što smo već prethodno rekli. Pod novcem se uvek prihvatalo, svako ono sredstvo, koje može da služi kao sredstvo za izmirenje obaveza za plaćanje dobara, usluga i dugovanja po svim osnovama. Tako na primer, danas je u širokoj upotrebi novac u papirnom, kovanom i elektronskom obliku. Nekada su se kao sredstvo razmene koristili različiti oblici metala, kože, drveta i slično. Za tu funkciju novca, kada se vrši razmena jedne robe za drugu, kažemo da jedna roba obavlja ulogu novca kao sredstva razmene. Ovu ulogu mogu da obavljaju robe koje su kao prvo, prihvaćene kao sredstvo razmene, zatim moraju da poseduju stalni, nepromenljiv kvalitet. Takođe je važno da su otporne i dugotrajne na habanje ili gubljenje fizičkog oblika, zatim moraju da bude relativno prihvatljive težine za lak transport, odnosno za brzo premeštanje sa jednog mesta na drugo i svakako, izuzetno važno da su deljive.

B. Novac kao sredstvo obračuna. Iz prethodne uloge robe kao novca proizilazi osobina da se jedna roba meri srazmerno u odnosu na drugu i iskazuje kao ekvivalent novčane vrednosti. Tako se postepeno sužavao broj roba i predmeta koji su bili u ulozi novca, pa prema tome umesto da se koristi veliki broj roba za tu namenu došlo se do toga da svaka roba ima jedan ekvivalent vrednosti, odnosno cenu. Na ovaj način novac je dobio funkciju sredstva obračuna vrednosti roba i usluga, pa se prema tome svaka roba iskazuje u vrednosti jedne robe kao što je na primer zlato. Kada se u okviru nacionalne ekonomije koristi,

na primer, zlato kao novac, onda to znači da svaka proizvedena roba ili usluga treba da se iskažu u srazmernoj vrednosti zlata.

C. Novac kao zaliha. Novac predstavlja oblik imovine i prema tome ima određenu vrednost. Vrednost novca je određena u okviru jedne nacionalne ekonomije i podložna je promenama usled dejstva mnogobrojnih faktora. Faktor vremena je svakako najznačajniji. Novac ima svoju vrednost koja je u savremenim uslovima iskazana u obliku kamate. Funkciju zaliha, novac obavlja u onom slučaju kada vlasnici procenjuju da im neće biti potreban za određeno vreme i odlučuju da ga ulože na kraći ili duži vremenski rok. Kao naknadu za to odricanje, koja predstavlja u suštini štednju, dobijaju kamatu. Ova funkcija novca, kao oblika zaliha, odnosi se na sve savremene oblike finansijske imovine naročito hartije od vrednosti. U neposrednoj vezi sa ovom funkcijom novca, dolazimo do značaja uloge likvidnosti. Koristeći ovu funkciju, privremenog odlaganja kao zaliha, vlasnici procenjuju na koji rok mogu da plasiraju ova sredstva, da bi mogli da ih ponovo stave u funkciju, ako bi im bilo potrebo da prate potrebnu likvidnost. Od te procene zavisi u kom obliku će da se stvore zalihe novca, kao ulaganje u nekretnine, dugoročne ili kratkoročne hartije od vrednosti.

D. Novac kao standard plaćanja. Funkcija novca kao standarda plaćanja nastaje u slučaju kada se novac koristi u kreditnim transakcijama. Ovu funkciju novac obavlja kao sredstvo razmene i sredstvo obračuna. Ukoliko se kupuje, automobil, a kupac trenutno nema dovoljno novca, onda će obračunata i novčano iskazana vrednost koristiti kao osnova, kao sredstvo razmene, za plaćanje u vidu kredita. Kredit predstavlja oblik odloženog plaćanja. Drugim rečima, kupac nema trenutno kupovnu sposobnost, nego će robu platiti tek iz budućih zarada. Upravo iz ovog razloga mora da se vodi računa o kupovnoj moći novca. Vrednost novca zavisi od sposobnosti da njom može da se isplati vrednost roba i usluga. Kupovna moć novca predstavlja sposobnost novca da se pribave potrebne robe i usluge. Vrednost ukupno proizvedenih dobara i usluga predstavlja ukupne robne fondove, koji moraju da budu u ravnoteži sa ukupnim novčanim fondovima. Opadanje vrednosti robnih fondova, odnosno kupovne moći naziva se inflacija, kada cene rastu zbog velike količine novca, a za tu količinu može da se kupi manje dobara i usluga. Obrnut slučaj predstavlja deflacija, kada raste vrednost novca, a cene opadaju. U ovom slučaju, u prometu postoji manja količina novca, obično se povlači iz prometa i nastoji se da se uloži ili u vidu zaliha, štednje ili profitabilnih ulaganja u ekonomiju koja to može da obezbedi. Novac u ulozi standarda plaćanja meri se odnosom robnih i novčanih fondova, odnosno merom kupovne moći. Merenje kupovne moći obavlja se statističkim praćenjem indeksa rasta cena. Drugim rečima, vrednost

novca je određena količinom novca kojom mogu da se kupe potrebne robe i usluga.

E. Novac u funkciji svetskog novca. Ova funkcija se zasniva na njegovoj ulozi u međunarodnom prometu, a na osnovu potrebe kao mere vrednosti u međunarodnoj razmeni. Zamenljivost jedne valute za određenu količinu druge naziva se paritetom novca. Stvarni odnos razmene jedne valute za drugu predstavlja valutni ili devizni kurs, odnosno cenu novca jedne zemlje izražene u novcu druge zemlje. Kada je ovaj odnos utvrđen od strane zvanične monetarne vlasti onda on predstavlja zvaničan devizni kurs, a u drugim slučajevima naziva se nezvaničnim deviznim kursom. U okviru ove funkcije svetskog novca, on predstavlja sredstvo razmene roba i usluga na međunarodnom nivou.

U današnjim uslovima savremeni novac olakšava ukupne transakcije u privrednom sistemu. Svaka nacionalna ekonomija kreirala je sopstveni novac i sistem plaćanja. Takođe, u okviru svetske ekonomije uvedeni su standardi za plaćanja brojnih finansijskih transakcija. Platni sistem, kako u okviru nacionalnih ekonomija tako i međunarodne, takođe je pratio razvoj novčanih oblika počevši od njegovog metalnog oblika do plaćanja putem čekova, hartija od vrednosti i elektronskog načina prenosa novčanih sredstava. Finansijski sistem svake zemlje, u tom smislu, definiše regulativu, institucije, nadležne organe i instrumente finansijskih transakcija.

3.2. PONUDA NOVCA I MONETARNA POLITIKA

Monetarna politika realizuje politiku emisije i povlačenja novca iz opticaja. Obzirom da savremeni novac ima prirodu kreditnog novca, uobičajeno je da se kreditna i monetarna politika, posmatraju kao celina, kao kreditno-monetarna politika. Monetarna politika svake centralne banke usmerena je na kontrolu monetarnih agregata.

Instrumenti monetarne politike Narodne banke Srbije su:

- obavezna rezerva,
- operacije na otvorenom tržištu,
- kolateralizovani krediti za održavanje likvidnosti,
- deponovanje viškova likvidnih sredstava banaka kod Narodne banke Srbije,
- kamatne stope Narodne banke Srbije,
- minimalni uslovi kreditne sposobnosti banaka, i
- usklađivanje plasmana stanovništvu sa osnovnim kapitalom banke.

Navedeni instrumenti ne utiču direktno na ciljeve. Nekada prođe i mnogo mes-

eci pre nego što njihovi efekti postanu evidentni. Zato se NBS usredsređuje na ostvarenje *targeta* (nešto između instrumenata i ciljeva). Postoje dva tipa *targeta*: (a) operativni i (b) prelazni. Operativni target se lako kontroliše, ali je udaljen od ciljeva. Prelazni target se teško kontroliše, ali je bliži ciljevima.

Za razliku od razvijenih tržišnih privreda, u kojima referentna kamatna stopa (međubankarska stopa na prekonoćne kredite) predstavlja operativni target, kod nas se kao operativni targeti koriste:

- nepozajmljene rezerve (višak likvidnosti), i
- primarni novac (neto inostrana i neto domaća aktiva).

Za razliku od razvijenih tržišnih privreda, u kojima dugoročna kamatna stopa predstavlja prelazni target, kod nas tu funkciju preuzimaju monetarni agregati (M1, M2, M3).

3.2.1. Monetarni agregati

Prikazaćemo monetarne agregate prema klasifikaciji Narodne banke Srbije. Od ukupno pet, za naše potrebe koristićemo tri monetarna agregata, dok monetarni volumen i monetarni potencijal pripadaju grupi koja je potrebna za kreatoru ekonomske politike.

Najširi po obuhvatu je monetarni agregat M1, agregat novčane mase, koji obuhvata gotov novac u opticaju i sredstva na žiro, tekućim i drugim računima vlasnika novčanih sredstava u pasivi banaka, uključujući i novčana sredstva na računima lokalne samouprave, tj. račune na kojima se mogu vršiti plaćanja bez ikakvih ograničenja.

Monetarni agregat M2 predstavlja agregat novčane mase koji, pored M1, uključuje i ostale dinarske depozite, kratkoročne i dugoročne.

Monetarni agregat M3 ili agregat likvidne aktive je agregat novčane mase koji, pored M2, uključuje i kratkoročne i dugoročne devizne depozite (bez stare devizne štednje)

Novčani agregati

| Novčana masa M1 ¹⁾ | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (u milionima dinara, stanje krajem perioda) | | | | |
| | 2006. | 2007. | | |
| | Dec. | Jan. | Feb. | Mart |
| Novčana masa M1 | | | | |
| Gotov novac u opticaju | 68.461 | 56.717 | 57.137 | 58.669 |
| Transferabilni depoziti | 131.629 | 123.881 | 128.115 | 134.518 |
| Druge finansijske organizacije | 3.707 | 3.266 | 3.184 | 3.379 |
| Lokalni nivo vlasti | 9.473 | 12.796 | 12.737 | 16.243 |
| Javna preduzeća | 9.330 | 8.999 | 9.850 | 8.158 |
| Druga preduzeća | 81.749 | 74.405 | 74.819 | 77.977 |
| Stanovništvo | 21.346 | 18.638 | 21.715 | 22.733 |
| Neprofitne i druge organizacije | 6.024 | 5.777 | 5.810 | 6.028 |
| Svega | 200.090 | 180.598 | 185.252 | 193.187 |

| Novčana masa M3 ¹⁾ | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (u milionima dinara, stanje krajem perioda) | | | | |
| | 2006. | 2007. | | |
| | Dec. | Jan. | Feb. | Mart |
| Novčana masa M3 | 638.620 | 627.092 | 646.112 | 676.039 |
| Novčana masa (M2) | 283.116 | 257.547 | 268.955 | 282.299 |
| M1 | 200.090 | 180.598 | 185.252 | 193.187 |
| Gotov novac u opticaju | 68.461 | 56.717 | 57.137 | 58.669 |
| Depoziti po viđenju | 131.629 | 123.881 | 128.115 | 134.518 |
| Dinarski oročeni depoziti | 83.026 | 76.949 | 83.703 | 89.112 |
| Devizni depoziti | 355.504 | 369.545 | 377.157 | 393.740 |

| Dinarski primarni novac ¹⁾ | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (u milionima dinara, stanje krajem perioda) | | | | |
| | 2006. | 2007. | | |
| | Dec. | Jan. | Feb. | Mart |
| Dinarski primarni novac | 143.409 | 111.347 | 114.349 | 118.905 |
| Gotov novac u opticaju | 68.461 | 56.717 | 57.137 | 58.669 |
| Bankarske dinarske rezerve | 65.463 | 41.870 | 44.525 | 44.043 |
| Obavezna rezerv ²⁾ | 34.290 | 28.485 | 26.557 | 25.931 |
| Slobodne rezerve | 31.173 | 13.385 | 17.968 | 18.112 |
| Žiro-račun ⁴⁾ | -1.532 | -1.374 | -3.217 | 45 |
| Gotovina u blagajni | 10.206 | 10.193 | 8.824 | 9.889 |
| Depozitni viškovi banaka | 22.499 | 4.566 | 12.361 | 8.178 |
| Ostali dinarski depoziti | 9.485 | 12.760 | 12.687 | 16.193 |
| Lokalni nivo vlasti | 9.423 | 12.747 | 12.686 | 16.191 |
| Ostali sektori | 62 | 13 | 1 | 2 |

Tabela 3.1. Monetarni agregati prema NBS²¹21 www.nbs.yu

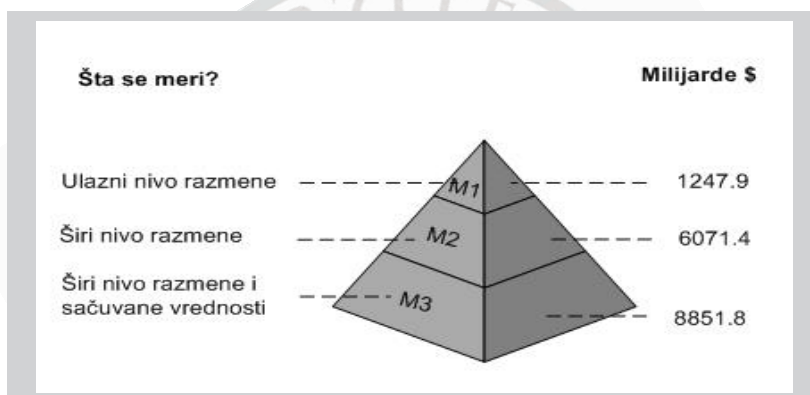
Napomene: od 01. januara 2004. stupio je na snagu novi Kontni okvir za banke i druge finansijske organizacije, usklađen sa međunarodnim računovodstvenim standardima.

- 1) Metodološka napomena: definicije monetarnih agregata koje su urađene prema međunarodnim standardima, usklađena su sa Statističkim biltenom (videti Metodološka objašnjenja tabela).
- 2) Ukupni dinarski depoziti.
- 3) Od maja 2004. se prikazuje obračunata obavezna rezerva.
- 4) Od maja 2004. obavezna rezerva se ne izdvaja na poseban račun, već se nalazi u okviru žiro-računa. Za obračun slobodnih rezervi, žiro-račini su umanjeni za obračunatu obaveznu rezervu.

Izvor: Narodna banka Srbije.

Iz sledećeg grafičkog prikaza videćemo kako izgleda stanje monetarnih agregata u privredi SAD.

Merenje monetarnih agregata, jul 2003



| M1 | M2 | M3 |
|---|---|--|
| Valuta u opticaju + | M1 + | M2+ |
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ Putnički čekovi ▪ Depoziti po viđenju ▪ Ostali čekovni depoziti | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Kratkoročni depoziti ▪ Štedni depoziti ▪ Depozitni računi tržišta novca ▪ Neinstitucionala tržišta novca ▪ Prekonoćni potražni saldo ▪ Prekonoćni evrodolari | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dugoročni depoziti ▪ Institucionalna tržišta novca ▪ Terminalska potraživanja ▪ Terminski evrodolar |

Slika 3.1. Stanje monetarnih agregata u privredi SAD²²

²² G. J. Hubbard: *Money, The financial System, and The Economy*, Pearson Education, 2005., str. 22

Monetarni agregati dati u nivoima prema definicijama novca. Svaki nivo se sastoji od nivoa sa dodatkom i ostalih imovina (poseda).²²

Glavni zadatak monetarne politike koju vodi centralna banka jeste kontrola ponude novca u opticaju, visine kamatnih stopa i uslova kreditiranja.²³ Osnovni instrumenti kojima to centralna banka postiže su operacije na otvorenom tržištu, politika obaveznih rezervi i promene eskontnih stopa centralne banke.

3.2.2. Eskontna stopa

Eskontna stopa je kamatna stopa, po kojoj centralna banka ustupa novac poslovnim bankama. Politika eskontne stope definiše osnovu za kretanje kamatnih stopa na kredite. Eskontna stopa ili minimalna zajmodavna kamatna stopa je ona, po kojoj centralna banka prima menice u eskont, odnosno odobrava eskontni kredit. Ova stopa je najznačajnija kamatna stopa u privredi, pošto se njenom visinom značajno utiče na celokupnu privrednu aktivnost u jednoj ekonomiji. Ako je ova stopa niska, onda su i troškovi kamate niski, što povoljno deluje na oživljavanje prometa roba i usluga, a time i na ukupnu ekonomsku aktivnost, dok visoka stopa deluje obratno.

Banke kamatnu stopu formiraju na osnovu reeskontne stope centralne banke, uvećavajući istu od 0.5 do 2 procenta. Menjanjem eskontne stope centralna banka utiče na cenu finansijske aktive, a time i na poslovanje privrede. Povećavanje ili smanjivanje eskontne stope, signal je za poslovne banke da povećavaju ili smanjuju kamatne stope na kredite koje odobravaju privredi. Banke to ne moraju učiniti. One mogu, prema sopstvenoj poslovnoj politici, proceniti kakve će odluke doneti, odn. da li će povećati kamate ili ne.

Što se tiče makroekonomske i monetarne politike, kada je poslovanje privrede u zastoju, a procenjuje se da su joj potrebna dodatna sredstva onda se pušta određena količina novca po nižim kamatnim stopama, da bi se stimulisali privredni tokovi.

Imamo primere u svetu, npr. američka centralna banka, *Federal Reserves*, koja je smanjila eskontnu stopu za 11 puta, sa 6.5 na 1.75 procenta, na kraju 2001. godine, da bi podigla nivo privredne aktivnosti.

3.2.3. Obavezna rezerva

Sistem obaveznih rezervi banaka obavezuje poslovne banke, da određeni procenat svojih novčanih sredstava drže kao rezervu po tom osnovu.

²² G. J. Hubbard: *Money, The financial System, and The Economy*, Pearson Education, 2005., str. 22

²³ Prema podacima sa www.nbs.yu kao i sve slike u vezi sa ovom temom.

Cilj ove mere je da deluje na likvidnost banaka, odnosno na njihovu sposobnost da na zahtev svojih komitenata izvrše isplate i mogućnosti za obezbede kredite za investiranje. Dakle, povećanjem obaveznih rezervi, smanjuju se mogućnosti poslovnih banaka da kreditiraju nove investicije, i obratno, smanjivanjem obaveznih rezervi poslovnih banaka, povećavaju se mogućnosti banaka za investicionim aktivnostima, zato što im ostaje više slobodnih sredstava na korišćenje.

Ovo je, takođe, jedan od instrumenata monetarne vlasti za regulisanje inflacije. Ako se uoči tendencija rasta inflacije, onda je za očekivati smanjenje obima novca i kredita od strane centralne banke, tako što će se povećati stopa obaveznih rezervi za poslovne banke. U slučaju deflacije centralna banka smanjuje stopu obaveznih rezervi i pušta novac u opticaj, a sve u cilju smanjivanja deflacije.

Visina stope obavezne rezerve utvrđena je linearno i ne stimuliše banke da u većoj meri kreditno podržavaju privrednu aktivnost. Uvođenjem nižih stopa obavezne rezerve za banke koje su u prethodnom periodu veći deo raspoloživog kreditnog potencijala plasirale u proizvodnju, stvorili bi se bolji uslovi za nastavak kreditiranja.

U uslovima visoke imobilizacije sredstava i neostvarivanja prihoda po osnovu kamate na izdvojena sredstva devizne obavezne rezerve, predloženo rešenje omogućava bankama da ova sredstva stave u funkciju i ostvare određene prihode. To bi stimulisalo banke da finansiraju projekte koji su od značaja za državu, po unapred definisanim i povoljnijim uslovima.

3.3. UTICAJ MONETARNE POLITIKE NA PRIVREDU

Transmisioni mehanizam monetarne politike predstavlja proces preko koga monetarna politika utiče na makroekonomske agregate kao što su agregatna tražnja, proizvodnja i cene. On se ispoljava kroz različite kanale, utiče na različite agregate i tržišta, promenljivom brzinom i intenzitetom. Identifikacija transmisionih kanala omogućava da se utvrdi najefikasniji skup instrumenata monetarne politike i izbor početka njegove primene.

Tekuća i očekivana monetarna politika utiče na tržište novca i finansijsko tržište. Promene na tim tržištima utiču dalje na tržište robe i usluga i, na kraju, na agregatnu tražnju, proizvodnju i cene. Konačno, privredna aktivnost i inflacija povratno utiču na monetarnu politiku.

Glavni kanali monetarnog transmisionog mehanizma* su sledeći kanali:

- A. kamatnih stopa,
- B. deviznog kursa,
- C. cena aktive.

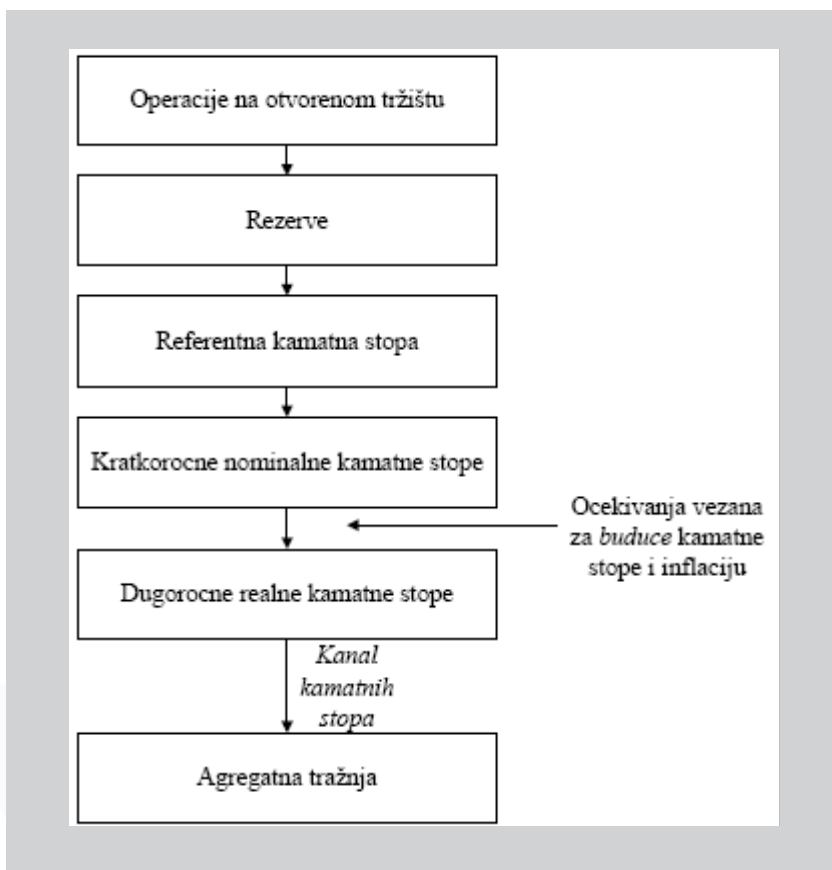
[*Napomena: Prema podacima sa www.nbs.yu, kao i sve slike u vezi sa ovom temom]

A. Kanal kamatnih stopa. U razvijenim tržišnim privredama on predstavlja najvažniji kanal ovog mehanizma monetarne politike. Kod nas još uvek nema veliki značaj.

Ispoljava se na sledeći način:

- Promene kamatnih stopa centralne banke dovode do promena kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom i finansijskom tržištu;
- Imajući u vidu inflatorna očekivanja, nominalna kratkoročna kamatna stopa utiče na realnu kratkoročnu kamatnu stopu;
- Trenutne i očekivane realne kratkoročne kamatne stope utiču na dugoročnije realne kamatne stope;
- Dugoročnije realne kamatne stope utiču na obim i strukturu potrošnje, a posebno na sklonost ka štednji i investicijama ekonomskih subjekata.

Navedeni transmisioni kanal monetarne politike može se predstaviti sledećom slikom:

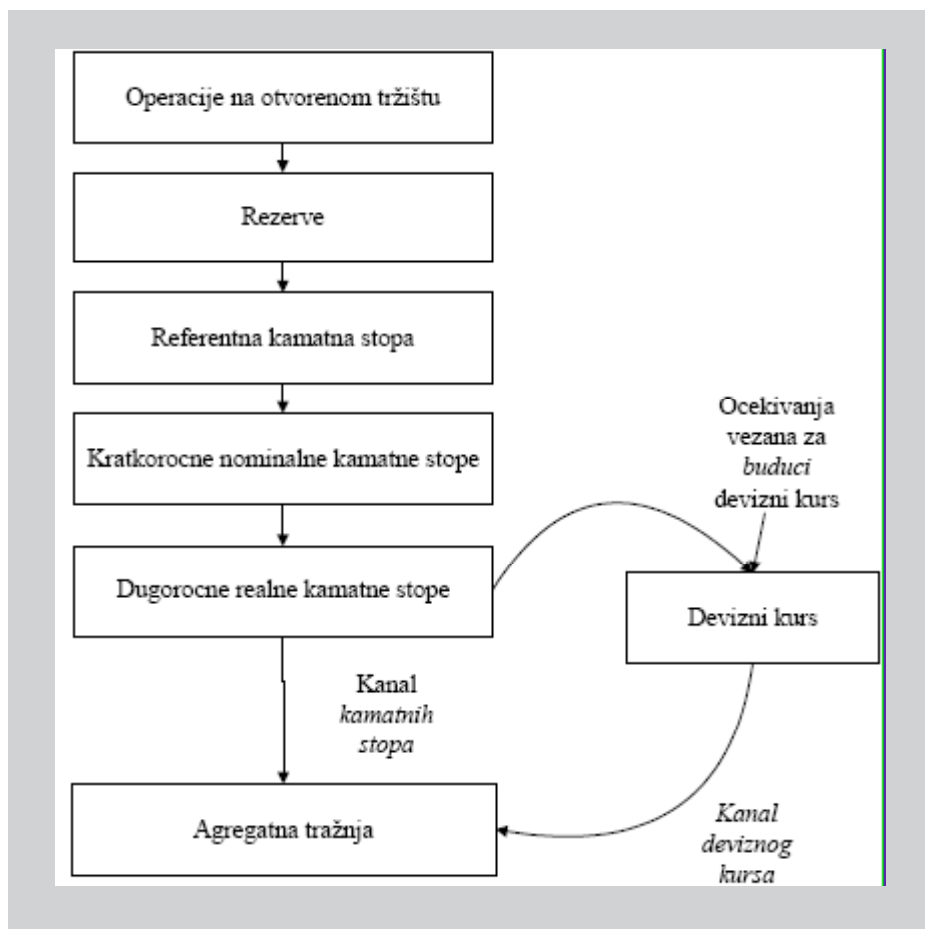


Slika 3.2. Kanal kamatnih stopa

B. Kanal deviznog kursa. Monetarna politika, preko kamatne stope deluje na devizni kurs, a time utiče na neto izvoz; viša kamatna stopa znači jaču valutu, a jača valuta utiče na smanjenje neto izvozne tražnje i proizvodnje. Obrnuto, niža kamatna stopa slabi domaću valutu, a depresijacija valute utiče na porast izvoza i bruto domaćeg proizvoda. Takođe, promene deviznog kursa utiču na cene uvozne robe i usluga, a time dovodi do direktnog rasta cena²⁴ ili indirektnog rasta cena (preko rasta troškova uvoznih komponenti sadržanih u domaćim proizvodima). To je veoma važan kanal kod nas.

²⁴ Ovo deluje kod proizvoda, isključivo ili dominantno uvoznog porekla.

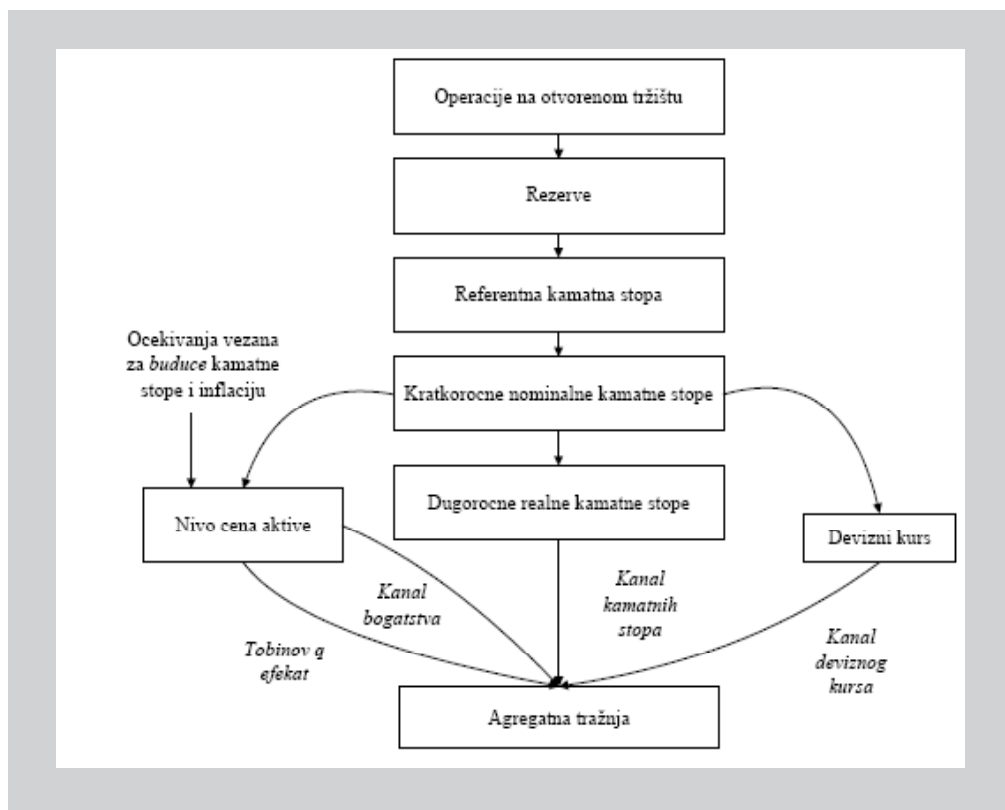
Navedeni transmisioni kanal monetarne politike može se predstaviti sledećom slikom:



Slika 3.3. Kanal deviznog kursa

C. Kanal cena aktive. Monetarna politika utiče na stanovništvo i privredu preko uticaja politike kamatnih stopa na vrednost akcija. Više kamatne stope smanjuju cenu akcija. Niža vrednost akcija dovodi do pada finansijskog bogatstva, a manje bogatstva znači i manju potrošnju. Takođe, pad cena akcija utiče na *Tobinov q* efekat. Vrednost akcija ispod troškova zamene kapitala, podrazumeva manju investicionu potrošnju.

Navedeni transmisioni kanal monetarne politike može se predstaviti sledećom slikom:



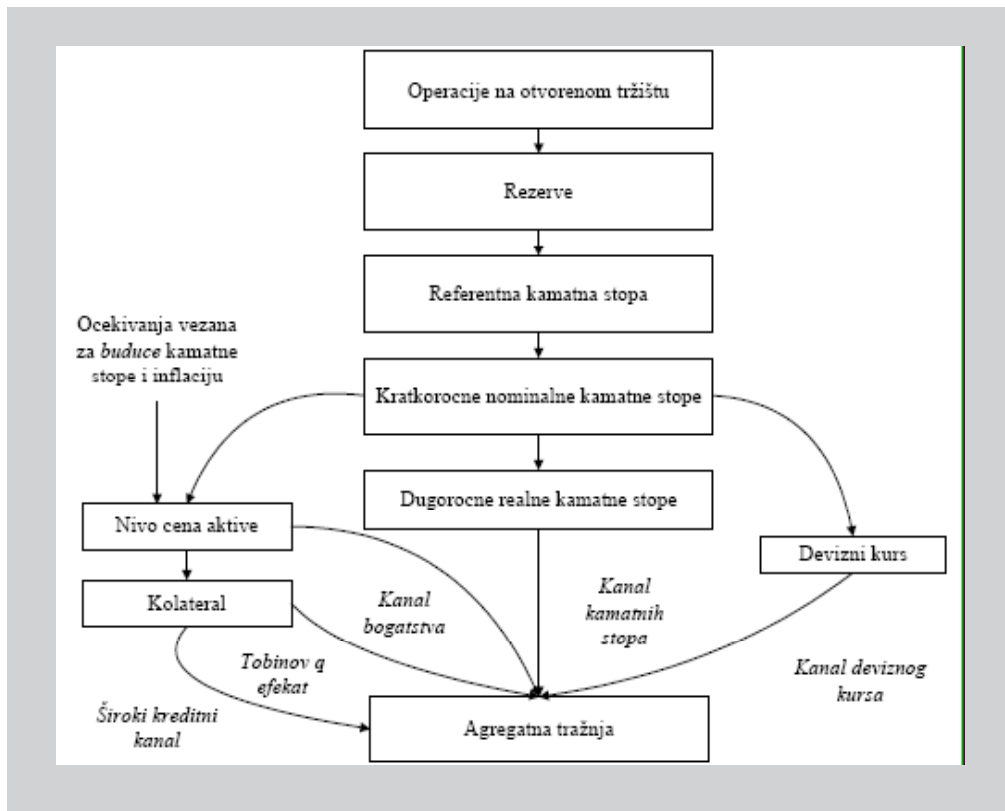
Slika 3.4. Kanal cena aktive

D. Kanal bankarskog kreditiranja. Ovo je važan kanal u zemljama gde banke imaju značajnu ulogu unutar finansijskog sistema. Ovaj kanal je izuzetno značajan u našim uslovima.

Kada ne postoji potpuna zamenljivost bankarskih depozita ekonomskih subjekata drugim izvorima sredstava, kanal bankarskog kreditiranja monetarne transmisije će funkcionisati na sledeći način:

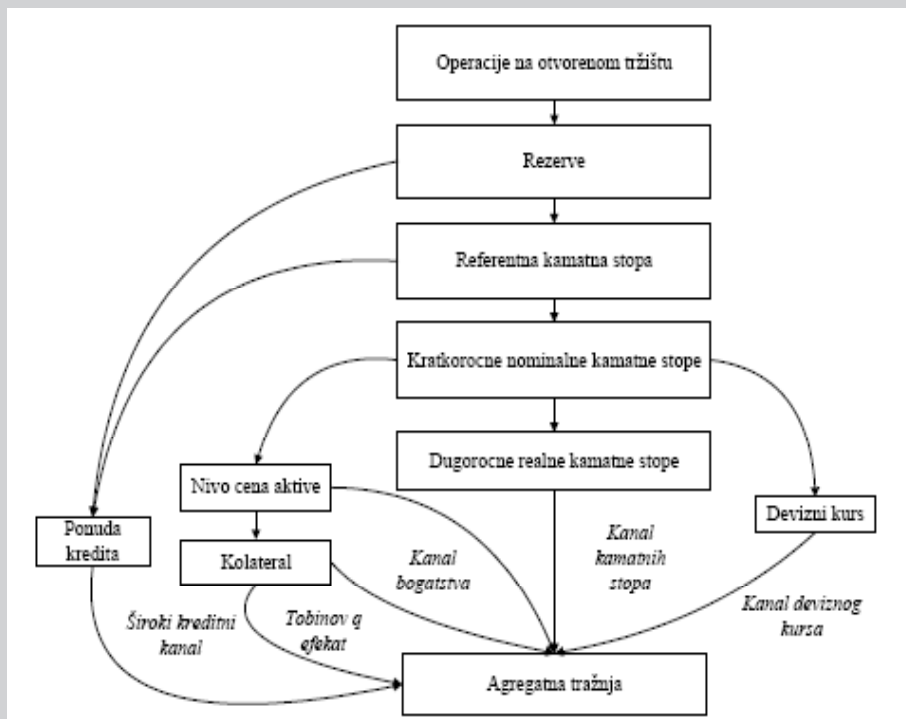
- U slučaju ekspanzivne monetarne politike, dolazi do povećanja rezervi i depozita banaka, što utiče na rast obima bankarskih kredita i zaduženosti, kao i povećanja investicija i bruto domaćeg proizvoda;
- U slučaju restriktivne monetarne politike, dolazi do smanjenja bankarskih kredita i zaduženosti, sa obrnutim delovanjem na investicije i bruto domaći proizvod.

OSNOVI FINANSIJA Kreditni kanal u širem smislu može se predstaviti sledećom slikom:



Slika 3.5. Kanal bankarskog kreditiranja

E. Bilansni kanali. Kamatne stope utiču na bilanse stanja, gotovinski tok i neto vrednost firme i potrošača. Više kamatne stope utiču na manji gotovinski tok, manju neto vrednost, smanjenje kredita, pad agregatne tražnje i rast značaja negativne selekcije i moralnog hazarda.



Slika 3.6. Bilansni kanali

3.4. MAKROEKONOMSKI OKVIR U SRBIJI ²⁵

Vlada Republike Srbije, u saradnji sa Narodnom bankom Srbije (NBS), definiše i sprovodi mere ekonomske politike Srbije. Nadležnosti između NBS i Ministarstva finansija jasno su zakonski razgraničene. Takođe postoji i stalno se unapređuje koordinacija monetarne i fiskalne politike, od koje zavisi suzbijanje inflacije i održavanje makroekonomske stabilnosti.

NBS kreira i sprovodi monetarnu politiku u skladu s Programom monetarne politike i Zakonom o NBS, polazeći od ekonomske politike Republike Srbije, koja se objavljuje svake godine. Ukoliko novac i krediti rastu brže od proizvedene ukupne količine robe i usluga, dolazi do rasta opšteg nivoa cena. Budući da država, preduzeća i građani trenutno troše više nego što Srbija može da proizvede, uvozi se roba i usluge, a za to se plaća novcem koji je često pozajmljen iz inostranstva. Kada se ne bi vodilo računa o ukupnom trošenju države, preduzeća i stanovništva, veći deo iznosa koji se zaradi morao bi da se daje na vraćanje dugova, te bi privredni rast i životni standard bili sve manji.

| | 2001. | 2002. | 2003. | 2004. | 2005. ¹ | Projekcija | | |
|--------------------------------|-------|-------|---------|---------|--------------------|------------|---------|---------|
| | | | | | | 2006. | 2007. | 2008. |
| BDP, mlrd. dinara ² | 708,4 | 919,2 | 1.095,4 | 1.310,3 | 1.635,1 | 1.931,5 | 2.178,1 | 2.456,4 |
| Realni rast BDP, u % | 5,5 | 4,0 | 3,0 | 9,3 | 6,3 | 5,0 | 5,0 | 7,0 |
| Inflacija, kraj godine, u % | 40,7 | 14,8 | 7,8 | 13,7 | 17,7 | 9,3 | 6,5 | 4,5 |
| Inflacija, prosek perioda, u % | 91,8 | 19,5 | 11,7 | 10,1 | 16,5 | 12,5 | 7,4 | 5,4 |

Tabela 3.2. Bruto domaći proizvod i inflacija

²⁵ Prema www.nbs.yu

Zdrav ekonomski razvoj i potreba urednog servisiranja inoduga u srednjem roku, podrazumeva prosečan rast BDP-a od 5 do 6% godišnje. Da bi taj rast bio moguć, neophodno je da rastu investicije, a da bi on bio održiv, neophodno je da raste domaća štednja. Drugim rečima, rast štednje podrazumeva da se stanovništvo i privreda odreknu trenutnog i kratkoročnog trošenja novčanih sredstava.

Značajni rezultati sa stanovništva obuzdavanja domaće tražnje, ostvareni su i na fiskalnom planu, pa je fiskalni suficit u 2005. godini iznosio 2% BDP-a. U uslovima čvrste fiskalne i monetarne politike, rast BDP-a od 6,3% u 2005. pretežno je podstaknut rastom izvoza, što je doprinelo smanjenju deficita tekućeg računa sa inostranstvom na 8,5% BDP-a (sa zvaničnom pomoći).

Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije

| | Ostvareno | Projekcija | | |
|-------------------------|-----------|------------|-------|-------|
| | 2005. | 2006. | 2007. | 2008. |
| Prihodi | 43,8 | 43,6 | 42,4 | 41,5 |
| Rashodi | 41,8 | 40,8 | 39,6 | 38,5 |
| Ukupni fiskalni suficit | 2,0 | 2,8 | 2,9 | 3,0 |

Tabela 3.3 Konsolidovani javni prihodi, rashodi i suficit (u % BDP)

Devizni kurs dinara utiče ne samo na cene robe i usluga koje se kupuju iz inostranstva već i na kretanje cena u Srbiji.²⁶ Režim rukovođenog fluktuiranja i politika kursa dinara utiče na inflaciju, ali i na jačanje međunarodne likvidnosti i konkurentnosti privrede Srbije. Na politiku deviznog kursa dinara NBS utiče monetarnom politikom indirektnim intervencijama na Međubankarskom deviznom tržištu. Relativna konzistentnost ovog okvira monetarne politike obezbeđena je ograničenjem slobodnog kretanja kapitala, uz postepeno ukidanje ograničenja u srednjem/dugom roku.

²⁶ Prema članu 43. *Zakona o Narodnoj banci Srbije* ("Službeni glasnik RS", broj 72/03 i 55/04), NBS, uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara, a samostalno vodi politiku kursa.

Ciljevi monetarne politike. Niska, stabilna i predvidiva inflacija, najveći je doprinos koji monetarna politika može dati privredi. Međutim, u uslovima visoke dolarizacije (evroizacije) privrede, ograničeni su dometi monetarne politike u ostvarivanju tog cilja. Ključne komponente monetarne politike u Srbiji su: (a) rukovođeni fleksibilni kurs i (b) kontrolisana inflacija.

Zakonski okvir. Od NBS se očekuje da održava stabilnost cena.²⁷ Ne ugrožavajući svoj primarni cilj, NBS podržava ekonomsku politiku Vlade, koja promoviše održivi privredni rast.

Centralne banke u najvećem broju tržišnih ekonomija imaju slične ciljeve. Održanje stabilnosti cena je neophodno radi poboljšanja klime za razvoj preduzetništva, što pokazuje da je centralna banka odgovorna za održiv privredni rast. **Nezavisnost centralne banke** je neophodan uslov za sprovođenje monetarne politike, koja kao rezultat daje stabilnost cena. Nezavisnost NBS obezbeđena je na osnovu zakonskih odredbi,²⁸ a ogleda se u sledećem način:

- (a) izbor guvernera se ne poklapa sa parlamentarnim izborima kako bi se osigurala nezavisnost od politike,
- (b) NBS je finansijski nezavisna,
- (c) izbegnuta je fiskalna dominacija, jer je finansiranje budžetskog deficita ograničenog obima, i mora se vratiti u toku kalendarske godine.

Stabilnost cena. Slično drugim centralnim bankama, NBS se usredsređuje na stabilnost cena na malo. Empirijski, bazna inflacija je bolji indikator, ali teže prihvatljiva za javnost. Stabilnost cena ne znači nepromenljivost cena, već umeren rast cena. Planirani nivo inflacije treba da ostavi dovoljno prostora za promene u relativnim cenama, kao u svakoj privredi. Stabilnost cena u privredi Srbije podrazumeva dugoročnu stopu neto (bazne) inflacije u rasponu od 5% do 10%. Da bi NBS ispunila taj cilj, koristi odgovarajuće monetarne instrumente.

Troškovi inflacije. Visoka i nestabilna inflacija negativno utiče na privredni rast. To se može dokazati uporednom analizom dugogodišnjeg iskustva svetske ekonomije. Visoka inflacija razara vrednost dohotka i štednje i dovodi do visokih nominalnih, ali i realnih kamatnih stopa.

²⁷ Ciljevi monetarne politike definisani su čl. 3. *Zakona o Narodnoj banci Srbije* ("Službeni glasnik RS", br. 72/03 i 55/04).

²⁸ čl. 2, 75-76. *Zakona o Narodnoj banci Srbije* ("Službeni glasnik RS", br. 72/03 i 55/04) i čl. 55. *Zakona o budžetskom sistemu* ("Službeni glasnik RS", br. 9/02, 87/02, 61/05 i 66/05).

Po pravilu, visoku inflaciju prati inflaciona nestabilnost, koja znatno povećava troškove. Visoka inflacija povećava nesigurnost u pogledu budućih relativnih cena i nivoa cena. Tako, domaća i strana finansijska tržišta zahtevaju veću premiju za rizik kao kompenzaciju za povećanje nesigurnosti. Kada je inflacija visoka u dugom roku, očekivanja inflacije i depresijacije se ugrađuju u donošenje ekonomskih odluka privrednih subjekata.

Zbog visoke inflacione nestabilnosti, investitori se više usredsređuju na kratkoročne investicije (špekulativne aktivnosti) i na osiguranje od inflacije, a manje na dugoročne investicione projekte u realnoj privredi. Nepredvidivo visoka inflacija prouzrokuje i brojne druge poremećaje, koji redukuju potencijalni privredni rast. Tako se preraspodeljuju prihodi od poverilaca ka dužnicima, stvaraju poremećaji u poreskom sistemu, nameće skriveni porez na štediše, koji nisu u mogućnosti da zaštite kupovnu moć svojih prihoda i štednje. Druga nepovoljnost visoke inflacije su visoke kamatne stope. To podstiče priliv kratkoročnog rizičnog kapitala, koji dovodi do niza negativnih direktnih i indirektnih efekata.

◆ DODATAK A: Ciljevi monetarne politike za 2007. godinu

Osnovni cilj monetarne politke za 2007. godinu predstavlja znatno smanjenje stope inflacije u odnosu na prethodnu godinu. Dodatni cilj monetarne politike je održavanje stabilnosti finansijskog sistema.

NBS svake godine koncipira program monetarne politike, u kome ocenjuje tempo rasta novca koji je potreban, da bi se ostvarila projektovana stopa inflacije za tu godinu. Ostvarena kretanja se prate tokom godine i upoređuju sa projektovanim, tako da u slučaju delovanja nepredviđenih faktora NBS, revidira prognoze.

Projekcije monetarnih agregata polaze od ciljeva i pretpostavki na kojima se bazira ekonomska politika, sadržana u postojećim dokumentima o ekonomskoj politici. S tim u vezi, pretpostavka je da će rast BDP-a u 2006. biti na nivou od 5%. Rast BDP-a će biti usklađen sa postepenim smanjivanjem inflacije na 4,5% krajem 2008. godine i sa smanjivanjem učešća javne potrošnje u BDP-u, što će biti praćeno ubrzanim sprovođenjem strukturnih reformi realnog, finansijskog i javnog sektora. Takođe, procenjuje se porast neto inostrane aktive bankarskog sektora za 660 miliona SAD dolara, po zvaničnom srednjem kursu na dan 31. decembra 2005. godine.

| | 2004. | 2005. | 2006. Projekcija |
|---|--------|---------|---------------------|
| Neto devizna aktiva bankarskog sektora (u mln SAD dolara) ¹ | 58,0 | 1.400,0 | 660,0 |
| Primarni novac (stope rasta u %, decembar prema decembru prethodne godine) ² | 10,0 | 22,4 | 6-7 |
| Novčana masa M2 (stope rasta u %, decembar prema decembru prethodne godine) ² | 17,4 | 31,4 | 15-16 |
| Tekući račun platnog bilansa (u mln SAD dolara) ³ | -2.827 | -1.831 | -2.431 |
| (u % BDP-a) | 12,6 | 8,2 | 9,7 |

1) Računato po kursu do kraja prethodne godine

2) Stope rasta za 2006. godinu su izvedene u odnosu na projektovani decembar 2005.

3) Tekući račun platnog bilansa za 2006. godinu dat je za prvih 11 meseci.

Tabela 3.4. Monetarni agregati i tekući račun platnog bilansa

NBS procenjuje da će se pri navedenim pretpostavkama o ekonomskoj politici, ciljevi monetarne politike ostvariti, uz rast primarnog novca u rasponu od 6% do 7% i dinarske novčane mase – monetarnog agregata M2 u rasponu od 15% do 16%.

NBS će u 2007. godini nastaviti da jača i razvija indirektno instrumente monetarne regulacije, uz podsticanje razvoja međubankarskog tržišta novca, a sa ciljem efikasnijeg upravljanja likvidnošću bankarskog sektora. U okviru indirektnih instrumenata monetarne regulacije, NBS će sprovoditi operacije na otvorenom tržištu, gde će voditi politiku realnih kamatnih stopa, pri čemu će kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije imati ulogu referentne (signalizirajuće) stope.

U narednom srednjoročnom periodu NBS će nastaviti sa monetarnom politikom vezivanja rasta primarnog novca i novčane mase za kretanje neto devizne aktive i sa politikom rukovođenog fleksibilnog kursa dinara, radi smanjenja inflacije i jačanja poverenja u domaću valutu.

PROVERA ZNANJA

1. Objasnite značaj novca u savremenim finasijama.
2. Navedite osnovne funkcije novca.
3. Definišite ulogu monetarne politike u odnosu na ponudu novca.
4. Navedite i objasnite osnovne instrumente monetarne politike.
5. Objasnite ulogu monetarnih agregata.
6. Objasnite način funkcionisanja eskontne stope.
7. Objasnite način funkcionisanja obavezne rezerve.
8. Navedite način uticaja monetarne politike na privredu.

BIBLIOGRAFIJA

- I. R. G. Hubbard, *Money, The Financial System, and The economy*, Pearson Education, 2005.
- II. M. Ivaniš, Lj. Jeremić, *Osnovi finansija*, Univerzitet Singidunum, FPI, Beograd, 2006.

Internet prezentacija:
www.nbs.yu

Cilj izlaganja

- Objašnjenje savremenog načina upravljanja novčanim tokovima
- Značaj analitičke procene kretanja likvidne aktive
- Definisane likvidnosti
- Prikaz procedure predviđanja naplata i isplata, u cilju eliminisanja rizika likvidnosti
- Objašnjenje plana optimizacije korišćenja novčanih tokova

Plan izlaganja

- 4.1. Novac i platni sistem
- 4.2. Likvidna aktiva
- 4.3. Likvidnost
- 4.4. Pojam novčanog toka
 - 4.4.1. Pojam naplate
 - 4.4.2. Neto novčani tok
 - 4.4.3. Potencijalni novčani tokovi

Rezime

Upravljanje novčanim tokovima i proučavanje rizika likvidnosti predstavlja važnu kategoriju i naročito je intenzivirano nakon šezdesetih godina dvadesetog veka, kada je došlo do porasta inflacije. Predviđanje kretanja novčanih sredstava zahteva uspostavljanje operativne evidencije, tako da su, osim računovodstvenih podataka, za ovu oblast potrebna i dopunska analitička dokumenta. Za prikupljanje relevantnih analitičkih podataka uvek je dobro da se koristi više izvora informacija.

Propisivanje standarda procedura, izrada planskih akata i izrada finansijskih izveštaja čine celinu ovih aktivnosti. Za kretanje novčanih sredstava važno je praćenje rizika likvidnosti. Tako se blagovremeno mogu uočiti i ostali rizici, kao što je rizik naplate potraživanja i promene stope razmene novčanih sredstava. Analizom rizika i promena na finansijskom tržištu, stiže se uvid u stanje likvidnosti privrednih subjekata.

U ovom delu upoznaćemo se sa odrednicima pojmova likvidnosti, novčanih tokova i likvidne aktive. Ovaj korak nam je neophodan da bismo kasnije mogli da izradimo plan novčanih tokova i u skladu sa njim, da sprovodimo optimalno upravljanje novčanim sredstvima. Optimizacija upravljanja novčanim tokovima određuje i naš izbor instrumenata za plaćanje i sam način plaćanja. Savremeni informacioni sistemi značajno su unapredili vođenje evidencije ovih tokova. Danas imamo mogućnost da se gotovo stalno informišemo o stanju računa sredstava. Ovakva dinamika razvoja u oblasti informatike uticala je i na veoma efikasne metode rada u praksi, tako da tipičan kancelarijski rad i za ovu oblast više nije osnovna potreba.

KLJUČNE REČI: novac • platni sistem • novčani tok • likvidnost • likvidna aktiva

4.1. NOVAC I PLATNI SISTEM

Platni sistem se razvijao uporedo sa novcem. Prethodno smo objasnili put razvitka novca od početnih oblika, kao metalnog novca, preko papirnog do hartija od vrednosti i elektronskog oblika. Sa savremene tačke gledišta možemo da posmatramo novac kao novac u (a) konačnom obliku, koji ima pokriće u zlatu (*definitive money*) i (b) novac bez pokrića u zlatu (*fiat money*). Novac koji ima konačan oblik može da se zameni u neko od sredstava razmene novca kao što su zlato, srebro ili državne obveznice. Ovaj oblik novca u platnom sistemu koristi se na veoma jednostavan način, bilo u neko određeno vreme ili u dužem vremenskom periodu, najčešće u obliku kredita.

Novac - sa pokrićem u zlatu - (*definitive money*). Platni sistem, naročito u ranijim periodima, koristi novac u vidu robe koja treba da poseduju određene standarde i kvalitete. Ukoliko je reč o plemenitim metalima, oni moraju uvek da budu potvrđeni specijalnim žigom, koji garantuje da je u pitanju stvarna

vrednost u pogledu čistoće i težine metala. Ako je neko trgovao plemenitim metalima koji nisu imali žig, onda je njihova cena uvek bila niža od zvanične, jer nije postojala garancija da je u pitanju čist plemeniti metal.

Novac - bez pokrića u zlatu - (fiat money, engl.). Savremene ekonomije trguju novcem koji emituje centralna banka. Ona predstavlja državnu, ili paradržavnu, finansijsku instituciju, nadležnu za regulativu novca kao sredstvo razmene u finansijskom sistemu (od 1971. novac nema pokrića u zlatu). Ona se brine o monetarnoj stabilnosti u okviru datog finansijskog sistema. Drugim rečima, centralna banka je nadležna da emituje odgovarajuću količinu novca, (različitih apoen), koji će da se koristi kao sredstvo plaćanja. U svim slučajevima ovaj novac postaje novac u konačnom obliku, za čiju vrednost garantuje centralna banka kao najviša monetarna vlast. Centralna banka poseduje monopol na emisiju novca u svakoj državi.

Papirni novac. Papirni novac je sve do kraja prošlog veka bio u širokoj upotrebi. S obzirom da papirni novac ima nedostatak kako u pogledu načina prenosa, tako i mogućnosti krivotvorenja, javili su se čekovi kao sredstva plaćanja. Ček je vrsta sredstva plaćanja, koji ima pokriće u vidu depozita kod banke, ili neke druge finansijske institucije. On je, pre svega, pogodan zato što je izdat na određenu novčanu vrednost samo na jednom papiru i lak je za fizički prenos. Kada se izvrši plaćanje čekom obično mora da se sačeka nekoliko dana da prodavac, ili imalac čeka podnese matičnoj banci na naplatu ček. Ček u suštini predstavlja vrstu zamene za novac, a za njegovu realizaciju banka naplaćuju provizije. Tako, da ukoliko preduzeće sprovodi naplatu u vidu čeka uvek mora da računa na plaćanje sa zadržkom i sa troškovima naplate. U samom postupku prihvatanja čeka kao sredstva plaćanja uvek mora da se proveriti stanje na računu njegovog korisnika. Ukoliko se prihvata ček kao sredstvo plaćanja onda mora da postoji međusobno poverenje, a osim toga regulativa o čeku definisana je međunarodnim propisima.²⁹

Elektronski prenos novca i elektronska gotovina. U početnom izlaganju objašnjen je tok promena elektronskih telekomunikacija i njihov uticaj na savremene finansije. Savremeni informacioni sistemi unapredili su efikasnost platnog sistema, skratili vreme naplate, a naročito troškove nabavke papira. Elektronski prenos novca omogućio je kreiranje platnih i kreditnih kartica. Korišćenje kreditnih (*credit cards*) i dugovnih (*debit cards*) takođe je zahtevalo i postavljanje elektronskih platnih stanica (*automated teller machines-ATMs, ili point-of-sale POS*).

²⁹ Zakon o čeku, "Sl. list SFRJ", br. 12/6, 50/71, 52/73, 46/96

Međunarodna konvencija o čeku u Ženevi 19.03.1931, i o menici 07.06.1930.

Dugovne kartice obavljaju funkciju novca i mogu da se koriste za sve vrste plaćanja na onim mestima gde postoje elektronski terminali namenjeni za to. Elektronski sistem automatski proverava stanje na račun u klijenta, koji je vlasnik, a obavlja plaćanje. Za razliku od čeka naplata se obavlja trenutno. Čest je slučaj da plaćanje karticom može da se obavi do određenog limita, a za veće iznose potrebno je da se izvrši autorizacija. Međutim, za razliku od čeka, čim se obavi autorizacija vrši se i naplata. Nije potrebno vreme da novac bude uplaćen na račun.

Elektronski način plaćanja doveo je i do stvaranja e-novca. Plaćanje se više ne obavlja samo papirnim, kovanim novcem ili čekovima, već i dugovnim platnim karticama. Osim ovih kartica postoje i kreditne kartice kojima kupac može da plati robu ili uslugu na odloženo. Iznosi za plaćanje su uvek ograničeni. Vlasnik dugovne ili kreditne kartice može da vrši i gotovinsko plaćanje, što predstavlja najnoviju ponudu elektronskog transfera. Mnoge zemlje koriste ovaj oblik za prenos gotovine ne samo za pravna lica u prometu, nego i za plaćanja između fizičkih lica.

Što se tiče savremenog platnog sistema najnoviji, a po svoj prilici sve prihvatljiviji oblik plaćanja predstavlja kupovina preko interneta. Za takav oblik plaćanja često se kaže da savremena ekonomija ide ka "bezgotovinskom društvu". Ako malo dublje pogledamo šta se događa u praksi ne bi se moglo reći da se ide ka apsolutno "bezgotovinskom društvu" (*homebanking, on-line plaćanje*).

Da bi se to postiglo potrebno je da i u tehničkom smislu budu dostupni elektronski automati na svim mestima, a drugo mnogi ljudi brinu o zaštiti svoje privatnosti. Mnogi ne žele da obavljaju ovakav način kupovine zato što je u tom slučaju sve vidljivo. Ovom prilikom ne govorimo o tehničkoj zaštiti sistema plaćanja u pogledu zaštitnog koda, već o ličnom odnosu pojedinca.

Svakako, možemo sigurno da zaključimo da sistem savremenog novca utiče pre svega na troškove štampanja, a potom njegovog habanja i potrebe za zamenom, a kao drugo naplata u trgovinama robe široke potrošnje je mnogo efikasnija i pomaže bržoj cirkulaciji i naplati. Takođe elektronski oblik trgovanja u potpunosti je preuzeo primat na svim finansijskim tržištima. Elektronski transfer, isto tako skraćuje vreme naplate i povećava brzinu opticaja novca, čime doprinosi lakšem upravljanju novčanim tokovima i održavanju likvidnosti.

4.2. LIKVIDNA AKTIVA (LIKVIDNA IMOVINA)

Raspoloživost novčanih sredstava koja se pojavljuje kao aktiva u odgovarajućem bilansu, kao višak preko naplate, predstavlja dobru finansijsku situaciju. Pod likvidnom aktivom podrazumevamo raspoloživost ili likvidnost različitih hartija od vrednosti koje preduzeće drži plasirane.

Plasirana sredstva, koja sa upisom prinosa mogu da se naplate u svakom trenutku, doprinose efikasnijem radu. U tim slučajevima upravljanje sredstvima sa dnevnim saldonom, može da računa na sredstva na neki određen rok, kao na primer viškom salda nakon dnevno-noćnog roka. Plasman sredstava možemo da izvršimo putem tržišta i tokom ovog noćnog obračuna, kada se novčana sredstva koriste za pokriće nekog minusnog salda. Ovaj plasman povećava prinos, a samim tim i likvidnost, što predstavlja dobru situaciju, naravno kada je moguće da se raspolože sa unapred datim obavezama.

Sa stanovišta upravljanja novčanim tokovima, ne treba da se posmatra samo stanje računa sa prosečno potrebnim sredstvima za plaćanje, nego i stanjem plasmana koji odgovaraju višku novčanih sredstava. To su ona sredstva koja smo izdvojili iz tekućih tokova, a koja nam nisu potrebna za izmirenje obaveza. Njih možemo da koristimo eventualno kao neki od oblika plasmana na kome ćemo da zaradimo određen prinos. Najčešći oblik plasmana na finansijskom tržištu je u vidu neke vrste hartija od vrednosti. Radi sigurnosti plasmana i obezbeđenja od rizika, plasman se uvek vrši u hartije od vrednosti određenog stepena likvidnosti.

Plasmani u hartije od vrednosti podrazumevaju mobilnu vrednost plasmana, bilo u akcije, obveznice, plasman kod otvorenih investicionih fondova, raznovrsne prenosive hartije od vrednosti, blagajničke i komercijalne zapise i oročene depozite.

U svetskoj literaturi pojam likvidne aktive odgovara anglo-saksonskom konceptu pojma novčanih sredstava. Na primer, pojam novčanih sredstava (gotovina i gotovinski ekvivalenti) odgovara pojmu naplate i plasmanu viška novčanih sredstava.

4.3. LIKVIDNOST

Likvidnost predstavlja važan, a možda i prvi ekonomski princip u poslovanju jednog savremenog preduzeća. Da bi mogle da se donesu valjane ekonomske odluke, prvenstveno je potrebno da se sagleda usklađenost sopstvenih angažovanih sredstava sa dospelim obavezama. To je osnova, odnosno baza za efikasno poslovanje. Ova ročnost mora da se sagleda potpuno, kako u pogledu iznosa sredstva, tako i vremenskih rokova.

Analitičko praćenje najčešće se obavlja na osnovu evidentiranih bilansnih podataka. Ukoliko jedno preduzeće nije u mogućnosti da obezbedi izvršenje svojih obaveza iskazanih u pasivi, svojom mobilnom aktivom, tada nije više likvidno. Ono onda mora da obustavi plaćanja. U slučaju da ovakvo stanje potraje duži vremenski period, morali bi da se primene zakonski propisi koji regulišu ovu oblast.³⁰ Naravno, ako bi ova finansijska situacija bila apsolutno neusklađena i vodila ka ekonomskoj neravnoteži, kao sledeću fazu, morali bismo da primenimo zakonske propise iz oblasti stečaja i likvidacije. Pre svega, potrebno je da se preduzmu sve aktivnosti kako bi se utvrdio stvarni ekonomsko-finansijski položaj preduzeća.

Druga moguća situacija, u pogledu likvidnosti, može da se iskaže kao stanje dobrih, uravnoteženih likvidonosnih tokova, što je poželjnije. U ovom slučaju lakše možemo da planiramo rast i razvoj preduzeća.

Praćenje stanja likvidnosti obavljamao analizom likvidne aktive. Pod likvidnom aktivom podrazumevamo aktivu koja može da se koristi za plaćanje u slučaju trenutno dospelih obaveza.

Radi jasnog sagledavanja ekonomske situacije, veoma je bitno da se pravi razlika između pojmova likvidnosti i solventnosti. Likvidnost ne treba mešati sa pojmom solventnosti preduzeća. Kod solventnosti posmatra se iznos ukupne zaduženosti prema ukupnoj vrednosti aktive preduzeća.

Rizik nelikvidnosti je dakle rizik koji nam ukazuje na to da jedno preduzeće ili neki drugi pravni subjekt ne može da odgovori finansijskim obavezama, prema njihovom iznosu i roku dospeća.

Za razliku od rizika nelikvidnosti, rizik nesolventnosti jednog preduzeća predstavlja takvo ekonomsko stanje u kome procena ukupno uzetih sastavnih elementa portfelja aktive nije dovoljna za izmirenje ukupnog iznosa duga iskazanog u bilansu.

³⁰ Videti više *Zakon o stečajnom postupku*, "Službeni glasnik RS", br. 84/04

Kako utvrđujemo našu ekonomsku moć radi obezbeđenja dobrog finansijskog položaja?

Pre svega moramo da izvršimo analizu stepena rizičnosti naše aktive i pasive. Da bi se predmet likvidnosti novčanih tokova slojevito analizirao, potrebno je da se posmatra kretanje više različitih finansijskih segmenata. To proističe iz jednostavnog razloga sagledavanja načina sticanja finansijskog položaja, odnosno finansijske moći. Kako preduzeće stiče finansijsku moć? Odgovor je jednostavan: Tako što je stalno likvidno, svakog dana.

Da bi se to postiglo preduzeće u prvom redu treba da obezbedi dnevnu ravnotežu novčanih tokova, uplata i isplata. To je prvi uslov za ostvarenje cilja našeg poslovanja. Kako se to sprovodi? Tako što u okviru ovog cilja, preduzeće treba da poseduje sredstva kontrole nad tokovima isplata i uplata. Ono treba da predviđa i organizuje nesmetan tok plaćanja prema iznosima i rokovima dospeća. Takođe mora da kontroliše preuzete obaveze po svim ugovorima, između ostalog radi poboljšanja bankarskih uslova, koji su uobičajeno pretpostavljeni na finansijskom tržištu.

Preduzeće treba da donese odluke o načinu kontrole realizacije poslovnih tokova za svaki poslovni dan, a naročito da vodi računa o održavanju ravnoteže ulaza i izlaza novčanih tokova. Prema tome, ono će morati da obezbedi da njegovi novčani tokovi ne prelaze, ili se ne zadužuje, preko mogućih izvora u slučaju deficitarnih tokova.

Da bi se upravljalo likvidnošću, rukovodilac koji upravlja finansijskim radom mora da planira dobru organizaciju evidencije po osnovu nekoliko bitnih poslova, a to su :

1. Obezbeđenje dobrog predviđanja naplate i isplate.
2. Optimalno upravljanje novčanim tokovima, naročito u pogledu zaduživanja po povoljnijoj ceni.
3. Blagovremeno plasiranje viška novčanih sredstava.
4. Detaljna kontrola novčanih tokova.

Da bismo objasnili sve ove aktivnosti pre svega bliže ćemo definisati, odnosno odrediti pojam novčanih tokova.

4.4. POJAM NOVČANOG TOKA

Prvo ćemo da objasnimo sam izraz novčanih tokova koji se odnosi na uplate i isplate, bilo da je reč o toku jednog vremenskog perioda ili o periodu vremena kad su sredstva blokirana u zalihama. U datom momentu kada se nalaze u zalihama ona takođe predstavljaju stanje vrednosti novca. Za nas je bitno da pratimo stanje na početku perioda, njegovo kretanje kroz proces angažovanja i potom stanje na kraju vremenskog perioda. Bilansni podaci nam omogućavaju da putem knjigovodstvene evidencije pratimo početak i kraj u vremenskom angažovanju. Ali za kretanje u periodu proizvodnog angažmana moraćemo da uspostavimo operativnu evidenciju. Tako odnos između tokova zaliha može da se iskaže kao:



Iz prethodnog prikaza vidimo da se početno stanje vrednosti novca u posmatranom periodu koriguje tako što se uvećava za iznos uplata, a umanjuje za iznos isplata. Dobijeni rezultat na kraju perioda predstavlja stanje vrednosti novca na kraju posmatranog perioda.

Sada možemo da nastavimo sa razmatranjem sastavnih delova u okviru stanja novca, u pristupu likvidnosti, polazeći od četiri značajne odrednice koje analitički pratimo, a to su:

- A - naplata,
- B - likvidna aktiva,
- V - neto novčani tokovi, i
- G - mogući (potencijalni) novčani tokovi.

Ovo su važne ekonomske kategorije koje moramo da pratimo kao sastavne delove celine i da na taj način utičemo na konačan ili željeni efekat kretanja novčanih tokova. Od sposobnosti finansijskog rukovodioca da blagovremeno kreira i sledi analitičke pokazatelje, zavisice stanje finansijskog položaja odnosno finansijske moći.

4.4.1. Pojam naplate

Za nas je važno da precizno odredimo pojmovno značenje svih delova koji čine celinu kretanja novčanih tokova. Prvo ćemo bliže da odredimo pojam naplate. Naplata bi mogla da se definiše kao skup prosečnih plaćanja koju obavlja preduzeće ili pravno lice. Ona predstavlja iznos primljenih sredstva koja su trenutno raspoloživa za izmirenje obaveza.

Pod naplatom jednog preduzeća pre svega se podrazumeva :

1. promet i stanje blagajne;
2. stanje i promet na različitim računima po viđenju: bankarskih i drugih organizacija;
3. promet i stanje naplate vrednosnih papira kao što su: čekovi, kuponi za naplatu (obveznica), menice za eskont ili dospеле za naplatu;
4. stanje primljenih čekova koji još uvek nisu dospeli za naplatu;
5. saldo na računu posle evidentiranja svih promena naplate i isplate;
6. vrednosni saldo, posle zaduživanja od strane banke prema datumima dospelosti.

Na primer, ako posmatramo stanje računa u banci ono može biti: pozitivno, negativno i nulto. Kada je pozitivno, uplate redovno pristižu i prema tome mogu da se obavljaju isplate. Ako je u minusu, jedan od mogućih slučajeva bio bi da se dugovni saldo računa preduzeća kreditira od strane banke.

Za nas je značajno da posmatramo sve one moguće situacije kad nema dovoljno sredstava ili kada se račun prazni i puni tačno o roku dospeća svih obaveza i kada je stanje tzv. nulto stanje. To je situacija koja nam ukazuje na to da postoji stanje potencijalnog rizika ravnomernog kretanja novčanog toka i da je potrebno analitički sagledati da li postoji eventualno "žarište" u aktivi. Čim nema redovnog, odnosno dovoljnog priliva sredstava, imamo upozoravajuću situaciju u kojoj, ili mi ne naplaćujemo u roku naša sredstva, ili nemamo dovoljno potencijalnih naplata u odnosu na stvorene obaveze.

Sa stanovišta upravljanja novčanim tokovima, analiza koju treba da obavimo imaće za cilj da ukaže na to da li je potrebno da se smanje sve obaveze koje su možda planirane ili je stanje takvo da ukupan iznos aktive ne donosi dovoljno

priliva. Cilj novčanih tokova, prema tome, treba da bude nula, kao što smo već rekli, (kada je predmet naplate i isplate- nula).³¹ U praksi, odnosno na operativnom planu, dnevni račun naplate i isplate odgovara pojmu naplate.

4.4.2. Neto novčani tok

Pod pojmom neto novačnog toka podrazumevamo jedan mnogo širi pojam nego sam pojam naplate ili likvidne aktive. On predstavlja razliku između vrednosti novčanih sredstava aktive i pasive. Ova razlika može da bude pozitivna, nula ili negativna.

Pod suštinom vrednosti novčane aktive podrazumeva se raspoloživost koja obuhvata jedan mnogo širi pojam nego sam pojam naplate. Ona takođe podrazumeva skup bilansnih stavki koji odgovaraju vrednosnom iskazu, bilo da su ostvarene putem procesa proizvodnje nekog oblika plasmana ili prenosivim hartijama od vrednosti.

Vrednost novčanih sredstava pasive u operativnom smislu, odgovara različitim vrstama kredita, pomoću kojih preduzeće obezbeđuje nedostajuća novčana sredstva za finansiranje jednog dela rada. Praktično vrednost novčanih sredstava pasive odgovara pojmu kreditnog računa kod banke, odnosno odgovara pojmu kratkoročne bankarske pozajmice (dugovnog salda računa), korišćenje bankarske pomoći za tekuću dnevnu likvidnost. Banke pomažu pri mobilizaciji hartija od vrednosti, kako domaćih, tako i onih kreiranih na inotrzništu koje treba da se eskontuju (razne vrste hartija od vrednosti koje nisu naplative), a koje su se "izgubile" u bilansu. U praksi to znači mogućnost unovčavanja hartija od vrednosti koje ima preduzeće u portfelju, odnosno njihovo pretvaranje u likvidna sredstva neophodna za izmirenje tekućih obaveza. U savremenim finansijama postoji veliki broj različitih kreacija hartija od vrednosti.

Tu ubrajamo i ostale finansijske izvore, kao na primer novčane menice izdate od strane preduzeća, predračune ili rezervisane obaveze. Ovi instrumenti, isto tako predstavljaju vrednost pasive novčanih sredstava.

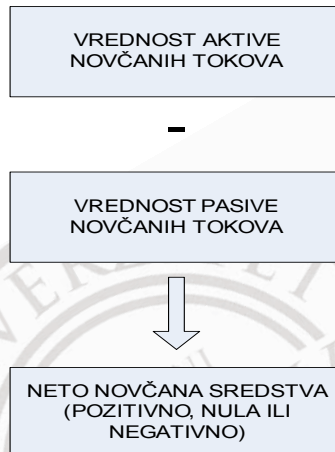
Pojam neto novčanih sredstava treba posmatrati kao sredstva koja se odlikuju ročnom (terminskom) uposlenošću, bilo u bilansu bilo u različitim rokovima uposlenosti i izvora, evidentiranih u finansijskom planu.

Pobornici funkcionalne analize predstavljajući tokove novčanih sredstava kao razliku između vrednosti novčanih sredstava u aktivni (plasmanski) i vrednosti novčanih sredstava u pasivi (izvori), ($NNT = ANS - PNS$), prilagodili su je brojnim novčanim tokovima.

³¹ Ovde pravimo izuzetak u pogledu novčanih fondova naplate posmatranom u poslovnom periodu u komercijali.

ANS – novčana sredstva u aktivni
PNS – novčana sredstva u pasivi
NNT – novčani neto tok

Pojam neto novčanih tokova se može prikazati kao razlika između :



Konačno, pojam neto novčanih tokova je definisan kao rezidualna vrednost. Tako je NNT razlika između ANS i PNS $\rightarrow (ANS - PNS = NNT)$. Novčani tokovi ili sredstva su prema tome zavisni od iznosa ANS i od PNS.

| Vrednosti aktive novčanih tokova |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Raspoloživa (ili likvidna) sredstva: <ul style="list-style-type: none"> - naplata: blagajna, banka, ostali oblici i vrednosne naplate; - zapisi, koji su unovčivi u svakom momentu; - oročeni depoziti, ako su unovčivi unapred. 2. Plasirane hartije od vrednosti: <ul style="list-style-type: none"> · mobilne vrednosti plasmana: <ul style="list-style-type: none"> -akcije; -obveznice; · prenosive hartije od vrednosti: <ul style="list-style-type: none"> -sertifikati(potvrde o depozitu); -menice novčane; -prenosivi zapisi na srednji rok; -prenosivi komercijalni zapisi. 3. Blagajnički zapisi. 4. Oročeni depoziti. |
| Vrednosti pasive novčanih tokova |
| <ol style="list-style-type: none"> 1.Kreditni računi banaka i ostali oblici: sa pokrićem, avansi i menično pokriće 2.Tekuća bankarska sredstva: <ul style="list-style-type: none"> - akreditivi, -kredit za mobilizaciju komercijalnih hartija ; -cesija(preuzimanje) hartija od vrednosti; - menice eskontovane koje nisu dospele . <p>*Predračuni. *Potpisani krediti i rezervisane obaveze.</p> |

Tabela 4.1. Vrednost novčanih tokova aktive i pasive

4.4.3. Potencijalni novčani tokovi

Pojam neto novčanih tokova, zbog aspekta rezidualnog rizika ima značajnu ulogu u novčanim tokovima. Pojam potencijalnih novčanih tokova koristi se zarad moguće fleksibilnosti, na primer, radi korišćenja proračuna budućih prilika za investiranje ili rešavanje finansijskih teškoća.

Pojam mogućih, odnosno potencijalnih novčanih tokova obično trpi, u jednom delu, kritiku u pogledu mogućnosti ovih proračuna i njihove realnosti.

Pod pojmom novčanih tokova ne treba posmatrati i koristiti podatke stanja samo novčanih vrednosti aktive i pasive. Tačno je da ovi podaci postoje kao realni u sadašnjem vremenu, ali potrebno je da se obuhvati isto tako potencijalna ili moguća likvidnost, radi sagledavanja plana ukupnog zaduživanja. Kada se planiraju investiciona zaduženja za projekciju budućih tokova veoma je bitna njihova veličina. Projekcija je potrebna da bi se odredio stvarni finansijski kapacitet jednog preduzeća. To posebno dolazi do izražaja kada planiramo sve buduće novčane tokove, bilo da se odnose na tokove naplate ili isplate. Ovo je naročito važno sa aspekta očekivanosti rizika.

Čest je slučaj da preduzeće koje poseduje višak sredstava, može da ubrza postupak obezbeđenja povećanja ukupne mase novčanih priliva, radi sticanja dobiti putem eskonta. Portfelj hartija od vrednosti koristi za prodaju pre roka, a dobijena sredstva ulaže u neki plasman sa većim prinosom. Ova praksa, koja se sprovodi u vidu dobrog plasmana novačanih sredstva, ima za posledicu rast ukupnih novčanih tokova, a smanjenje neraspoređenih novčanih sredstava. Upravo iz istih razloga, kapacitet zaduženosti ne koristi se samo da bi se odgovorilo obavezama, nego i da preduzeće ostvari nova finansiranja.

Ako se držimo svih elementa računa, mogli bismo da damo jedno tumačenje pojma potencijalnog ili mogućeg novčanog toka ili sredstva. To je definisanje kao sume aktive novčanih sredstava, (onih kapaciteta koji se ne koriste na nivou zaduženosti na kratak, srednji ili dug rok), umanjениh za zbir izvora novčanih sredstava³². Novčana sredstva moraju da budu prema tome razmatrana i tretirana kao potencijalna aktiva³³.

Ako se ova definicija primeni u praksi, onda glavna preokupacija upravljanja novčanim tokovima ili sredstvima nije više samo dnevna likvidnost. Upravljanje finansijskim tokovima postaje jedan od bitnih elemenata finansijskog planiranja.³⁴

32 M. Levasseur, *La gestion de la trésorerie: nature et difficulté du problème*, Analyse Financière, 4^e trimestre 1974, str. 86.

33 M. Levasseur, *Gestion de trésorerie*, Economica, Paris, 1979, str. 111-168.

34 M. Levasseur et A. Quintart, *Finance*, 3^e éd., Economica, 1998, str.753 – 778.

PROVERA ZNANJA

1. Definišite pojam likvidnosti.
2. Definišite pojam solventnost.
3. Objasnite rizik (ne)likvidnosti.
4. Kako utvrđujemo našu ekonomsku moć radi obezbeđenja dobrog finansijskog položaja?
5. Objasnite pojam rizika (ne)solventnosti.
6. Objasnite novčani tok naplate.
7. Navedite najmanje tri oblika naplate.
8. Navedite osnove funkcije rukovodioca naplate.
9. Objasnite pojam likvidne aktive.
10. Objasnite neto novčani tok.
11. Objasnite potencijalni novčani tok.
12. Objasnite odnos plasmana i likvidnosti.

BIBLIOGRAFIJA

- I. M. Levasseur, *Gestion de trésorerie*, Economica, Paris, 1979.
- II. M. Levasseur et., *La gestion de la trésorerie: nature et difficulté du problème*, Analyse Financière, 4^e trimestre, Sorbonne, Paris, 1974.
- III. *Zakon o stečajnom postupku*, “Službeni glasnik” RS, br. 84/04.

PREDVIĐANJE NOVČANIH TOKOVA

Cilj izlaganja

- Definisanje nosilaca izrade plana novčanih tokova
- Definisanje procedura
- Sprovođenje finansijskog plana
- Metodi praktičnog rada
- Najčešći problemi u upravljanju novčanim tokovima

Plan izlaganja

5. Predviđanje novčanih tokova

5.1. Procedure i predviđanja novčanih tokova

5.1.1. Metodi rada u praksi

5.2. Optimizacija upravljanja novčanim tokovima

5.2.1. Uloga i cilj upravljanja novčanim tokovima

5.2.2. Izbor instrumenata plaćanja

Rezime

Osnovu dobrog finansijskog planiranja predstavlja efikasno upravljanje finansijskim tokovima. Ono utiče na efikasnost procesa proizvodnje i na poslovne rezultate. Videli smo da stanje novčanih sredstava u aktivni i pasivi predstavlja egzaktni pokazatelj, ali on nije dovoljan sam po sebi, da bismo utvrdili naše potrebe za likvidnim sredstvima.

Da bismo mogli da imamo blagovremeno sve podatke, moramo kao prvo, da uspostavimo standard kvaliteta u ovom segmentu poslovanja. Utvrđivanje bužeta za svaki potencijalni trošak je analitički posao koji nas potom obavezuje da pratimo njegovo sprovođenje. Sve predviđene procedure rada moraju da se donesu na vreme radi

planiranja kretanja novčanih tokova.

Praksa pokazuje da sve privrede koje su uvele dobru normu planiranja, nemaju problema sa likvidnošću. Odstupanje od zakonske regulative slabi finansijsku disciplinu, što je osnovna pretpostavka za uključivanje u šire međunarodne, finansijske tokove.

Pridržavajući se planskih obaveza, eliminišemo pojavu iznenadnih rizika likvidnosti, naravno onih koji pripadaju uobičajenim uslovima poslovanja. Za nepredvidive i iznenadne rizike sprovode se druge procedure. Procedure se obično izrađuju za period od godinu dana, mesečno i potom dnevno. One obuhvataju sve vrednosti koje su unapred ugovorene, bilo kao prihod, bilo trošak. Dobrom procenom tržišnih kretanja se, takođe, planiraju i dodatna sredstva. Osim uobičajenih tekućih obaveza poslovanja najznačajnija su sredstva predviđena za razvoj, odnosno za investicije. Ova oblast biće posebno obrađena.

KLJUČNE REČI: plan novčanih tokova • optimizacija novčanih tokova • predviđanje novčanih tokova • finansijski plan

5.1. PROCEDURE I PREDVIĐANJA NOVČANIH TOKOVA

Aktivno upravljanje ekonomskim polazajem preduzeća zahteva stalnu kontrolu, kako ostvarenje naplate prihoda, tako i projekciju njegovog mogućeg povećanja. Za uspostavljanje finansijske moći mora biti zadovoljen prvi i osnovni princip-održiva finansijska stabilnost. Finansijsku stabilnost na dugi rok moramo uvek pratiti paralelno sa kratkoročnom finansijskom stabilnošću.

U tom kontekstu, novčani tokovi su bitan faktor koji utiče na okvir plana razvoja preduzeća. Sve vrednosti kao što su količina proizvodnje, obim prodaje i drugo uvek se iskazuju u novčanim vrednostima. Nakon sagledavanja strateških ciljeva pristupamo njihovoj operacionalizaciji. Faza operacionalizacije obuhvata njihovo svodjenje na prosečno trajanje i evidentiranje na dugi rok, onih koji su kao takvi označeni. Potom treba izvršiti projekciju optimalnog korišćenja novčanih sredstava. Sledeći korak je obezbeđivanje ravnomernog kretanja tokova finansijskih sredstava. Odluke koje se donose, a zasnovane su na ovim promenljivim faktorima, određene su:

- (a) prosečnim stanjem prema pravilu o zaduživanju,
- (b) zatim visini korišćenog (ili ne) kredita na kratak rok i
- (c) plasmanom kratkoročnih novčanih likvidnosti.

Osnovni zadatak predviđanja novčanih tokova je da obezbedi preduzeću da u svakom trenutku bude u situaciji da može da raspolaže barem nultim stanjem ili minimalno negativnim. To dalje znači da se preduzima aktivno praćenje u pogledu obezbeđivanja stalne likvidnosti. Već smo prethodno objasnili da je najznačajniji faktor finansijske moći kontinuirana likvidnost.

Finansijska moć se uvećava donošenjem blagovremenih i efikasnih odluka u cilju održavanja likvidnosti, pre svega, na pouzdanim podacima. Bitno je da prikladne i efikasne odluke o novčanim tokovima budu donete na osnovu kvalitetnih informacija, naročito za predviđanja koja su raspoloživa, a tiču se novčanih tokova. Jedno od osnovnih finansijskih pravila za donošenje optimalnih odluka o plasmanu ili finansiranju je, ne samo praćenje razvoja novčanih tokova dnevno, nego i postavljanje predviđanja koja se odnosi na buduće uplate i isplate preduzeća.

Kao kod svih procedura predviđanja i kod predviđanja novčanih tokova, treba da se razlikuje rok koji je pouzdan i onaj koji nije pouzdan za predviđanje.

Pouzdan rok treba definisati kao vremenski period u kome može da se obavi predviđanje. Drugim rečima, kada ne možemo da obavimo predviđanje, bez obzira na razlog, onda imamo situaciju sa nepouzdanim elementima.

Ovde je moguće elaborirati predviđanje novčanih tokova koji se odnose na period od jedne godine, ali postoje i višegodišnja predviđanja od 3 ili 5 godina. To sve zavisi od cilja finansijskog planiranja. Na operativnom nivou, predviđanje novčanih tokova se uspostavlja, uglavnom, na pouzdanom višemesečnom, ili roku od godinu dana. U praksi, najčešće se planira na period od tri meseca ili pola godine. Predviđanje novčanih tokova prema datumu dospeća novčanih vrednosti, obavlja se za mnogo kraći period. Najčešće koristimo precizne podatke za period od jedne nedelje ili mesec dana.

Najbolje je da se poslovnim procedurama utvrdi postupak redosleda predviđanja za finansijski plan. Obično je određen vremenskim intervalom koji je posebno definisan, ili revizijom dva prethodna, uzastopna predviđanja. Potrebno je da se izvrši revizija ustanovljenog godišnjeg finansijskog plana, ponekad dva ili više puta u toku od jedne godine, u zavisnosti od konkretne potrebe poslovanja. Predviđanja godišnjih novčanih tokova po mesecima, vrše se revizijom, svakog meseca, a ponekad prema prirodi same aktivnosti više puta u toku meseca. Najvažnije je da se predviđanja sačinjena prema datumima dospeća vrednosti sprovedu ili revidiraju svakog dana. Ovo je potrebno raditi zbog uticaja objektivnih faktora na finansijskom tržištu.

Vremenski period predviđanja zavisi od uslova poslovanja. Oni variraju u zavisnosti od različitih faktora, kao što su veličina i organizacija preduzeća, ali i sama uloga finansijske funkcije u celoj organizaciji. Finansijski plan se generalno donosi prema opštoj odgovornosti, sa direktnom saradnjom finansijera. Međutim, kako je reč o dinamičnim novčanim tokovima preduzeće mora da preuzima brigu, tokom vremena, da prati i razmatra ostvarenje plana mesečnih novčanih tokova. Ovo praćenje sprovođenja, mora da se obavi sve do predviđanja vrednosti na dan dospeća.

Praćenje izvršenja planiranih novčanih tokova zahteva saradnju i učešće svih delova preduzeća. Na primer, da bi se obezbedilo predviđanje naplate prodaje, potrebno je da se znaju svi uslovi prodaje, bilo da su u skladu sa uslugom prodaje ili direktno sa marketingom. Zatim, radi predviđanja plaćanja kupovine, potrebno je da se znaju uslovi kupovine pod kojima se obavlja kupovina ili određeni približni uslovi. Predviđanje prema dospelosti vrednosti zahteva dinamičnu razmenu informacija sa finansijskim institucijama, bankama čije usluge koristi preduzeće. Danas, savremene finansije sa lakoćom ostvaruju ove aktivnosti, jer stvarni napredak u prenosnim vezama olakšava ove razmene.

Finansijsko planiranje zahteva raznovrsne podatke. Ono zavisi od veličine i vrste preduzeća. Neophodne su različite informacije za predviđanje koje određujemo prema različitim službama preduzeća. Za nas je bitno da računovodstvene informacije imaju privilegovanu ulogu. Neophodna su i obaveštenja dobijena od ostalih službi (prodaje, kupovine i snabdevanja...), upravo zbog međusobne povezanosti svih operacija u proizvodnom procesu.

U operativnom radu, ponekad je teško obezbediti sve potrebne informacije, zato što zahtevaju visoke troškove. U svakom slučaju, za planiranje može da se koriste statistička procedura. Ona je neophodna kada su novčani tokovi brojni, promenljivi i predstavljaju veličine ili iznose koji rastu. Ove statističko-matematičke metode mogu da se koriste, na primer, za predviđanje datuma naplate manjih iznosa čekova koji su upućeni na različite službe preduzeća. Oni imaju važnu ulogu u pogledu zakonskih propisa koji regulišu poslovanje, naročito sa stavkama dugovanja manjih iznosa čekova.

Koje procedure planiranja najčešće primenjujemo? Obično je reč o tri različita pristupa za predviđanje novčanih tokova. Oni se odnose na tri različita vremenska perioda na koje je potrebno dati što preciznije odgovore. Novčane tokove predviđamo u vidu finansijskog plana, plana budžeta trezora i plana novčanih tokova. Objasnićemo detaljnije svaki od dokumenata počevši od onog koji je najduži, a koji obuhva sve resurse, do onih koji obuhvataju najkraći vremenski period.

Finansijski plan se donosi najčešće za period od 3 do 5 godina. On je usme-

ren na predviđanje uposlenosti svih resursa. Njegova izrada obezbeđuje nam usklađenost i ravnotežu resursa na dugi rok. Praćenje njegove realizacije po pravilu se sprovodi godišnje ili polugodišnje.

Cilj donošenja i operacionalizacije je da se uspostavi kontrola između uposlenosti i izvora novčanih sredstava na dugi rok.

Plan budžeta trezora najčešće se donosi na period od jedne godine, ali sa planovima na mesečnom nivou. Što se tiče plana budžeta trezora (novčanih izdataka), bitno je da se precizno predvidi naplata i isplata po svim osnovama. U planu budžeta obezbeđujemo pretpostavke za ostvarenje ravnoteže na kratak rok. Plan budžeta mesečnih novčanih sredstava obuhvata detaljno planiranje u cilju obezbeđivanja usklađenosti naplate i isplate, obezbeđivanja potrebnih kredita i plasmana prema vrsti i nameni njihovog korišćenja. Kontrola i operacionalizacija se sprovodi najčešće po mesecima ili dekadama.

Plan novčanih tokova donosi se mesečno. Predviđanje ili plan novčanih tokova za dnevno kretanje sredstava usmereno je na tokove prema datumu dospeća. Kontrola i operacionalizacija sprovodi se dnevno.

Njegov cilj je da se napravi ravnoteža bankarskih računa prema iznosima i takođe da se planira nulto stanje bankovnih računa. Drugim rečima, cilj je apsolutna iskorišćenost, odnosno uposlenost novčanih sredstava.

U razmatranju predviđanja novčanih tokova³⁵ za ova tri nivoa polazi se od:

1. Vrste dokumenta koji se obrađuje,
2. Perioda na koji se donose,
3. Koraka kontrole i operacionalizacije,
4. Postizanja cilja.

Praćenje i realizacija ovih planova evidentira se u obliku finansijskih izveštaja. Na osnovu donetih finansijskih planova sačinjavaju se finansijski izveštaji. U praksi najčešće imamo godišnji ili višegodišnji izveštaj

Finansijski izveštaj ima za cilj da obezbedi koherentnost finansijskih tokova. Oni su rezultat ciljnih odluka na nivou finansijske strategije, na rok od jedne ili više godina. Reč o tome kakva će biti nova uposlenost na osnovu odluka o investiranju, kakvi će biti novi izvori sa kojima će se raditi.

Za pripremu finansijskog plana sredstava koristi se metod tokova. Kao polazna osnova, uzima se stanje novčanih sredstava na početku godine. Za ovu operaciju koristi se izvod računa, kao polazno predviđanje. Potpuno nova uposlenost i novi izvori, određuju stanje novčanih tokova na kraju godine.

35 R. Gillet, J.P. Jobard, P. Navatte, P. Raimbourg, *Finance – finance d'entreprise, financede marché*, diagnostic financier, 2^e éd., Dalloz, Paris, 2003, str. 265

Da bi se obavio ovaj metod, mogu da se koriste različiti modeli pregleda tokova (npr. koeficijenti ili neki od metoda procene rizika i slično).

Navedeni primer klasifikacije može da nam posluži kao model za finansijski plan.

| | Ravnoteža | Izvori | Uposlenost |
|---|-----------|--------|------------|
| Izvori | N + 1 | ... | N + 5 |
| Kapacitet samofinansiranja (posle troškova finansiranja) Povećanje kapitala Povećanje tekućeg računa Nova zaduživanja Proizvodna dezinvestiranja Ostalo | | | |
| Ukupni izvori | | | |
| Uposlenost | | | |
| Potrebna obrtna novčana sredstva Investiranje Aktiva nematerijalna, materijalna i finansijska Napлата starih dugova Raspodela dividendi | | | |
| Ukupna uposlenost | | | |
| Godišnji saldo | | | |
| Prekoračenje novčano početno (+, -) Novčani krediti u korišćenju Ostali novčani krediti | | | |
| Saldo posle novčanih kredita | | | |

| | | | |
|--|--|--|--|
| Finansijski plasmani na kratak rok Cesije finansijskih plasmana na kratak rok | | | |
| Saldo posle novčanih plasmana | | | |
| Kumulativni saldo | | | |

Tabela 5.1. Primer finansijskog plana (sa ravnotežom)

Godišnji tokovi se koriguju za iznos taksi, poreza na dodatu vrednost koja ostaje nakon ukupnih novčanih sredstava (tokova).

Prednost ovoga modela je to što stavlja akcenat na iznos novčanih sredstava na kraju godine. Ostali modeli prate godišnje varijacije novčanih tokova.

Svake godine aktualizuje se finansijski plan svođenjem na realne vrednosti. To se sprovodi opštim vrednovanjem, prema finansijskoj strategiji preduzeća. Ona može da nastane iz različitih razloga, kao što su poreklo izvora prema odluci o povećanju kapitala, emisijom obveznica radi zaduživanja ili putem otkupa preduzeća. Takođe finansijski plan dozvoljava da se vrši predviđanje prvom aproksimacijom, a godišnji plan, u kom pravcu će se kretati novčani tokovi, da li će se povećavati ili smanjivati.

Budžet novčanih tokova mesečno. Na mesečnom nivou uvek se operativno prate naplata i plaćanja u odnosu na planirane. Cilj praćenja mesečnih tokova je posmatranje realizacije uposlenosti resursa i godišnjih izvora, u odnosu na veličine predviđene finansijskim planom. Veoma je važno održavanje ritma naplate i plaćanja. Najbolje je da se obavlja praćenjem mesečnih izvršenja, za svaki mesec posebno. Ukoliko se uoči tendencija prekoračenja ili deficita mogu se doneti konkretne odluke i izvršiti potrebne korekcije. Trend kretanja neophodno je pratiti radi donošenja blagovremene odluke.

Često se postavlja pitanje, da li je potrebno da se vrši mesečno praćenje u svakom slučaju. Nije li potrebno da se prati aktiva ili da se to čini u slučaju obavljanja prinudne naplate preduzeća? Poznato je da svako preduzeće koje ima veliki broj klijenata ima potrebu da vodi potpunu evidenciju, kako onih koji mu plaćaju u roku, tako i onih koji to ne čine redovno. To su samo neki od razloga zbog kojih postoji potreba da se prate plaćanja, kako regularna u toku meseca tako i analitički produbljena. Praćenja naplate mogla bi biti petnaestodnevna, dekadna ili sedmična. Jedno od praktičnih rešenja bilo bi usklađivanje evidencija naplate i isplate po periodima prema kojima se plaća porez ili kada dospe-

vaju za naplatu neki drugi troškovi prema državi. Obrnuto, ako imamo manje klijenata, sa tendencijom stalnog smanjenja, a njihova plaćanja se ostvaruju promenljivo tokom jednog meseca, bilo bi bolje da se te evidencije izdvoje kao mesečno praćenje stanja.

5.1.1. Metodi rada u praksi

Postoji više metoda koji bi mogli da se predlože za rad u praksi. Njih možemo grupisati prema osnovnim principima rada:

1. princip dobrog sprovođenja operacija eksploatacije ili korišćenja prihoda i mesečnih troškova,
2. princip integrisanih uslova korišćenja investicija ili finansijskih operacija predviđenih finansijskim planom,
3. često se javlja i potreba za kreditom usled nedostatka sopstvenih novčanih sredstava, i
4. konačno, eventualna mogućnost plasmana u slučaju ostatka sredstava u novčanim tokovima.

Za sprovođenje operacija mesečne evidencije naplate i isplate treba poštovati više principa.

A. Praćenje računa u vremenu

Prezicne procedure postupka kvaliteta u procesu evidentiranja podataka su neophodne da bi se donosile racionalne i efikasne odluke. Po pitanju evidentiranja stavki prihoda i rashoda, bitno je da se uvek unose hronološkim redom. Različiti prihodi i troškovi treba da se unesu u odgovarajućem mesecu prema njihovim isplatama i uplatama. Oni treba da sadrže obračun prema kome će se uneti njihov tok operacije, a potom da se odredi monetarni tok u čiji sastav se grupišu.

U praksi postoji više metoda u cilju pravilnog vremenskog sagledavanja toka sredstava praćenjem stanja računa. Jedan od najčešće primenjivanih metoda je da se grupiše ugovaranje sa preduzećem, koje ima više velikih klijenta, odredi rok plaćanja i da se prati realizacija. Treba da obuhvatimo praćenje toka naplate na računu, a potom tok isplate prema toj dinamici. Za ovaj metod obično uzimamo velike klijente čiji promet bitno utiče na našu likvidnost.

Drugi metod bio bi obrnut ovome, ako su brojni klijenti ili tokovi naplate, racionalno bi bilo da se veliki broj klijenta ili dobavljača prilagode statističkom praćenju. Ovi metodi imaju objektivnu ekstrapolaciju po pitanju budućih tokova, počevši od studije tokova, do njihove krajnje realizacije.

B. Praćenje računa poreskih obaveza

U finansijskom planu, predviđaju se i tokovi poreskih obaveza. Njih treba dovesti u vezu sa proizvodnjom i troškovima naplate i isplate mesečnih poreza.

Porez za plaćanje odgovara porezu na dodatu vrednost, zbirnom, umanjenom za porez na dodatu vrednost ili vraćenom.

Za zbirni porez na dodatu vrednost, mogućnost naplate je :

1. za proizvodna dobra, isporuke, tj. u praksi fakturisanje (naplativost duga)
2. za obavljene usluge i rad sa nekretninama, naplativost rezultira prema ukupnoj naplati ili avansu (akontaciji).

Za odbitni porez na dodatu vrednost, odbitne stavke se zasnivaju na:

1. odbitnom porezu na nepokretnosti (investicije) koje se odbijaju u mesecu isporuke;
2. odbitnom porezu na ostale kupovine i usluge koje su bile odbitne u mesecu isporuke ili isplate.

5.2. OPTIMIZACIJA UPRAVLJANJA NOVČANIM TOKOVIMA

Optimizacija novčanih tokova treba da bude prioritet pri upravljanju tokovima. U cilju optimizacije novčanih tokova treba da se postave pravilni kriterijumi izbora i realizacije finansijskih sredstava. Osnovni postulati tih procedura su izbor odgovarajućih instrumenata plaćanja, zaduživanje po najboljoj stopi, ostvarenje najunosnijih plasmana ili najpovoljniji odnos između pokrivenosti duga i plasmana.

Upravo iz tih razloga, očekivano, cilj optimizacije je novčana nula, odnosno kao cilj naplate postavlja se nula. Dobro je pojasniti ovaj cilj putem ispitivanja upravljanja novčanim tokovima.

Kao što smo već rekli ovo upravljanje odgovara onom, koje sledi plan predviđanja novčanih tokova u pogledu datuma dospeća novčanih iznosa.

Performanse ili parametri upravljanja se ne mere samo kroz funkciju ostvarene stope zaduženja izvora ili plasmana viška sredstava. One će efekat nekorisnosti procenjivati i prilikom pregovaranja najboljeg plasmana od 100000 dinara za period od 7 dana.

Kod optimizacije procenjujemo:

1. koja je uloga i cilj načina raspolaganja novčanim sredstvima,
2. postoje li neke greške u načinu analize i tumačenja kretanja ekonomskih pojava i,
3. pravilan izbor instrumenata plaćanja.

5.2.1. Uloga i cilj upravljanja novčanim tokovima

Ovo razmatranje je posvećeno upravljanju novčanim tokovima s obzirom na postojanje brojnih primera pogrešnog upravljanja novčanim tokovima³⁶, na primer, raspolaganje kreditnim sredstvima neke banke A, kada je dugovni račun kod drugih banaka B,C...; pokriće predviđanjem zaduživanja koje ne traži realno zaduživanje više od nekoliko dana, najkasnije nekoliko nedelja.

U praksi se najčešće javlja nekoliko grešaka:

- A. privida ravnoteže
- B. prevelike mobilizacije novčanih sredstava.
- C. potcenjene mobilizacije novčanih sredstava.

A. Greška privida ravnoteže

Ovu grešku definišemo kao privid o postojanju ravnoteže. Reč je o situaciji u kojoj, istovremeno, postoji dugovni saldo sa kamatom za plaćanje kod jedne banke, a potražni saldo za vrednost koja ne nosi zaradu kod neke druge banke. Ove zablude ili greške vuku za sobom, kao posledicu, trošak koji je jednak dugovnim kamatama. Dugovne kamate odgovaraju sumama koje će da se pokriju sa potražnih računa.

Da bi se ovakva greška izbegla moramo uvek, matematički tačno, da izračunamo dugovnu kamatu za tačno određeni vremenski period i da je uporedimo sa prihodnom kamatom. Tek nakon matematičkog proračuna možemo da donesemo odluku o načinu korišćenja sredstava - da li će biti plasirana ili povučena.

³⁶ H. de La Bruslerie, *Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques*, Dalloz, 1997 ou R. et J.-F. Verdier, *La gestion de trésorerie*, Dunod, 1999.

Kao primer možemo da navedemo pristup prividu o ravnoteži. Ako imamo u korišćenju iznos pozajmljenih sredstava od 10 000 000.00 dinara sa stopom od 15 % na godišnjem nivou, primenom metoda prostog obračuna interesa, trošak bi bio $10\,000\,000.00 \times 15\% = 1\,500\,000.00$ dinara godišnje, mesečno treba da bude 125 000.00, ili 4 167.00 dinara dnevno, ako se obračuna za jednu godinu od 360 dana. Drugim rečima, ako u isto vreme želimo da držimo naša sredstva u plasmanu, mi moramo dnevno da zarađujemo više od 4 167.00 dinara, da ne bismo imali direktan gubitak. Naravno, kod detaljnog proračuna moramo da procenimo i obavezu za plaćanje poreza na prihod od pozitivne kamate.

Ova vrsta greške ukazuje nam da obavezno moramo detaljno proceniti sve iznose sredstava datih u depozit ili plasman.

B. Greška prevelike mobilizacije sredstava

Ova vrsta greške odgovara potražnom saldu na vrednost koja ne nosi prihod (nekamatonosna vrednost) i kao takva, može da nam eliminiše zabludu o ravnoteži.

Zabluda ili greška o prevelikoj mobilizaciji najčešće se pravi zbog potrebe da se obezbedi nedostatak plasmata, koji rešava nekorisnost prosečnog finansiranja. Tako se, na primer, opredeljujemo da koristimo eskont pre roka dospeća naših obaveza, čime imamo dupli gubitak. Najpre eskontujemo pre roka dospeća, a mogli smo da zaradimo više, a potom nam ta sredstva stoje na računu. Ovakva greška najčešće se čini iz psihološkog razloga.

Trošak prekomerne mobilizacije treba da se proceni u funkciji troška kredita koji se ne koristi kada je prekomerna mobilizacija obezbeđena, da bi se pokrila nekorisnost kredita ili u funkciji stope plasmana u slučaju povećanja strukture novčanih tokova. Drugim rečima, moramo uvek da procenimo koliki je trošak eskonta u odnosu na kamatu koju bismo platili kada zaista budu dospele obaveze. Ukoliko je taj trošak veći, onda ćemo čekati stvarni rok dospeća i uzeti kredit, ako nemamo sopstvene izvore iz kojih bismo obezbedili isplatu.

Radi ilustracije razmotrićemo sledeći primer. Neko preduzeće je nepokriveno za 10 miliona dinara prvog dana u mesecu. Ono uspostavlja kreditnu liniju od 10 miliona putem eskonta za rok dospeća do 30 dana. U toku istog meseca, 25-og dana, preduzeće je primilo vrednost koja je unapred predviđena u iznosu od 10 miliona dinara, koje je donosio saldo, tako da sad ima sredstva u iznosu, većem nego što mu je potrebno sve do kraja meseca. Ako je eskontna stopa 10,5%, može se izvršiti aproksimativna procena troška ove prekomerne mobilizacije i ona je $10\,000\,000.00 \times 0,105 \times 25/360 = 72\,917.00$.

C. Greška potcenjene mobilizacije novčanih sredstava.

Trošak potcenjene mobilizacije odgovara razlici između troška nepokrivenih obaveza i troška pribavljanja boljeg kredita za preduzeće.

Ona se obično stvara kada preduzeće ima obaveze da pokrije, prema roku dospeća kreditne linije i prosečnog finansiranja koje je manje skupo.

Tako na primer za razliku od 2%, trošak prosečnog novčanog dugovanja od 1 000 000.00 dinara predstavlja 20 000.00 dinara godišnje.

Kada se plaća samo prosečna ili srednja vrednost, jer je dugovno potraživanje blokirano ili zamrznuto na jednom računu u roku trajanja od najmanje jednog meseca, zabluda ili greška potcenjene mobilizacije, ili pod-mobilizacije može da bude česta. Danas, sa razvojem elektronskog sistema prenosa novčanih sredstva, ona je znatno olakšana. Sada može da se izvrši plasman na veoma kratak rok, od svega nekoliko sati i to preko noći, a da likvidnost ne bude ugrožena.

U svetu je u savremenim uslovima, razvijen sistem plasiranja u fondove u periodu izuzetno kratkog vremenskog roka.



Stanje na računu nula

Za one koji preporučuju da se upravlja novčanim tokovima po principu “nula”, cilj je da se na računu dostigne stanje najbliže nuli, do konačnog izmirenja dugovnog salda. Ono je najskuplje i razlikuje se od prosečnog finansiranja, a uz to imamo potražni saldo koji još ne dospeva.

Očigledno je da je predmet računa nula, ili još preciznije potražni saldo ili dugovni sa vrednostima blizu nule.

Novčani tok sa nultim stanjem može da se definiše kao oblik upravljanja novčanim tokovima prema kome, svakog dana stanje na računima, u različitim bankama treba da se približi što je moguće više nuli, a iznosi koji preteču treba da se plasiraju. Ovakva politika zagovara organizaciju i upravljanje novčanim tokovima koji izbegavaju sva neuposlana sredstva. O ovom slučaju možemo da govorimo kao o slučaju apsolutnog upošljavanja slobodnih novčanih sredstava, koja će stalno da donose prinose. Prema tome, uvek treba težiti da se što pre oslobodi bilo kakvog viška novčanih sredstava na računu, koja nisu neophodna prema utvrđenom finansijskom planu.

Prihvatanje priliva nula proizvodi različite troškove koji utiču na poslovanje, a proizilaze kao trošak bankovnih računa (provizije za obavljanje prometa i slično). Ali svakako treba razlikovati troškove koji su jasni i korisni.

Prema tome, za nas je koristan trošak jednak razlici sa kojom se neki drugi plasman izlaže ovom višku, pozitivnom saldu, a bankovni račun sa vremenski preterano zadržanim iznosima ima kao posledicu nedostatak zarade. Ta sredstva nismo stavili u aktivnu funkciju.

5.2.2. Izbor instrumenta plaćanja

Kod izbora instrumenta ili sredstava plaćanja moramo uvek da vodimo računa o konkretnom kriterijumu prema vrsti plaćanja. Neće se koristiti isti način kada je u pitanju naplata i isplata po pitanju rokova. Preduzeće će ojačati svoju platežnu poziciju povezivanjem odnosno skraćivanjem rokova naplate. Radi profitiranja ono će održavati najveću moguću platežnu sposobnost po pitanju plaćanja.

Uloga sredstava na računu i blagajne sastoji se, u prvom redu, u upravljanju tokovima naplate i isplate između preduzeća i spoljašnjih faktora. Radi utvrđivanja

ove misije, često se koristi izraz “upravljanje rizikom tokova”. Sistem plaćanja treba da poznaje različite instrumente plaćanja koje koristi, kako u zemlji tako i svetu, za domaća i međunarodna plaćanja. Treba da se informiše o njihovom razvoju i ostvarenim promenama. Postoje mnogobrojni instrumenti plaćanja koji se koriste u domaćim i međunarodnom platnom prometu. Izbor između različitih instrumenta vrši se u zavisnosti od više kriterijuma, i to naročito:

1. rokova naplate i isplate;
2. troška operacije;
3. stepena sigurnosti naplate, naročito rizika nenaplativosti.

Ovaj poslednji kriterijum igra važnu ulogu u slučaju međunarodnih plaćanja. Osnovna uloga nekog instrumenta je da omogući smanjenje svih troškova, uz zadovoljavajući nivo sigurnosti. On mora da omogući naplatu u pogledu ročnosti glavnih partnera preduzeća, naročito klijenata i izmirenja njihovih obaveza. To sve mora da se sprovodi prema ugovorenim rokovima međusobnih plaćanja, postojećih administrativnih i zakonskih propisa koji regulišu ovu oblast u domaćim i međunarodnim uslovima.

Izbor internih – domaćih sredstava plaćanja. U principu, preduzeće treba slobodno da bira instrumente koji se koriste za realizaciju plaćanja (ček, akreditiv, sopstvenu menicu, solo menicu i drugo). Ono pravi izbor prema sledećim kriterijumima:

1. u skladu sa visinom troška koji treba da plati,
2. prema stanju svoje organizacije, i
3. najvažnije na planu informatičke podrške.

Osim toga važno je da se plaćanje sprovodi na osnovu potreba (potraživanja, evidentiranih knjiženja) i predviđenih namera ispunjenja obaveza dobavljača i poverilaca.

Da bi se u roku izvršile obaveze, preduzeće će morati da pravi izbor između različitih instrumenta plaćanja. Za pojedina plaćanja, sa kraćim rokovima, korišće se ček kao sredstvo plaćanja. Takođe preduzeće mora da ima planove sa više predviđenih rokova dospeća. Moraće da se razmatraju različite vrste ograničenja na primer poštanske uputnice, neažurnost dobavljača koji ne upućuju dobijeni ček na naplatu u banku, ili rokovi kompenzacije, koji možda treba da se povećaju za vreme praznika.

Izbor pada, kako na teret klijenta, tako i poverioca. Međutim, preduzeće treba da održava uticaj na ovaj izbor, da bi ubrzalo naplatu. U tu svrhu treba da preg-

ovara sa partnerima da bi postiglo korisnost pri izboru instrumenta plaćanja od strane preduzeća. Da bi se platilo akreditivom, kao instrumentom ili sredstvom plaćanja, preduzeće mora potom na primer da odredi odgovarajući rok, od nekoliko meseci, dok ne stignu sredstva na korišćenje.

Uloga komercijalne službe je primarna u ovim pregovorima. Ona je bitna polazna osnova, koja mora biti dobro osmišljena. Mora da zna osnovna pravila poslovne "igre" dobrog upravljanja trezorom i novčanim tokovima. Svakako treba da planira uticaj na smanjenje rokova isplate i na finansijske troškove. Ona treba savršeno da prati tekuće prednosti koje načini plaćanja mogu da donesu, isto kao i naplatu od klijenta.

Izbor međunarodnih sredstava plaćanja. Određeni ciljevi međunarodnog plaćanja su slični ciljevima internog načina plaćanja. Oni se slažu i mogu da ubrzaju cirkulaciju novčanih sredstava i na taj način da uvećaju prihode. Osnovno načelo efikasnosti je da se izbegne dug vremenski rok za plaćanje. Cilj smanjenja troškova je stalno, gotovo uvek prisutan, ali ovde se pojavljuju drugi problemi. Kada je reč o transferima koji se odnose na promet deviza, onda treba imati u vidu da ta vrsta razmene, nekoliko puta uvećava troškove i rizik. Ročnosti naplate i isplate su najvažniji pri donošenju internih pravila. Ova ročnost velikim delom zavisi od organizacije i funkcije mreže međunarodnog transfera: na primer *SWIFT* i sličnih.

Rizik neplaćanja često je najvažniji kada je reč o internim pravilima. Svakako, ono što se pokazalo kao naročito važno to je da su dokumentarni instrumenti najsloženiji kod realizacije, ali predstavljaju najveću sigurnost pri naplati.

Ček, virman, menica trasirana ili sopstvena koji se koriste u unutrašnjem plaćanju, mogu da se koriste i za međunarodna plaćanja, ali u obliku predviđenom za to. Virman zauzima najznačajnije mesto; ček, sa pitanjem roka naplate povećava rizik, ima slabiju ulogu. Da bi se obezbedili uslovi sigurnosti koje diktira klijent ili postojanje specifičnih rizika u zavisnosti od zemlje, kad su u pitanju značajne sume vodi se strogo kontrolisana politika. Naročito po pitanju saveta instrumenata koji se u tom momentu preporučuje kao dokumentarni: predaja dokumentarnih doznaka, neopozivih dokumentarnih akreditiva, ili neopozivih i potvrđenih.

Treba da razlikujemo instrumente koji se koriste za gotovinski plaćanje kao ček, za komercijalne efekte (hartije od vrednosti, effects-engl.) ili one u obliku kreditnog instrumenta plaćanja.

- 1) Instrumenti plaćanja u užem smislu su:
 1. gotovinsko plaćanje;
 2. bankarski ček ili uputnica;
 3. virman i različiti mehanizmi izvedeni od virmana:
 - izveštaj o naplati, opšti dokument o plaćanju i međubankarski dokument o plaćanju;
 4. poštanska uputnica.

- 2) Komercijalni efekti ili hartije od vrednosti:
 1. menica
 2. sopstvena, solo menica
 3. spisak menica-avalirane, obveznice

Tabela 5.2. Instrumenti plaćanja u Srbiji

- A. Sredstva plaćanja nedokumentarna:
 - a) pravim sredstvima plaćanja smatraju se:
 1. Bankarski nalog-virman;
 2. Ček;
 3. Gotovina, putnički ček i kreditna kartica;
 - b) sredstva plaćanja i kreditna sredstva:
 1. menica;
 2. solo, sopstvena menica;

- B. Sredstva plaćanja dokumentarna:
 1. dokumentarna doznaka;
 2. akreditiv:*
 3. neopoziv akreditiv;
 4. neopoziv potvrđen;
 5. kreditno pismo.
 6. kompenzacione operacije.

Tabela 5.3. Međunarodni instrumenti plaćanja

* Napomena: Međunarodna plaćanja se obavljaju po standardima koji se redovno usklađuju sa potrebama prakse. Najnovije izmene standarda plaćanja akreditiva stupile su na snagu od 1.7.2007, a njima su zamenjeni standardi UCP 500 i eUCP (elektronski način plaćanja) novim standardom akreditiva UCP 600³⁷ (Uniform Customs and Practices for Letters of Credit).

PROVERA ZNANJA

1. Objasnite faze previđanja novčanih tokova.
2. Objasnite cilj optimizacije nula.
3. Koji je to obično vremenski period u kome obavljamo previđanje?
4. Objasnite pojam pouzdanog vremenskog roka.
5. Na kojoj se osnovi zasnivaju procedure previđanja?
6. Objasnite svrhu i cilj izrade finansijskog izveštaja.
7. Uloga i cilj upravljanja novčanim tokovima.
8. Navedite tri vrste grešaka u upravljanu novčanim tokovima.
9. Navedite kriterijume za izbor instrumenta plaćanja.
10. Navedite domaće i inostrane instrumente plaćanja.
11. Navedite prednosti i nedostatke dokumentarnih sredstava plaćanja.
12. Objasnite problem rizika naplate kod sistema plaćanja.

BIBLIOGRAFIJA

- I. G. Orsoni, *Science et législation financières*, Economica, Paris, 2005.
- II. A. Choinel, *Le système bancaire et financier, approche française et européenne*, Reavue Banque Édition, Paris, 2003.
- III. G. Charreaux, *Gestion financière*, Litec, 6e éd., Paris, 2000.

37 www.letterofcreditforum.com/node/3

IV. P. Desbriere et E. Poincelot, *Gestion de trésorerie*, Édition Management société (EMS), Paris, 1999.

V. R. Gillet, J.P.Jobard, P. Navatte et P. Raimbourg, *Finance – finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier*, 2^e éd., Dalloz, Paris, 2003,

Internet prezentacija:

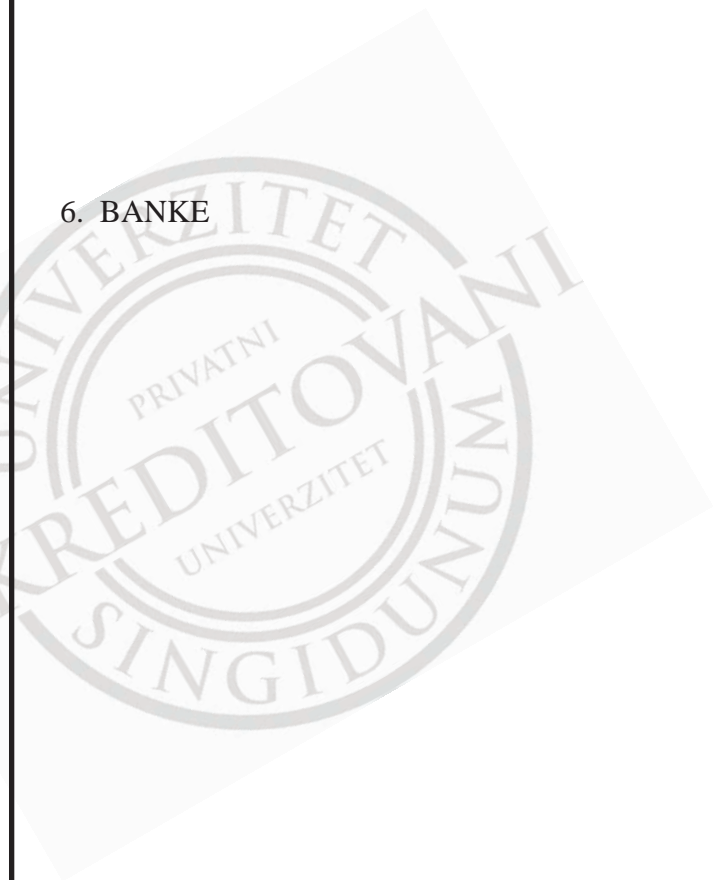
www.letterofcreditforum.com/node/3







6. BANKE



Cilj izlaganja

- Objašnjenje značaja uloge i funkcije banke kao finansijske institucije i posrednika
- Definisanje uloge centralne banke
- Objašnjenje i upoznavanje sa bankarskim sistemom Srbije

Plan izlaganja

6. Banke

6.1. Centralna banka

6.1.1. Osnovne funkcije centralne banke

6.1.2. Organizacija centralne banke

6.1.3. Narodna banka Srbije

6.1.4. Bankarski sistem Srbije

6.2. Evropska Centralna Banka

6.2.1. Evropski sistem Centralnih Banaka (ESCB)

DODATAK B: Centralna banka Italije

Rezime

Prema finansijskoj aktivnosti kojom upravljaju banke danas predstavljaju najveće, a mogli bismo reći i najstarije, finansijske posrednike. Prve bankarske institucije osnovane su tokom XV i XVI veka, u doba renesanse u Italiji. Sam naziv banka, dolazi od italijanske reči *banca*, što znači klupa, tj. mesto gde su se obavljale finansijske transakcije razmene. Tadašnje banke, imale su osnovnu funkciju da obezbede siguran način plaćanja radi obavljanja trgovačkih usluga, odnosno prodaju robe i usluga.

Savremeni bankarski sistem jedne zemlje danas čini jedinstvo banaka i centralne banke kao glavnog regulatora kreditno-mon-

etarne politike. Danas centralna banka predstavlja finansijsku instituciju koja ima osnovnu funkciju da realizuje ciljeve državne ekonomske politike kontrole ponude novca, odnosno monetarne stabilnosti. U većini zemalja u svetu centralna banka je pod kontrolom državnih organa. U Srbiji nadležnost za rad centralne banke ima državna skupština. Ono što je jedinstveno za sve zemlje je da centralna banka ima određen stepen nezavisnosti u sprovođenju svojih funkcija. Ona donosi mere koje usvaja državni organ, ali je nezavisna u realizaciji istih. U većini zemalja naziv centralne banke je određen kao i sam naziv zemlje, tako imamo na primer Narodnu banku Srbije, članice Evropske Unije – Evropsku centralnu banku, dok SAD imaju centralnu banku pod nazivom Federalne rezerve (ili Fed).

Takođe ona vodi računa o vrednosti novca u odnosu na strana sredstva plaćanja.

U Srbiji na čelu centralne banke nalazi se guverner, koji ima više pomoćnika viceguvernera, zaduženih za pojedine uže oblasti kreditno-monetarnog sistema.³⁸

KLJUČNE REČI: banka • poslovne banke • univerzalne banke • centralna banka • monetarna stabilnost

6. BANKE

Današnje, savremene banke imaju više različitih funkcija. Veliki broj autora ih naziva univerzalne banke zato što se bave gotovo svim oblicima pružanja finansijskih usluga i stvaranjem finansijskih proizvoda. Banke su organizovane kao finansijske institucije i bave se prikupljanjem novčanih sredstava u vidu depozita koji potom plasiraju. Ovakve banke se nazivaju komercijalnim bankama i one imaju razvijenu mrežu šalterskog načina rada sa klijentima.

Nekadašnje banke su začetnici poslovnih banaka koje u današnjem obliku pomažu preduzećima i drugim licima da upravljaju na najbolji mogući način svojim sredstvima, kako bi obezbedili neophodan razvoj. One obično dobijaju ovlašćenje od svojih klijenata da mogu da upravljaju njihovom imovinom.

³⁸ Poglededati više, S. Barać, B. Stakić, M. Ivaniš, *Praktikum za bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2007.

Međutim, kako je danas došlo do velikog tehnološkog napretka informacionih tehnologija, veliki broj finansijskih institucija u Evropi i SAD objedinjuje način rada obe vrste banke, tako da je teško napraviti jasnu razliku pri podeli na čisto univerzalne ili komercijalne banke. Danas imamo raširen oblik objedinjavanja raznih finansijskih usluga kao što je kreditiranje, rad sa finansijskom aktivom, rad sa platnim karticama i osiguranjem. Na primer ako uzmemo banku *Crédit Lyonnais*, *Deutsche Bank* ili *Merrill Lynch* vidimo da se bave gotovo istim oblastima poslovanja tako da je teško da se za prve dve kaže da su univerzalne banke, a *Merrill Lynch* poslovna banka.

Prema sadašnjem načinu rada banke bi definisali kao finansijske posrednike koji se bave pružanjem svih finansijskih usluga u vidu prikupljanja novčanih sredstva (bilo kao depozita, bilo kao uloga) radi obavljanja poslova platnog prometa, svih oblika plasmana finansijske aktive za svoj račun ili račun klijenata, kao i poslova osiguranja. Kao što je već rečeno savremene inovacije smanjile su potrebu za radnicima zaposlenim na unosu podataka, a povećale potrebu za službenicima na poslovima kontrole i stvaranja novih bankarskih proizvoda. Tako su postepeno poslovi osiguranja, a naročito rad sa stanovništvom prešli u domen banaka (preuzimanje poslovanja osiguranja naročito stanovništva). Savremene tendencije sve više idu ka objedinjavanju bankarsko-osiguravajućih poslova.³⁹

Svakako da postoje razlike u načinu rada banaka u velikom broju zemalja u svetu, kao što je na primer rad u SAD i zemljama Evrope. U Evropi imamo razvijen oblik rada štedionica u zemljama kao što su Nemačka, Francuska, Austrija i druge, dok SAD imaju drugačiji oblik rada na ovom polju. Štedionice se bave prikupljanjem depozita od svojih klijenta i za njihov račun obavljaju poslove rada sa nekretninama, odobravanjem potrošačkih kredita, drugim rečima obavljaju sličan posao kao i komercijalne banke, ali prema nešto drugačijim uslovima. Osim ovih razlika takođe postoje razlike i u pogledu obuhvata investicionog bankarstva.

Pod investicionim bankarstvom u SAD podrazumeva se skup aktivnosti koje obuhvataju rad komercijalnih banaka i kompanija koje emituju hartije od vrednosti, dok se na primer u Evropi investicionim bankarstvom bave tzv. univerzalne banke, na primer slučaj sa Nemačkom.⁴⁰

39 Videti više, Lj. Jeremić, *Mogućnosti novih oblika investiranja u Srbiji*, Ekonomski vidici, 4/2006, str.639-646

40 F.J.Fabozzi, F. Modigliani, F.J.Jones, M. G. Ferri, *Foundations of financial markets and institutions*, Pearson Education International, 2002, str. 266

6.1. CENTRALNA BANKA

Centralna banka ima suverenu monetarnu vlast, upravlja emisijom količine novca u opticaju, kontroliše sistem plaćanja i svih novčanih transakcija, vodi računa o stabilnosti cena i nastoji da uspostavi monetarnu ravnotežu između stabilnosti cena i uposlenosti ekonomije.

6.1.1. Osnovne funkcije centralne banke

Centralna banka predstavlja glavnu monetarnu vlast i na osnovu tog položaja proističu njene osnovne funkcije:

1. izdavanje i emisija novca- emisiona funkcija
2. regulisanje kreditnog potencijala banaka
3. uloga bankara države
4. kontrola monetarne stabilnosti privrednog sistema
5. upravljanje deviznim kursom, deviznim rezervama i spoljnim dugom zemlje
6. organizacija platnog prometa.

Centralna banka nije profitna institucija, iako raspolaže sopstvenim izvorima prihoda, već je njena osnovna funkcija uspostavljanje i održavanje monetarne i privredne stabilnosti nacionalne privrede. Te zadatke ona obavlja vođenjem odgovarajućih politika: eskontne stope, stope obavezne rezerve banaka, operacija na otvorenom tržištu, kontrolom kreditne funkcije banaka.

6.1.2. Organizacija centralne banke

Organizacija centralne banke zavisi od političkog i administrativnog ustrojstva zemlje, kao i od razvijenosti i strukture ekonomskog i finansijskog sistema zemlje. U pogledu vlasništva ona može da bude u potpunosti državna, privatna i mešovitog oblika svojine.

“Centralna banka je obično konstituisana kao akcionarsko društvo, čiji kapital po pravilu pripada državi. Čak i kada država raspolaže samo delom kapitala ili se kao akcionar centralne banke pojavljuju poslovne banke ili druge finansijske organizacije, postoji veoma čvrsta veza između države i centralne banke.

Osnovni modeli organizacija centralne banke su:

- jedinstvena centralna banka,
 - složeni sistem centralne banke,
 - nadnacionalna banka.
1. Jedinstvena centralna banka – najčešći koncept, što znači “jedna država – jedna centralna banka”, drugim rečima monetarna vlast je koncentrisana u jednom pravnom subjektu. Ovako jedinstvena banka može radi efikasnijeg izvršavanja zadataka da uspostavi ogranke u zemlji inostranstvu ili da ima posebne institucije, kao što su zavodi za izradu novčnica i kovanog novca.
 2. Sistem centralne banke, znači da postoji više banaka preko kojih centralna banka obavlja svoje funkcije, a najčešće jedna od banaka ima ulogu koordinatora aktivnosti, pri čemu je bitno da se odluke donose brzo i izvršavaju efikasno i pored složenosti ovakvog sistema. Ovako je koncipiran Sistem federalnih rezervi SAD (*Federal Reserve System-FED*).
 3. Nadnacionalna centralna banka – organizuje se u slučaju postojanja monetarne unije više zemalja, koja predstavlja visok stepen ekonomske integrisanosti područja. Na ovaj način države se odriču svog monetarnog suvereniteta, imaju jedinstvenu valutu, usklađuju kreditno-monetranu i deviznu politiku, formiraju zajedničke devizne rezerve i centralnu banku. Po pravilu ovakva banka ima ogranke u zemljama članicama unije. Primer je monetarna unija EU i njena jedinstvena centralna banka, sa nacionalnim centrima bankama kao članicama Sistema Centralne evropske banke.

Pored navedena tri osnovna tipa postoji niz drugih oblika institucionalizacije centralnog monetarnog autoriteta. Tako npr. Postoji mogućnost organizovanja u formi državne ustanove – agencije, koja vrši ove poslove (Luksemburg, Saudijska Arabija, Bahrein, Makao). U nekim zemljama emisiona funkcija je povrena određenim licenciranim poslovnim bankama (Hong Kong). Jedna od mogućnosti, aktuelna u najnovijem periodu kao prelazno rešenje u tranzicionim privredama, je osnivanje monetarnog odbora (Bosna i Hercegovina).⁴¹

6.1.3. Narodna banka Srbije

Narodna banka Srbije (NBS) je centralna banka Republike Srbije osnovana prema posebnom zakonu iz 2003. godine.⁴²

41 M. Hadžić, *Bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2007, str.114-115

42 Videti više www.nbs.yu

Organizovana je po principu centralne banke na jedinstvenoj teritoriji društveno-političke zajednice Republike Srbije, a kapital je u vlasništvu države. U svom sastavu ima nekoliko filijale koje su zadužene za poslove i zadatke iz delokruga rada koji joj je definisan i određen regulativom, a to su sledeće Filijale NBS:

1. Novi Sad,
2. Beograd
3. Kragujevac,
4. Užice,
5. Niš.

Osim ovih filijala postoji i Zavod za izradu novčanica i kovnica novca u Topčideru koja se bavi poslovima iz ovog domena.

Regulativa predviđa da NBS rukovodi guverner čiji mandat traje pet godina, a bira ga Narodna skupština države. On može da ima više pomoćnika- viceguvernera, sektore i službe koji sprovode zadatke.

Narodna banka Srbije obavlja sve poslove kao centralna banka iz oblasti emisije novca, vodi računa o monetarnoj stabilnosti, obezbeđuje likvidnost u zemlji i plaćanjima prema inostranstvu, sprovodi kreditno-monetarnu politiku, upravlja deviznim rezervama, sprovodi platni promet i kontrolu bankarskog sistema i delatnosti osiguranja. U pogledu kontrole ova dva sistema odobrava dozvole za rad, kontroliše poslovanje iz oblasti regulative kreditno-monetarne politike i prati pokazatelje poslovanja.

Ona je takođe dužna da blagovremeno preduzme konkretne mere u slučaju nekih problema ili nepravilnosti u poslovanju. Ona takođe može da oduzme dozvolu za rad ili preduzme mere sanacije ili stečaja.

Organi Narodne banke Srbije. NBS je organizovana prema Statutu i unutrašnjim aktima za određene oblasti. Organe NBS predstavljaju:

1. Guverner,
2. Viceguverneri
3. Monetarni odbor
4. Savet

1. Guverner rukovodi radom centralne banke i obično se bira iz redova istaknutih naučnih i stručnih radnika koji su se dokazali bilo u nauci ili praksi. Bira ga Narodna skupština države na period od 5 godina, kojoj i podnosi izveštaj o svom radu. U stalnom je radnom odnosu u NBS-e i ne može da obavlja neke druge društvene funkcije niti da se bavi političkim radom. On sprovodi usvojenu kreditno – monetarnu

politiku u okviru postavljenih ciljeva. U tom domenu obavlja sledeće poslove:

- organizuje poslovanje NBS
- sprovodi odluke Monetarnog odbora i Saveta,
- priprema akte iz nadležnosti NBS.

2. Viceguvernera bira Savet na predlog guvernera, a njihova mandat je isto 5 godina. Obično ih ima od 3 do 5 i svaki od njih je zadužen za određenu oblast. Viceguverneri su takođe u stalnom radnom u NBS i kao guverner ne mogu da obavljaju neke druge društvene funkcije, niti da se bave političkim radom.
3. Monetarni odbor je telo koje čini guverner i viceguverneri, a imaju zadatak da utvrde konkretne mere na osnovu donete monetarne politike kao što su:
 - politika kursa dinara,
 - referentnu i eskontnu kamatnu stopu,
 - osnovice i visinu obavezne rezerve banaka,
 - politiku odobravanja kratkoročnih kredita,
 - uslove i način izdavanja kratkoročnih hartija od vrednosti,
 - uslove i način sprovođenja operacija na otvorenom tržištu,
 - mere za sprovođenje i održavanje likvidnosti bankarskog sistema.

Monetarni odbor održava sastanke po potrebi, a svakako mora da održi sednicu na svakih petnaest dana uz prisustvo najmanje dve trećine članova. Sastancima prisustvuje i ministar finansija, ali bez prava glasa.

4. Savet se sastoji od pet članova, ima predsednika i četiri člana. Ovo telo se bira takođe na period od pet godina, sa pravom ponovnog izbora. Savet bira Narodna skupština na predlog nadležnog Odbora za finansije, a oni nisu u radnom odnosu u NBS.

Odluke se donose na sednicama koje bi trebalo da se održe najmanje jednom u tri meseca uz prisustvo najmanje dve trećine članova. Savet donosi odluke u vezi sa sledećim:

- usvaja finansijski plan NBS,
- usvaja godišnji račun NBS,
- usvaja tarifu NBS za usluge,
- utvrđuje zaradu guvernera i viceguvernera,
- vrši izbor revizora za rad NBS,

- i druge funkcije prema nadležnosti.

Narodna banka Srbije ima organizovane stručne službe u vidu sektora, direkcija i centara, koji prate pokazatelje i izrađuju izveštaje o monetarnim kretanjima.

6.1.4. Bankarski sistem Srbije

Regulativa rada banaka u Srbiji zasniva se na Zakonu o bankama⁴³. Bankarski sistem čine centralna banka-NBS i banke osnovane kao akcionarska društva. Osnivački kapital može da bude u vidu novčanog i nenovčanog kapitala, pri čemu je potrebno da novčani kapitala bude u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom kursu od 10 miliona evra u svakom periodu poslovanja.

Organi banke su Skupština akcionara, Upravni odbor i Izvršni odbor banke (*Executive board* - čine ga najmanje 2 člana, a predsednik Izvršnog odbora zastupa i predstavlja banku). Skupština je najviši organ banke sastavljena od svih vlasnika-akcionara i donosi najvažnije odluke.

Banke u Srbiji nisu podeljene još uvek prema tipičnim vrstama poslova kao što su isključivo investicione, komercijalne i slično. One se bave svim bankarskim poslovima u skladu sa regulativom. Kontrolu poslovanja na osnovu pokazatelja i po pitanju kapitala sprovodi nadležni organi NBS.

Banke se bave prikupljanjem uloga-u vidu štednje ili depozita, emisijom hartija od vrednosti, platnim prometom i na taj način formiraju svoj finansijski potencijal. Ukupan finansijski potencijal banke sastoji se iz sledećih izvora:

1. kapital banke
2. sve rezerve nastale iz poslovanja
3. depozitna sredstva
4. uzeti krediti
5. pribavljena sredstva putem bankarskih transakcija.

Sredstava prikupljena, označena kao finansijski potencijal, podložna su primeni strogih pravila, u smislu poslovanja prema ročnosti. Za tu svrhu banke primenjuju odgovarajuće kategorizacije i obavezne su da umanje ovaj potencijal za potrebe likvidnosti i obavezne rezerve. Na taj način NBS utiče na obim ponude novca i kontroliše novčanu masu. Time sprovodi kontrolu monetarne stabilnosti i kursa dinara nacionalne valute.

Plasirana sredstva, u vidu svih bankarskih aktivnosti, donose banci prihod u vidu aktivne kamate na plasmane i zajedno sa ostalim prihodima, u vidu različitih naknada i tarifa, čine ukupan prihod banke.

⁴³ Videti više, *Zakon o bankama*, "Službeni glasnik RS" br.107/2005

Na depozitna sredstva i sve pribavljene izvore banka takođe plaća kamatu, ali pasivnu što sa ostalim obavezama za nakande i troškove čini ukupne rashode. Razlika između prihoda i rashoda može da bude pozitivna-dobitak ili negativna gubitak. U slučaju kad je ostvaren dobitak banka obračunava dividendu na akcionarski kapital, a o odluku o konkretnoj raspodeli donosi skupština. Dividenda može da se deli akcionarima ili da se pripíše akcionarskom kapitalu. U slučaju pripisivanja odnosno reinvestiranja postupak u vezi sa emisijom akcija sprovodi se u potpunosti prema regulativi.

6.2. EVROPSKA CENTRALNA BANKA

Evropska centralna banka⁴⁴ (skraćena ECB), je centralna banka Evropske Unije. Osnovana je 01.06.1998., a njeno sedište nalazi se u Frankfurtu (Nemačka). Od 01. januara 1999. Evropska Centralna Banka (ECB) je odgovorna za sprovođenje monetarne politike za Evrozonu – najveću jedinstvenu ekonomsku zonu posle SAD.

Evrozona nastala je kada je odgovornost za monetarnu politiku prenet sa nacionalnih centralnih banaka 11 zemalja članica Evropske unije na ECB u januaru 1999. Grčka se priključila 2001, a zatim Slovenija 2007. Stvaranje Evrozone i nove nadnacionalne institucije, Evropske centralne banke, bio je jedan od najvažnijih koraka u dugom i složenom procesu evropskih integracija. Evropska centralna banka zajedno sa centralnim bankama država članica Evropske unije čini Evropski sistem centralnih banka. Pojam Evrosistem (*Eurosystem*) označava Evropsku centralnu banku i centralne banke država koje su uvele evro (trenutno ih ima 13 od ukupno 27 članica zemalja EU).⁴⁵ ECB zauzima središnju poziciju unutar Evropskog sistema centralnih banaka, ona je centralna institucija monetarne politike Evropske unije. ECB tu politiku sprovodi jednim delom samostalno, a jednim delom putem Evrozonskih centralnih banaka. Početni kapital ECB-a iznosio je 5,0 milijardi evra. Uplatu tog kapitala upisale su Evrozonske centralne banke i to srazmerno broju stanovnika i bruto nacionalnom dohotku njihovih zemalja.

⁴⁴ engleski - European Central Bank;
francuski - Banque Centrale Européenne;
nemački - Europäische Zentralbank;
italijanski - La Banca Centrale Europea;

⁴⁵ jun 2007

U skladu sa Sporazumom o osnivanju Evropske unije (član 105.2), osnovni zadaci Evropske centralne banke su:

- definisanje i implementacija monetarne politike u Evrozoni
- nadgledanje deviznih poslova
- upravljanje zvaničnim deviznim rezervama zemalja članica Evrozone.
- podrška i promovisanje nesmetanog funkcionisanja platnog prometa

Osim ovih, postoje i dodatni zadaci ECB:

- Izdavanje novčanica: ima ekskluzivno pravo da autorizuje izdavanje novčanica u okviru Evrozone.
- Statistika: u saradnji sa Nacionalnim centralnim bankama, ECB prikuplja statističke podatke od zvaničnih ustanova i ekonomskih agencija.
- Finansijska stabilnost i kontrola: Evrosistem doprinosi nesmetanom sprovođenju odluka, donetih od strane zvaničnih tela, a koje se odnose na kontrolu kreditnih institucija i stabilnost finansijskog sistema.
- Međunarodna i evropska saradnja: ECB održava relacije sa svim relevantnim ustanovama i telima, kako u okviru Evropske unije tako i u međunarodnim okvirima u pogledu poverenih zadataka vezanih za evrosistem.

Evropska centralna banka je takođe i članica Evropskog sistema centralnih banaka (ESCB) zajedno sa nacionalnim centralnim bankama svih zemalja članica Evropske unije (član 107.1 Sporazuma). Organizacija ECB je osmišljena prema modelu Nemačke centralne banke (*Deutsche Bundesbank*) i regionalnih nemačkih banaka (*Landesbanken*) i Fed-a. Evropskom centralnom bankom upravlja bord direktora, kome predsedava predsednik i bord guvernera koji se sastoji od članova borda direktora i predstavnika centralnih banaka članica evropskog sistema centralnih banaka.

Primarni cilj ECB, kao i ESCB je da održi stabilnost cena u okviru Evrozone, tj. da inflaciju održi na niskom nivou. Trenutni cilj je održati inflaciju ispod, ali blizu 2%. Osim ovog, ECB podržava ekonomsku politiku Evropske unije koja je osmišljena tako da forsira visok nivo zaposlenosti i održiv antiinflatorni ekonomski razvoj u skladu sa članom 2 Sporazuma o Evropskoj uniji. Kritičari Evropske centralne banke izdvajaju dve osnovne zamerke – nedovoljno jasan inflacioni cilj i diskutabilnu nezavisnost ECB. Mnogi ekonomisti upozoravaju da bi ECB trebalo da usvoji simetrični inflacioni cilj, veoma sličan onome koji sprovodi Centralna banka Engleske. Centralna banka Engleske ima za cilj da inflacija bude 2% plus – minus 1, dok je cilj ECB “ispod, ali blizu 2%” nedovoljno jasno definisan. Neki kritičari takođe smatraju da su ciljevi zadati

ECB neadekvatni. ECB određuje kamatne stope kako bi kontrolisala inflaciju. Ovo je suviše sužen cilj koji vodi ka kamatnim stopama koje su neprikladne kada su u pitanju šire potrebe ekonomije. Niske kamatne stope od strane ECB nisu adekvatne za neke evropske regione (npr. Irska). Ove niske kamatne stope ustanovljene su prvenstveno da bi se izbegla deflacija u Evrozoni kao celini. ECB je formirana kao centralna banka, koja funkcioniše nezavisno od političkih intervencija. Njeni ciljevi i ovlašćenja su politički ustanovljeni, ali odluke kako će se ova ovlašćenja koristiti da bi se postigli ciljevi ostavljene su samoj ECB (operativna nezavisnost). Mnoge nacionalne banke zemalja članica Evropske unije su izvan Evrozone, ali i nezavisne (npr. Nacionalna banka Danske i Banka Engleske).

ECB je odgovorna Evropskom parlamentu i Savetu ministara. Savet ministara postavlja predsednika i potpredsednika ECB kao i druge članove izvršnog odbora ECB. Nominovani moraju prvo biti podržani od strane Parlamenta, a zatim i od Saveta ministara pre nego što stupe na dužnost u ECB. Regulativom je predviđeno da predsednik ECB predstavi godišnji izveštaj na zasedanju Parlamenta. Osim ovoga, predsednik ECB ili njegov zamenik podnosi izveštaj Parlamentarnom komitetu za monetarna pitanja četiri puta godišnje. Ovi izveštaji mogu biti i češći u zavisnosti od zahteva Parlamenta ili ECB.

6.2.1. Evropski sistem Centralnih Banaka (ESCB)

Evropski sistem centralnih banaka (ESCB) čine Evropska centralna banka (ECB) i nacionalne centralne banke svih 27 zemalja članica Evropske unije, od kojih 13 koristi evro kao valutu.

Proces donošenja odluka u okviru Evrozone je centralizovan kroz dva zakonodavna tela ECB (Savet guvernera i izvršni odbor).

Sve dok postoje zemlje članice koje još nisu usvojile evro, postojaće i treće zakonodavno telo (Generalni savet). Nacionalne banke zemalja članica koje ne učestvuju u Evrozoni su članice ESCB sa specijalnim statusom. One imaju pravo sprovođenja nacionalne monetarne politike, ali ne učestvuju u donošenju i implementaciji odluka kada je u pitanju jedinstvena monetarna politika Evrozone.

Savet guvernera čine svi članovi izvršnog odbora i guverneri nacionalnih centralnih banaka zemalja članica koje su usvojile evro. Glavni zadaci Saveta guvernera su:

- usvajanje okvira i donošenje odluka potrebnih za osiguranje izvršenja ciljeva u okviru Evrozone
- formulisanje monetarne politike Evrosistema, uključujući i odluke koje

se odnose na prelazne monetarne ciljeve, ključne kamatne stope i snabdevanje rezervama Evrosistema

- postavljanje potrebnih okvira za njihovu implementaciju.

Izvršni odbor čine predsjednik i potpredsjednik, zajedno sa još četiri člana, izabrana od priznatih stručnjaka za monetarna i bankarska pitanja. Oni su predloženi od strane vlada zemalja članica sa najvišeg nivoa, a po preporuci Evropskog saveta i konsultacija sa Evropskim parlamentom i Evropskim monetarnim institutom. Glavni zadaci izvršnog odbora su:

- implementacija monetarne politike u skladu sa okvirima i odlukama koje je doneo Savet guvernera ECB, na taj način dajući neophodne instrukcije nacionalnim centralnim bankama
- izvršavanje ovlašćenja koja su poverena od strane Saveta guvernera ECB.

Generalni savet čine predsjednik, potpredsjednik i guverneri nacionalnih centralnih banaka svih 27 zemalja članica Evropske unije. Generalni savet obavlja sledeće funkcije:

- savetnička funkcija u okviru ECB;
- prikupljanje statističkih informacija;
- priprema godišnjih izveštaja ECB;
- uspostavljanje neophodnih pravila za standardizaciju računovodstva i izveštavanja o operacijama koje je sprovela ECB;
- preduzimanje drugih mera vezanih za kapitalno učešće u ECB osim onih već propisanih Sporazumom;
- definisanje uslova za zaposlenje unutar ECB;
- neophodne pripreme za “*fixing*” valuta zemalja članica u odnosu na evro.

Evrosistem je nezavisni sistem. U procesu izvršenja zadataka Evrosistema, ni ECB ni nacionalne centralne banke kao ni jedna članica njihovih zakonodavnih tela ne može tražiti ili dobiti instrukcije od bilo kog eksternog tela. Institucije i tela EU, kao i vlade zemalja članica ne mogu uticati na članove zakonodavnih tela ECB ili nacionalnih banaka u sprovođenju njihovih zadataka.

Kapital Evropske centralne banke iznosi 5 milijardi evra. Nacionalne centralne banke su jedini vlasnici kapitala ECB. Zemlje članice koje pripadaju Evrozoni do sada su isplatile pune iznose upisa kapitala. Nacionalne banke zemalja članica koje nisu u Evrozoni uplatile su 5% iznosa koji bi predstavljao njihovo učešće u kapitalu, kao doprinos operativnim troškovima ECB. Dodatno, zemlje članice Evrozone omogućile su Evropskoj centralnoj banci devizne rezerve od oko 50 milijardi evra (15% donacija je u zlatu, a preostalih 85% u USD i JPY). Donacija svake od nacionalnih banaka je bila vezana proporcionalno za njen

upisani kapital u ECB, a za uzvrat svaka nacionalna banka je dobila kredit od ECB vezan za evro i ekvivalentan donaciji.

Odgovornost za statistiku na evropskom nivou je podeljena između ECB i Evropske komisije (kroz Eurostat, statistički zavod Evropske unije). ECB je primarno odgovorna za monetarne i finansijske institucije kao i finansijsku statistiku tržišta u okviru Evrozone, eksternu statistiku (uključujući balans platnog prometa), finansijske obračune i razvoj kvartalnih nefinansijskih obračuna za institucionalni sektor (domaćinstva, korporacije i vlade). Odgovornost za statističku infrastrukturu (uključujući sezonska usklađivanja, dizajn okvira kvaliteta i standarde za prenos podataka) na evropskom nivou je takođe podeljena između ove dve institucije. Statistički podaci ESCB su usklađeni sa međunarodnim standardima. Sve nacionalne centralne banke zadužene su za izdavanje određene količine novčanica i kovanog novca evra.

Efikasna eksterna komunikacija je takođe važan deo aktivnosti centralnih banaka. Komunikacija doprinosi efektivnosti i kredibilnosti monetarne politike. Ovo je jedan od najvažnijih principa u okviru Evrosistema koji uključuje blisku saradnju između Evropske centralne banke i nacionalnih centralnih banaka. Da bi ova komunikacija bila što efikasnija, ECB i nacionalne centralne banke sprovode sledeće aktivnosti:

- redovne konferencije nakon svakog sastanka Saveta guvernera.
- izdavanje mesečnih brošura koje sadrže detaljan opis ekonomskog razvoja u Evrozoni kao i raznih obaveštenja koja se odnose na aktivnost Evropske centralne banke.
- javna obraćanja Predsednika Evropske centralne banke i drugih članova ECB
- internet prezentacije Evropske centralne banke i centralnih nacionalnih banaka gde se mogu pronaći sve publikacije kao i statistički podaci.

Iz svega navedenog može da se zaključi da je bilo za, ali i protiv prelaska sa nacionalne centralne banke na Evropsku centralnu banku. Sa jedne strane uspostavljena je moćna ekonomska unija, pojednostavljen protok novca, koji samim tim stimuliše privredu, a sa druge strane javljaju se brojni problemi zbog primene monetarnih odluka koje su unificirane za sve zemlje članice Evrozone, iako one same nisu na istim ekonomskim nivoima. Monetarne odluke u pogledu kontrole inflacije, kamatnih stopa i niskog stepena nezaposlenosti nije moguće sprovesti na isti način u npr. Nemačkoj i Španiji ili Italiji. Na ove takoreći, lokalne probleme, uticaj svakako ima stepen ekonomskog razvoja koje se dosta razlikovao od jedne do druge zemlje članice EU, zatim istorijski i drugi faktori.

◆ DODATAK B: Centralna Banka Italije

Na primeru Centralne banke Italije pokušaćemo da sagledamo šta je to što je ostalo u njenim nadležnostima i kako ona sprovodi monetarnu politiku koju donosi Evropska centralna banka.

Do spajanja nekoliko tada najjačih italijanskih banaka u jednu došlo je 10. Avgusta 1893. *Banca Nazionale nel Regno, Banca Nazionale Toscana i Banca Toscana di Credito per le Industrie e il Commercio d'Italia* spajanjem su postale *Banca d'Italia*. *Banco di Napoli i Banco di Sicilia* zadržale su pravo na izdavanje novčanica. Od 1894. godine Centralna banka Italije postaje odgovorna za monetarnu politiku, bankarstvo i finansijsku kontrolu.

Banka Italije 1926. godine postaje jedina institucija autorizovana za izdavanje novčanica (italijanska lira ITL) u Italiji. Mnogo ranije nego u drugim pravnim sistemima, centralna banka je u Italiji dobila i formalno pravo da vrši kontrolu bankarskog sektora.

Transformacija ekonomije i finansija 1970. i pojava međunarodne ekonomske nezavisnosti '80-tih i '90-tih godina uticala je na evoluciju italijanske centralne banke i dovela do promena u njenoj organizaciji i funkcijama. Autonomija Banke Italije povećala se u procesu čiji su osnovni koraci bili ukidanje obaveze finansiranja Trezora i dozvoljavanje potpune slobode u formiranju zvaničnih kamatnih stopa.

Kako je liberalizacija kretanja kapitala iz Italije nastavila da se kreće ka međunarodnom tržištu, saradnja između nadzornih tela industrijskih zemalja se pojačala, naročito na evropskom nivou. Akcije banke doprinele su smanjenju inflacije i na taj način omogućile Italiji da postigne monetarnu stabilnost. Prilagođavanjem javne potrošnje, Italija je uspela da usvoji evro zajedno sa ostalim zemljama članicama EU na samom početku treće faze Evropske ekonomske i monetarne unije u januaru 1999. godine.

Danas je Banka Italije (*Banca d'Italia*) deo Evropskog sistema centralnih banaka. Od prelaska funkcija kreiranja monetarne politike i deviznih rezervi na Evropsku centralnu banku, Banka Italije ima sledeće funkcije:

- izdavanje određene količine novčanica i kovanog novca evra kao i polaćenje iz opticaja oštećenih novčanica
- sprovođenje odluka monetarne politike Evropske centralne banke
- kontrola bankarskog sektora i posrednika u bankarskom sektoru,

sprovođenje donetih zakona i instrukcija

- supervizija tržišta novca i finansijskog sektora, kontrolu trgovine državnim hartijama od vrednosti i međubankarske razmene
- praćenje platnog prometa, od izdavanja čekova do troškova transfera i distribucije novca kao i upravljanje telima zaduženim za kliring
- učestvuje u aktivnostima međunarodnih finansijskih institucija kao što su Međunarodni monetarni fond i Svetska banka
- sastavlja analitičke izveštaje o ekonomskoj situaciji za konstitutivne organe ekonomskih, političkih i finansijskih institucija.

Nakon reformi iz 2005. godine, koje su pratili brojni skandali, banka je izgubila ekskluzivno pravo najvišeg antitrust zakonodavnog tela u kreditnom sektoru. Na osnovu člana 5.2 Statuta ESCB, Banka Italije kao i ostale nacionalne centralne banke obavezna je da prikuplja i vrši klasifikaciju statističkih podataka za potrebe Evropske centralne banke. U praksi, centralne banke prikupljaju podatke od kreditnih institucija i drugih izvora u svojim zemljama i vrše obračun nacionalnih pokazatelja. ECB onda te podatke koristi da bi uporedila podatke svih zemalja evrozona.

Organizaciona struktura Banke Italije podeljena je u tri operativna dela ove institucije: nacionalna, lokalna i internacionalna.

Centralna administracija bavi se strateškim pitanjima, donosi normativna akta i kontroliše rezultate primene monetarne politike Evropske centralne banke. Teritorijalna podela Banke Italije uključuje 97 filijala, od kojih 14 glavnih i 83 podfilijala. U 95 od 110 glavnih regionalnih centara širom Italije nalaze se kancelarije Banke Italije. Filijale se bave zadacima vezanim za kreditni i finansijski sektor, pružanjem usluga državnom trezoru, operativnim poslovima vezanim za protok novca kao i analizama ekonomskih i finansijskih pojava na lokalnom tržištu.

U inostranstvu, Banka Italije prisutna je u Briselskoj delegaciji, Frankfurtu, Londonu, Njujorku, Parizu i Tokiju. Ova kancelarije bave se odnosima sa monetarnim institucijama zemalja u kojima se nalaze, kao i saradnjom sa italijanskim diplomatskim predstavništvima.

Iako su osnovne nadležnosti Banke Italije prenete na Evropsku centralnu banku, njena uloga, kao i uloga ostalih centralnih nacionalnih banaka veoma je važna za funkcionisanje sistema Evropskih centralnih banaka.

PROVERA ZNANJA

1. Objasnite pojam, značaj i vrste banaka.
2. Definišite osnovne funkcije banke.
3. Šta je to centralna banka?
4. Koje su opšte prihvaćene podele načina organizovanja centralnih banaka?
5. Objasnite način organizacije NBS, njene organe i sistem sprovođenja monetarne politike.
6. Objasnite bankarski sistem Srbije.
7. Šta je to Evropska centralna banka, a šta Evropski sistem centralnih banaka?

BIBLIOGRAFIJA

- I. M. Hadžić, *Bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2007
- II. Lj. Jeremić, *Mogućnosti novih oblika investiranja u Srbiji*, Ekonomski vidici, Beograd, 4/2006.

Publikacije

- The European Central Bank - history, role and functions – H.K. Scheller, sec. rev. ed., 2006*
- The monetary policy of the ECB, ECB (2004)*
- La Banca d'Italia e le sue funzioni - Banca d'Italia*

Internet prezentacija:

<http://www.ecb.int> - Evropska centralna banka

<http://www.bancaditalia.it> - Banka Italije

<http://www.nbs.yu> - Narodna banka Srbije





7. FINANSIRANJE POSLOVANJA
PREDUZEĆA

8. TROŠAK KAPITALA I KLASIFIKACIJA
RIZIKA NENAPLATIVOSTI

9. ODLUKA O FINANSIRANJU

10. STRUKTURA FINANSIRANJA
PREDUZEĆA

FINANSIRANJE POSLOVANJA PREDUZEĆA

Cilj izlaganja

- Objašnjenje principa zaduživanja preduzeća
- Definisane principe poslovanja
- Objašnjenje odnosa vrednosti preduzeća i ukupnog zaduživanja
- Definisane troška kapitala
- Definisane rizika poslovanja i nenaplativosti potraživanja

Plan izlaganja

7. Finansiranje poslovanja preduzeća
 - 7.1. Opšta razmatranja
 - 7.2. Metodi finansiranja
 - 7.3. Principi poslovanja banaka i preduzeća
 - 7.4. Zaduzivanje i poslovanje preduzeća

Rezime

Za poslovne finansije uvek je bitna struktura finansiranja. Pod strukturom finansiranja podrazumevamo sve oblike finansijskih izvora koje koristimo za poslovanje. Analitičko razmatranje izbora ovih finansijskih izvora, obavlja se najčešće putem poređenja visine troška kapitala i stope rentabilnosti koja se postiže. Uvek je neophodno da se izvrši ekonomska analiza kako bi mogla da se donese ekonomski opravdana odluka.

Poglavlja koja slede, baviće se analizom modela donošenja odluka o finansiranju i investiranju, putem emisija hartija od vrednosti i zaduživanjem. U oba slučaja postoje određene prednosti i nedostaci. Bitno je da oba oblika omogućavaju vlasnicima da budu

zadovoljene njihove poslovne potrebe. Prvo, finansiranje procesa proizvodnje i drugo, sticanje dobiti i bogatstva. U ovom poglavlju bavićemo se aspektima koje je neophodno analizirati da bi mogli da napravimo izbor između finansiranja putem akcija (hartija od vrednosti) i zaduživanja.

U toku poslednjih 30 godina tržište hartija od vrednosti, a naročito tržište kapitala, kreirali su potpuno nove oblike finansijskih instrumenta. Ovi elementi imaju izuzetno veliki uticaj na strukturu finansiranja koja je dugo godina obrađivana u finansijskoj teoriji. Na samom početku finansijska teorija bavila se prevashodno uticajem fiskaliteta na kretanje novčanih tokova, međutim sa razvojem finansijskih instrumenta, pojavio se novi činilac, rizik, kao bitan ekonomsko-finansijski faktor poslovanja.

Sa stanovišta prakse sadašnjeg načina poslovanja za nas je bitna struktura izvora finansiranja. Kada imamo datu strukturu, kao sledeći analitički element uzimamo vrednost preduzeća i rentabilnost njegovog poslovanja. Predmet analize u ovom poglavlju jeste uticaj rizika na finansijsku strukturu i vrednost preduzeća.

Sva razmatranja imaju osnovnu svrhu upoznavanja i analitičkog raščlanjivanja po pitanju ustanovljenja naše finansijske stabilnosti, odnosno finansijske moći.

Videli smo da je u operativnom smislu, kod izbora instrumenata za plaćanje iskristalisan kao osnovni cilj, korišćenje najmanje rizičnog sredstva za plaćanje. Tek nakon zadovoljenja tog kriterijuma, procenom troška naplate, dopunjuje se ovaj polazni stav i donosi odluka o izboru instrumenata plaćanja.

Potrebno je da se pojasni polazno stanovište odnosa proizvodnje i investicija, radi razmatranja kategorija investicija, kamatne stope i finansijskog rizika. Svaki proces proizvodnje obavlja se na osnovu donošenja poslovne odluke. Glavni akteri u konačnom ishodu uspešnosti tog procesa su, s jedne strane proizvođač, a s druge strane potrošač. Proizvođač, jer je realizovao svoj proizvod i ostvario svoje poslovne ciljeve, a potrošač zadovoljio svoje potrebe. Pitanje vlasništva preduzeća, pri ovakvom stavu, ostavlja se sada van razmatranja. Njega uključujemo u analizu kada se iznose konačni stavovi, pre svega, zato što su vlasnici bitni za donošenje poslovnih odluka.

Proizvodni proces, prvenstveno predstavlja poslovni interes organizatora proizvodnje. Za svakog organizatora proizvodnje to može

da znači da očekuje zaradu ili na gotovim finalnim proizvodima, ili zaradu u obliku nekog budućeg prinosa. Zarada može da se ostvari na više načina. Tako poslovna sredstva mogu da se plasiraju u neki oblik finansijskih instrumenata (obveznice, akcije, opcije, fjučersi i dr.), ili u neko novo ulaganje kao što je osnovno sredstvo, oprema. Ukoliko je reč o opremi to znači da će se dobit ostvariti kasnije, nakon prodaje proizvoda i usluga. Vremenski period ili rok trajanja plasmana je bitna odrednica konačnog prinosa. U tom smislu važno je da pravimo razliku ovih plasmana u ročnom pogledu.

U daljem izlaganju videćemo koji su osnovni kriterijumi kojima se rukovode vlasnici i organizatori, odnosno kako i u kojoj meri su nephodne investicije. Takođe bitan faktor predstavlja faktor rizika. Za savremene finansije i privredna kretanja slobodno možemo postaviti postulat vladajućeg finansijskog para za sve kriterijume: **prinos / rizik.**

KLJUČNE REČI: odluka o finansiranju • finansijska aktiva • struktura finansijske aktive • finansijski plasmani • sopstveni akcijski kapital • procena vrednosti preduzeća • metodi procene vrednosti preduzeća

7.1. OPŠTA RAZMATRANJA

Radi potpunijeg sagledavanja ove problematike kratko ćemo se osvrnuti na ekonomske kategorije koje su relevantne za ova razmatranja. Društveni proizvod, nacionalni dohodak i opšti nivo cena su, između ostalih, važni ekonomski pojmovi. Društveni proizvod obično se posmatra, kao ukupna proizvodnja roba i usluga u okviru jedne nacionalne ekonomije, u određenom vremenskom periodu. Vrednosno iskazan društveni proizvod služi za ekonomsko statističko praćenje kretanja, jer se na taj način svodi na uporedive jedinice, odnosno novčane jedinice. Takav proizvod sadrži sve elemente troškova i nakon oduzimanja dela prenete vrednosti opreme i osnovnih sredstava rada, koja se iskazuje u vidu amortizacionih troškova, predstavlja neto ili čist proizvod. Naravno, jasno nam je da se ovde vraćamo na pitanje opravdanosti izbora jedinica koje služe kao osnova za ekonomsku analizu.

Ova tema, u osnovnom teorijskom radu DŽ. Majnard Kejnsa⁴⁶, (teorija koja je uzdrmla ekonomsku javnost dvadesetih godina prošlog veka), veoma je iscrpno analitički obrađena. Ovo delo se smatra prekretnicom u odnosu na klasičnu ekonomsku teoriju, i u njemu se ukazuje na značaj jasnog, pojmovnog i kvantitativnog razlikovanja i raskid sa starim shvatanjem. Od tada su udareni temelji nove ekonomije. Naravno, mnogi stavovi Kejnsa su opovrgavani, ali su mnogi i prihvaćeni. Za finansije bitno je da je napravljena jasna razlika između klasičnog i Kejnsovog modela.

Predmet velikih polemika bio je vremenski rok analitičkog posmatranja. Promene koje se odigravaju na kratak rok, kod klasičnog modela se vrše putem promena prilagođavanja novčanim izdacima putem kretanja nivoa cena. Kod Kejnsovog teorijskog modela, one se obavljaju putem kretanja realnog dohotka, što je i bila najveća zamerka njegovom modelu. U toj teoriji statičke ravnoteže, kao nezavisne varijable, uzeti su realni dohoci i kamatna stopa pri čemu realni dohodak nije merilo cene, već količine proizvodnje. Takođe je bitno da se shvati da je taj raskid sa klasičnom ekonomijom, kod Kejnsa značio da njegov model nije mogao da definiše odnos zadovoljavajuće prema ukupnoj količini proizvodnje. Ovakav teorijski pristup bio je i rezultat istorijsko-ekonomskih okolnosti. Osim toga njegova teorija vodila je do stvaranja direktnog fiskalnog modela, čime je na scenu stupio novi oblik mešanja države u ekonomske tokove tzv. državni intervencionizam.

Uz brojna osporavanja i odobravanja svedoci smo da je i pored mnogih slabosti Kejnsov model, uz određene izmene, uneo nov pristup ekonomskim varijablama. Ovaj pristup se naročito ogledao u odnosu na podsticaj održavanja ravnoteže makroekonomije. Bez obzira koliko monetaristi osporavali ovaj model, očigledno da je sa razvojem finansijskih instrumenta i tržišta prevagnulo da su najmanje rizični instrumenti koje emituje i (ili) garantuje država. To se odnosi i na današnje stanje, gde vrednosni papiri koje emituje država imaju između ostalih pogodnosti najmanji mogući očekivani rizik. Ciklično kretanje privrednih sistema, kao po pravilu, kada zapadne u krizu, traži pomoć države. Mnoga proučavanja, između ostalih kao i učenje Dž.M. Kejnsa, takođe su doprinela da se pri analizi koriste ekonomski pojmovi koji sadrže apsolutno uporedive podatke. Pri definisanju ekonomskih pojmova u cilju istinitog poređenja, posebno se navodi jedan upečatljiv primer. Pitanje stepena ekonomskog razvoja i dejstva ekonomskih zakona moraju uvek biti precizni da bi mogli biti uporedivi.

⁴⁶ Videti više: J.M. Keynes, *Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Ekonomska biblioteka, Zagreb, 1987, str. 41-45

U tom smislu istoričnost ili vremenska starost podataka može da obesmisli ili da pogrešnu analitičku sliku o nekom praktično neuporedivom događaju.

Radi slikovitijeg opisa, u teorijskom modelu Kejnsova, navodi se primer poređenja, u kome se kaže da je kraljica Viktorija bila bolja kraljica, ali manje srećna žena od kraljice Elizabete. Isto kao kada se kaže da je opšti nivo cena bio niži pre deset godina. U suštini interesantno poređenje, ali samo delimično tačno jer postoji neodređenost.

Dobar je primer u smislu uočavanja tačne pojmovne određenosti koja je potrebna kao osnova za suštinski preciznu, ekonomsku analizu. Zato, u cilju sprovođenja ekonomske analize, moraju se uzimati, uvek jasni pojmovi, kao i njihove vrednosti koje su uporedive.

Elementi sreće za svaku od kraljica moraju da budu isti, da bi bili uporedivi. Isto se odnosi i na uslove privređivanja.

7.2. METODI FINANSIRANJA

U svetskoj praksi poznato je nekoliko načina finansiranja. S obzirom na to da je reč o razvijenim tržišnim privredama postoje privatne kompanije koje raspolažu velikom ekonomskom moći. Tako da se u svetskim okvirima govori o šest oblika finansiranja, kao što su ⁴⁷:

1. Pozajmice od povezanih i bliskih fizičkih i pravnih lica,
2. Lizing krediti,
3. Emisija novih akcija (povećanje kapitala),
4. Zajam u obliku varanta (*warrants*),
5. Eskont i mobilizacija (prikupljanje) novčanih sredstava na osnovu hartija od vrednosti, i
6. Faktoring (*factoring*).

⁴⁷ Prema podeli R. Mertona, Z. Bodie, *Finance*, par dirigie C. Thibierge, Pearson Education, Paris, 2001.

1. Pozajmice od povezanih i bliskih fizičkih i pravnih lica. Ovaj oblik finansiranja karakterističan je za mala preduzeća. Obično imaju problem sa obezbeđenjem kontinuiteta proizvodnje, a njihova budućnost počiva, obično, na samom značaju i poznanstvima ličnosti preduzetnika. To je osnovni kriterijum prema kome dotični preduzetnik može da se zaduži. U tom slučaju ne mora da pruži nikakve posebne garancije, dovoljno je samo poverenje koje već uživa. Za ovaj oblik zaduživanja može da se kaže da je prihvatljiv, ali ne predstavlja dominantan način finansiranja, nije tako čest.

2. Lizing krediti. Finansiranje putem lizing kredita predstavlja prilično rasprostranjen oblik. Ugovorom o lizingu banka kreditor omogućava korisniku lizing kredita da raspolaže (koristi) određenom vrstom imovine kao što je na primer zgrada, brod, fabrička postrojenja, vozilo i slični uređaji, po fiksnoj ceni koju otplaćuje u više rata kredita. Korisnik kredita je tokom trajanja lizing kredita samo korisnik, a ne i vlasnik dotične imovine, sve dok ne otplati u potpunosti kreditnu obavezu. Za ovaj oblik kredita može da se kaže da predstavlja sličan oblik zaduživanja kao da je u pitanju kredit za neku vrstu hipoteke-obezbeđenja otplate duga. U svakoj zemlji postoji detaljna regulativa svih oblika lizing kredita.

3. Emisija novih akcija (povećanje kapitala). Povećanje kapitala putem raspisivanja nove emisije akcija predstavljala veoma rasprostranjen oblik finansiranja. Postoje dva uzroka zbog čega se ovaj oblik finansiranja koristi. Jedan je kada preduzeće želi da finansira neku investiciju značajnijeg obima. Drugi slučaj imamo kada preduzeće želi da se uključi u kotaciju na berzi. Tada mu je potrebna određena veličina akcijskog kapitala i tada raspisuje emisiju akcija i vrši njihovu prodaju.

4. Zajam u obliku varanta (*warrants*). Raspisivanje zajma u obliku ugovornog oblika varanta je čest oblik finansiranja. Prednost ovakvog finansiranja je što se putem ugovora utvrđuje pravo na određen broj akcija po ceni koja je unapred fiksirana. Praktično na ovaj način preduzeće može odmah da koristi sredstva, a ukoliko ne bude moglo da vrati iznos, na osnovu potpisanog ugovora pretvoriće se u akcije. Ovde imamo zamenu duga u akcijski kapital. Obično je visina kamatne stope nešto niža nego na tržištu. Preduzeće tako ima dobar izvor finansiranja jer dobija kvalitetna sredstva. Trošak zaduživanja je niži, a rok vraćanja je pogodan. Ukoliko ne mogu da se vrata, sredstva se mogu konvertovati u akcije. Ovaj ugovor sličan je opcijama u smislu da se unapred dogovara fiksni kurs, ali se u suštini razlikuje, zato što se on automatski ispunjava, konverzijom

potraživanja u akcijski kapital. Znači da nema oblik kao opcije.

5. Eskont i mobilizacija (prikupljanje) novčanih sredstava na osnovu hartija od vrednosti. Ovaj način finansiranja praktično je najrasprostranjeniji u savremenim uslovima. Postoji nekoliko načina korišćenja hartija od vrednosti za mobilizaciju ili prikupljanje novčanih sredstava. Preduzeće koje poseduje razne hartije od vrednosti može:

- (a) da izvrši eskont (da ih proda banci pre roka dospeća),
- (b) da ih koristi na ime obezbeđenja za povlačenje kreditne linije, ili
- (c) da ih cedira na ime izvršenja svojih obaveza.

Ukoliko je reč o korišćenju kredita, obično je reč o kreditiranju na kratak rok. Na ime troška plaća se kamata, ažio i provizija banci. To su uglavnom hartije od vrednosti izdate na ime plaćanja obaveza za kupljenu robu ili usluge. Ako preduzeće koristi kredit, bilo eskontni, bilo kratkoročni sa obezbeđenjem hartija od vrednosti, hartije koje daje u depozit na ime obezbeđenja, može da iskoristi za izmirenje duga, odnosno definitivno da ih proda banci i izmiri dospеле obaveze.

6. Faktoring (*factoring*). Faktoring u suštini predstavlja jedan oblik refinansiranja. U današnjim savremenim uslovima poslovanja veoma je rasprostranjen. Prema ugovoru o faktoringu, preduzeće prodaje potraživanja *factoru* po dogovorenoj ceni. Factor preuzima obavezu da nakon što preuzme potraživanja preduzeću isplati određenu sumu koja je obično niža, najmanje za 20%, od nominalnog iznosa potraživanja. Preduzeće više nije vlasnik niti u bilo kakvoj obavezi prema tom potraživanju. Obavezu u pogledu naplate preuzima *factor*. Plaćanje može da obavi ili u celosti ili kombinovano deo odmah, a deo u vidu kredita, pri čemu preduzeće koje je prodalo potraživanja snosi ceo iznos kamate kao trošak kredita.

Ono što je korisno za preduzeće to je da je naplatilo sopstveno potraživanje, pri čemu zna ukupnu cenu te naplate. Takođe, kvalitet ovog načina finansiranja je taj, što preduzeće koristi sredstva koja proističu iz njegovog poslovanja, i ne mora dalje da vrši bilo kakva rezervisanja po osnovu nenaplaćenih potraživanja (eliminise rezervisanje odnosno smanjenje kapitala-imovine).

Osim ovih metoda finansiranja postoji i rasprostranjen oblik pribavljanja sredstava efikasnom naplatom potraživanja, kao što je *forfeting*. *Forfeting* je kupovina trgovinskog duga, odnosno potraživanja, uz popust i bez prava na regres, pri čemu se dug, odnosno potraživanje potvrđuju različitim prenosivim instrumentima (vučena menica, vlastita menica, akreditiv sa odloženim plaćanjem i sl.) koje uvoznik daje izvozniku. Finansijska organizacija koja se bavi *forfeter*

aktivnostima i koja je u mogućnosti da, zbog dobrih poslovnih veza, dospele naplate potraživanja proizvođača - izvoznika refinansira na domaćem i stranom tržištu kapitala. *Forfeter* ostvaruje proviziju na obavljene poslove, a često refinansira operacije preko sekundarnog tržišta. (www.nbs.yu)

7.3. PRINCIPI POSLOVANJA BANAKA I PREDUZEĆA

Prilikom razmatranja poslovanja svakog privrednog subjekta videli smo da se uvek kao osnovni princip postavlja sinteza održavanja likvidnosti uz ostvarenje zadovoljavajućeg profita. Takođe važan činilac u savremenim uslovima poslovanja predstavlja oblik vlasništva u vidu akcionarskog kapitala, koji je kao takav podložan svim tržišnim fluktuacijama. Tako da danas kako banka tako i preduzeće uvek prati određene pokazatelje koji im pokazuju u kojoj su meri uspeli da ostvare postavljene poslovne ciljeve.

Za ovaj prikaz pogodna je analiza poslovanja pema grupisanim osnovnim principima:

- Profitabilnosti
- Likvidnosti
- Zaduženosti
- Poslovne aktivnosti prodaje

U praksi je najbolje da se kombinuju podaci iz bilansa uspeha, bilansa stanja i tekućih evidencija kretanja svih poslovnih sredstava. Ovakav pristup je neophodan kako bi se izbegla statičnost podataka koji bilans ima po svojoj prirodi.

Profitabilnost možemo da posmatramo na nekoliko načina. Ona predstavlja stopu prinosa na ukupna poslovna sredstva, stopu prinosa na akcijski kapital, stopu prinosa na sopstveni akcijski kapital i stopu prinosa na investicije.

Stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva predstavlja odnos između ukupnog poslovnog dobitka (profita) i prosečnih poslovnih sredstva.

Stopa prinosa na akcijski kapital predstavlja odnos između ukupnog poslovnog dobitka (profita) i vrednosti akcijskog kapitala.

Stopa prinosa na sopstveni kapital predstavlja odnos između ukupnog poslovnog dobitka (profita) i vrednosti sopstvenog akcijskog kapitala.

Stopa prinosa na investicije predstavlja odnos između zbira ukupnog poslovnog dobitka (profita) i kamate na dugoročna sredstva prema vrednosti ukupne kapitalizacije.

Likvidnost je značajan princip i pokazatelj poslovanja. Kod većine autora prihvaćeno je da se likvidnost posmatra kao odnos ukupno raspoloživih sredstava za izmirenje obaveza. Kao osnovna odrednica praćenja likvidnosti koristi

se faktor brzine u kome može da se unovči imovina i izmire obaveze. Najčešće posmatramo koeficijente ukupne dugoročne likvidnosti (tercijarna likvidnost), tekuće likvidnosti (sekundarna likvidnost) i trenutne likvidnosti (promptna-primarna likvidnost).

Koeficijent primarne likvidnosti predstavlja odnos između ukupne gotovine i svih hartija od vrednosti koje se mogu odmah pretvoriti u gotov novac prema dospelim obavezama.

Tekuća ili sekundarna likvidnost predstavlja odnos između tekuće imovine u raznim oblicima hartija od vrednosti i ukupno dospelih obaveza. U ovom kontekstu bitna je ročnost dospelih obaveza kada je potrebno da se odgovori ukupnom iznosu tih obaveza.

Ukupna dugoročna likvidnost (tercijarna) obuhvata ukupnu imovinu umanjenu za iznos zaliha i ostalu tekuću aktivu kojom mogu da se izmire sve ukupne dospele obaveze. Ovaj koeficijent je naširi po obuhvatu i praktično predstavlja stanje ukupne aktive i pasive bilansnih podataka.

Zaduženost je veoma važan pokazatelj poslovanja zato što je jedna vrsta sinteze pokazatelja profitabilnosti i likvidnosti. Kreiranje tokova likvidnosti i obezbeđenje odgovarajuće strukture finansiranja posmatra se uglavnom putem dva koeficijenta: koeficijenta ukupnog duga prema akcijskom kapitalu i stepenu finansijskog leveridža.

Koeficijent ukupnog duga predstavlja odnos između ukupnog iznosa svih obaveza i akcijskog kapitala. On nam praktično pokazuje koliki je stepen opterećenja akcijskog kapitala sa svim dugovima, odnosno da li smo kroz poslovanje uspeli da uvećamo vrednost naše imovine.

Stepen finansijskog leveridža predstavlja stepen izloženosti finansijskom riziku. Drugim rečima posmatra se odnos između zbira dobiti pre oporezivanja i troška kamate prema zbiru dobiti pre oporezivanja umanjenog za dividendu preferencijalnih akcija sa stopom poreza. U suštini ovaj koeficijent pokazuje odnos između procenta povećanja neto dobiti i procenta povećanja poslovnog dobitka. Znači ukoliko je visina kamate kao troška bila značajna imaćemo smanjenje neto zarade. Trošak kamate i porez na dividendu ovde predstavlja ukupan društveni trošak i odbitne stavke zarade.

Kao značajan pokazatelj zaduženosti uvek se koristi koeficijent odnosa ukupne pasive prema ukupnoj aktivni. On, u suštini, predstavlja statičan pokazatelj, kada su se već dogodile sve poslovne promene. Međutim uvek je bitan sa stanovišta posmatranja ukupne finansijske sposobnosti jednog preduzeća ili banke, koji pokazuje da li je privredni subjekat sposoban da odgovori svim obavezama sa ukupno raspoloživom imovinom bez određivanja vremenskog roka.

7.4. ZADUŽIVANJE I POSLOVANJE PREDUZEĆA

U cilju jednostavnijeg praćenja materije započecemo izlaganje sa pojašnjenjem pojedinih pojmova koji će biti predmet posmatranja. Jedan od važnijih elemenata je određivanje elemenata samog troška kapitala. Trošak kapitala uglavnom se definiše kao prosečan ponderisani trošak koji nastaje korišćenjem svih oblika izvora za finansiranje. Ako pođemo od jednostavne činjenice da preduzeće ima na raspolaganju samo dve mogućnosti za pribavljanje finansijskih sredstava, emisiju sopstvenih akcija (CP) i zaduživanje (D) na finansijskom tržištu, onda takvu situaciju možemo označiti na sledeći način:

$$CTP = \rho \cdot \left[\frac{CP}{(CP+D)} \right] + i \cdot (1-T) \cdot \left[\frac{D}{(CP+D)} \right]$$

gde je:

- CTP = prosečan ponderisani trošak kapitala
- ρ = trošak sopstvenog akcijskog kapitala
- CP = vrednost osnovnog akcijskog kapitala, sopstveni kapital
- D = dug na finansijskom tržištu

U praksi prosečan ponderisani trošak kapitala CMP obračunava se sa porezom na neto vrednost; sa ρ ćemo označiti trošak sopstvenog akcijskog kapitala (za koji se pretpostavlja da je odbitan) i $i(1-T)$ trošak poreza na neto zaduživanje. Iznos CR i D su vrednosti osnovnog akcijskog kapitala i duga na finansijskom tržištu.

Naravno, vrednost osnovnog akcijskog kapitala može da se razlikuje u pogledu njegove procenjene i knjigovodstvene vrednosti.

Princip kalkulacije troška kapitala uvek ostaje isti bez obzira koliko vrsta finansijskih izvora koristi preduzeće.

Svakako da se upravljanje malo komplikuje kada postoje različite vlasničke strukture. U slučaju kada se kao finansijski izvor koristi emisija akcija, onda obračun akcija utiče na njihove neto troškove, a potom proporcionalno i na njihovu tržišnu vrednost. Svaki finansijski izvor ima svoju tržišnu ulogu, tako da se menjaju troškovi finansiranja ne samo kod poslovanja preduzeća, nego i kod svakog posebno značajnog projekta. Ove varijacije iz okruženja utiču na promene obračuna ponderisanog graničnog troška kapitala, a time i na finansijsku odluku o izboru finansijskih izvora sa najpovoljnijim karakteristikama.

Uvek se opredeljujemo za finansijski izvor koji ima najniži trošak, a koji nam istovremeno omogućava visoku efikasnost poslovanja. Objektivno posmatrano, svaka finansijska politika je zavisna od veličine rizika. Uvek se prednost daje faktoru, ili nepromenljivom, ili onome koji minimizira ponderisani, prosečni trošak kapitala.

Kako se opredeljuje za izbor projekta koji nosi maksimizaciju bogatstva?

U praksi se najčešće koriste određeni ekonomski pokazatelji koji kvantifikuju veličinu troška izvora finansiranja. Najčešće je reč o poređenju prema principu rentabilnosti različitih elemenata aktive. Za ovu svrhu upoređuje se interna stopa prinosa investicija, ili se posmatra u kojoj meri stopa aktualizacije (svođenje na sadašnju vrednost) utiče na neto sadašnju vrednost. Poznavanje veličine ovog troška omogućava da se odredi da li potencijalni projekat stvara veću vrednost od one koja je neophodna, tj. da li predstavlja izvor povećanja vrednosti preduzeća i zarade akcionara (naravno prema opštim uslovima zahteva njegovih vlasnika, akcionara).⁴⁸

Praksa je pokazala da ovi ekonomski kriterijumi, kao što je na primer minimizacija troška samog izvora finansiranja, neće biti uvek bitni za donošenje određene finansijske odluke. Iako su takvi kriterijumi ekonomski opravdani, najčešće ne vode do donošenja odluke o finansiranju. Akcionari, odnosno vlasnici, nemaju sklonost da ih koriste kao objektivne, opredeljujuće faktore radi postizanja maksimizacije bogatstva kapitala.

Zaduživanje i rentabilnost vrednosti kapitala. Povećanje obima zaduživanja može, shodno okolnostima, da povećava ili smanjuje rentabilnost sopstvenog kapitala i menja trošak kapitala. Ono dovodi i do povećanja stope zaduživanja, pa kao rezultat imamo, sasvim sigurno, i rast poslovnog rizika preduzeća. Okosnicu savremenog poslovanja preduzeća predstavlja s jedne strane sagledavanje odnosa zaduživanja i rentabilnosti, a zaduživanja i rizika s druge strane. Finansijska struktura preduzeća menja se u zavisnosti od rentabilnosti i rizika.

U početnoj fazi, finansijska teorija imala je za predmet proučavanja uticaj strukture finansiranja na rentabilnost. Naglasak je bio na praćenju rezultata pod uticajem fiskalnog faktora.

Kasnije se sadržaj proučavanja znatno obogatio analizom sledećih kategorija:

- zaduživanje, vrednost i rentabilnost sa odsustvom oporezivanja;
- zaduživanje, vrednost i rentabilnost sa prisustvom oporezivanja.

Danas u svetu imamo velik broj preduzeća koja ne plaćaju poreze, ne zbog izbegavanja, nego zbog nedovoljno dobrih poslovnih rezultata.

⁴⁸ Znamo da je finansijska teorija i stvorena uz primenu kriterijuma maksimizacije bogatstva.

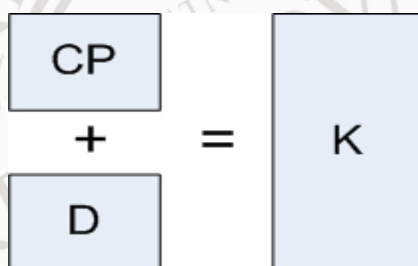
Efektivno oporezivanje društva posmatra se po principu dva odvojena ekstremna slučaja (oporezivanja i neoporezivanja). Efektivna stopa oporezivanja utiče na veličinu ostvarenja poslovnih rezultata svakog privrednog subjekta, tako što predstavlja veću ili manju odbitnu stavku zarade.

Zaduživanje i rentabilnost sopstvenog kapitala. U ovom delu koriste se tri polazne tačke:

- uticaj zaduživanja na rentabilnost sopstvenih fondova (kapitala),
- razvoj troška kapitala u funkciji strukture finansiranja,
- efekat strukture finansiranja na vrednost preduzeća.

Ovde ćemo obraditi ekonomski fenomen koji je poznat po imenu efekat poluge (poznat kao finansijski leveridž-*leverage*). Metafora ovog ekonomskog izraza je veoma jednostavna. Ona označava pribegavanje zaduživanju koje omogućava da se, pod određenim uslovima, višestruko uveća rentabilnost sopstvenih fondova (kapitala), putem poluge. Ona pojačava snagu “ručice” koja je pokreće.

Pojednostavljen bilans jednog preduzeća može da se prikaže na sledeći način:



gde je :

K = ekonomski kapital preduzeća postignut zbirom svih elementa aktive;

D = je ukupan dug, ostvaren zbirom svih oblika eksternog finansiranja;

CP = sopstveni kapital.

Iz ovog prikaza vidi se da je ukupan kapital jednak zbiru sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Označićemo sa r rentabilnost poslovanja preduzeća. Ta rentabilnost predstavlja vrednost koja je obračunata pre bilo kog dejstva na finansijsku strukturu, odnosno oporezivanja.

$$r = \frac{\textit{(dobit pre kamate i poreza)}}{K}$$

Potrebno je da sa i označimo efektivni dug, tj :

$$i = \frac{\textit{finansijski trošak}}{D}$$

Pretpostavljamo sada da preduzeće ima nepromenljivu situaciju. Takođe pretpostavljamo da sva tri agregata bilansa, koji se razmatraju u ovoj analizi imaju sledeće karakteristike:

1. amortizacija dozvoljava da se obnovi isti kapital,
2. uzete nove pozajmice mogu da se otplate po ugovorima pre roka dospeća,
3. tokovi korišćenja (r i i) biće konstante.

Znamo da se stopa rentabilnosti osnovnog akcijskog kapitala, ili finansijska stopa rentabilnosti, definiše kao:

$$\rho = \frac{(r \cdot K - i \cdot D)}{CP}$$

$$\begin{aligned} \textit{Razvijena jednačina glasi: } \rho &= [r(CP + D) - iD] / CP \\ &= [rCP + (r - i) D] / CP \end{aligned}$$

Iz te jednakosti proizilazi da ρ treba da zadovoljava sledeću jednakost:

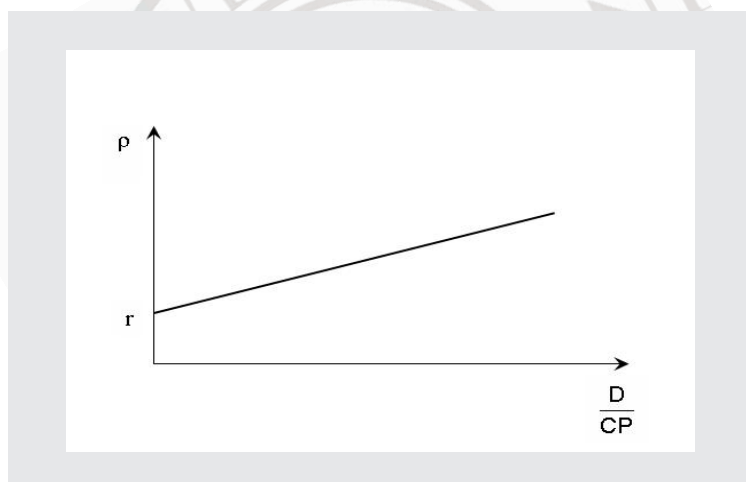
$$\rho = r + \frac{(r - i)D}{CP}$$

Radi ilustracije možemo da predstavimo dva slučaja:

- A. Kada je efekat poluge pozitivan, onda je r superiorno u odnosu na i . Stopa finansijske rentabilnosti ρ je bolja od ekonomske rentabilnosti r , i ona je prema tome viša od stope zaduživanja koja raste (D / CP).
U ovoj analizi, tj. kada polazimo od pretpostavke da nema rizika, u praksi se potvrđuje da se akcionari bogate bez obzira što se zadužuju.
- B. Kada je efekat poluge negativan (obično se koristi izraz “efekat malja-čekića”), onda je r inferiorno u odnosu na i , ρ je inferiorno u odnosu na r i takođe je više u odnosu na stopu zaduživanja koja se povećava.

Ako grafički predstavimo kretanje ove relacije onda ćemo na grafiku efekta poluge videti da se potpuno jasno uočava situacija (kada je $r > i$).

Iz toga sledi da je stopa rentabilnosti viša od stope zaduživanja;



Grafik 7.1. Kretanje zaduživanja i stope rentabilnosti sopstvenih (vlasničkih) akcija

Grafički prikaz krive nagiba udesno predstavlja funkciju odstupanja ($r - i$). Uprkos svom ovom pojednostavljenju u grafičkom obliku, efekat poluge nam omogućava da razumemo nekoliko važnih, značajnih elementa pri strategiji zaduživanja:

1. Finansijska politika je, pre svega, zavisna od bruto obrta; pozitivno ili negativno dejstvo zaduživanja zavisi zapravo, od relativne vrednosti

parametara stope dobiti (r) i stope finansijskog troška (i).

Kada, sledimo kretanja jednog ili drugog ovog parametra, odnos pre postojanja zaduživanja je obrnut. Sa povećanjem stope finansijskog troška smanjuje se stopa dobiti. To je teorijski pristup, koji je uglavnom potvrđen u praksi. Posle zaduživanja strategija zaduživanja preduzeća se temeljno menja.

Takođe, od 80-tih godina, realna kamatna stopa bila je isuviše slaba i često inferiorna u odnosu na ekonomsku rentabilnost, koja je podsticala veliko zaduživanje. Počevši od 80-tih godina, strategija finansiranja društva se promenila, realne kamatne stope su postale značajno više.

2. Ako se poslužimo ulogom koju kod funkcije zaduživanja imaju odstupanje stope rentabilnosti i stope zaduživanja ($r - i$), efekat poluge je zapravo najznačajniji efekat kada je trošak duga manji u odnosu na ekonomsku rentabilnost preduzeća; zbog prekomernog zaduživanja nastaju rizici, a najviše rizik nelikvidnosti.

Ova dva parametra, ($r - i$), su bitna za nezavisnost stabilnog poslovanja preduzeća i takođe za formiranje vrednosti preduzeća. To naročito dolazi do izražaja za vreme određenih ekonomskih konjuktura, promenljivosti visine kamata pri težnji da se održi rentabilnost vlastitih osnivačkih akcija.

3. Stopa zaduživanja raste, ne samo u skladu kada je povoljno odstupanje ($r - i$), nego i kada je odstupanje osetljivo na stabilnost u vremenu. Zapravo jedna izmena relativne vrednosti ovih parametara dovešće do izmene strategije finansiranja, zato što je to za jedno preduzeće varijabla (promenljiva) i data egzogena (spoljašnja) vrednost koja nas vraća na značaj savremene monetarne politike (uticaj državnih organa, fiskalne politike).

Stopa rentabilnosti r je dat sektorski pokazatelj i pokazatelj rada preduzeća. On nam pokazuje kakav je odnos konkretnog preduzeća u odnosu na sektor kome pripada. Tako se pojedina preduzeća sreću sa delimičnom stabilnošću tražnje, zatim problemima po pitanju proizvodnih uslova i relativno slabom konkurencijom. Najčešće ta preduzeća žele da znaju kretanje stope ekonomske rentabilnosti i stope finansijskog zaduženja, kako bi imala stabilnu vrednost proizvodnje i ostvarenja poslovnih rezultata. Takođe, izvesno je da će u konjuktornim uslovima želeći da znaju koliko može da fluktuiraju njihova ekonomska rentabilnost. Ukoliko rezultati proračuna pokažu ekonomske granice zaduživanja uz pozitivno

poslovanje, više će se voditi računa o rizičnosti politike zaduživanja.

Važno je da se ustanovi mogućnost eventualnog ekonomskog problema, pa će se poslovno ponašanje značajno promeniti. Isti propusti, prema dosadašnjoj praksi, ne ponovljaju se više puta.

4. Konačno, svaki sektor privrede ima svoje tipične karakteristike, koje kao takve, imaju pokazatelj optimalne stope zaduživanja. Ta stopa zaduženja odgovara vrednosti njihove imovine. Poznato nam je da je za jedan određen broj faktora, kao što su uslovi konkurencije i proizvodnje, dat. Tako, stopa rentabilnosti preduzeća u okviru istog sektora može da ima nekih sličnosti. Zato se obično radi probna analiza finansijske politike u jednom sektoru i poredi sa pojedinačnim slučajevima. Potom kada se finansijskom analizom ustanove zadovoljavajući pokazatelji, kojim se predviđa ponašanje jednog preduzeća, oni se često mogu primenjivati na prosek celog sektora. Naravno da će finansijski analitičar uvek voditi računa o svim relevantnim ekonomskim faktorima, kako bi iskazane stope kretanja rentabilnosti i zaduživanja bile apsolutno verodostojne.

PROVERA ZNANJA

1. Navedite moguće oblike finansiranja jednog preduzeća.
2. Navedite osnovne principe poslovanja.
3. Definišite trošak kapitala.
4. Objasnite odnos između troška kapitala i stope rentabilnosti.
5. Objasnite efekat poluge.
6. Objasnite odnos zaduženja i stope oporezivanja.
7. Objasnite zaduživanje samo putem akcija.
8. Objasnite zaduživanje samo putem obveznica.

BIBLIOGRAFIJA

- I. R. Merton, Z. Bodie, *Finance*, par dirigie C. Thibierge, Pearson Education, Paris, 2001.

- II. R. Goffin: *Principes de finance moderne*, 2^e ed., Economica, Paris, 2003.
- III. F. Modigliani, M. Miller: *Cout du capital, gestion financiere et theorie de l'investissment*, kod F. Girault, R. Zisswiller., *Finances modernes: theorie et pratique*, Dunond, 1973, II, 40-84.
- IV. J. Teulie, P. Topsacalian, *Finance*, 2^e ed., Vuibert, 1997.
- V. P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur, *Finance d'entreprise*, Dalloz Gestion, 5^e ed., 2002.



Cilj izlaganja

- Definisane odnose finansijskog troška i rizika
- Objašnjenje rizika plaćanja i nenaplativosti potraživanja
- Objašnjenje rizika likvidnosti
- Definisane rizika poslovanja

Plan izlaganja

8. Trošak i klasifikacija rizika nenaplativosti

8.1. Rizici poslovanja

8.2. Rizik nenaplativosti.

DODATAK C: Politika dividende

Rezime

Finansijska teorija, u samom početku, bavila se prevashodno uticajem fiskaliteta na kretanje novčanih tokova. Sa razvojem finansijskih instrumenta, pojavio se novi činilac, rizik, kao bitan ekonomsko-finansijski faktor poslovanja. Teškoće u pogledu naplate dospelih finansijskih obaveza po svim elementima, uticale su da se savremena finansijska teorija naročito bavi uticajem rizika na poslovanje. U okviru ovog poglavlja, mi ćemo se posebno posvetiti rasvetljavanju nekih oblika uticaja rizika na finansijsku stabilnost i to: rizika nenaplativosti, rizika likvidnosti.

Investitori su često spremni da prihvate nižu stopu zarade ukoliko znaju da postoji opasnost od rizika likvidnosti. Pravilo je da investicije koje nose visok rizik nelikvidnosti kao vid kompenzacije, nude višu kamatnu stopu. Ukupan iznos premije rizika kod neke vrste investicija, uvek predstavlja zbir premija rizika likvidnosti i rizika nenaplativosti potraživanja.

KLJUČNE REČI: trošak kapitala • rizik nenaplativosti • rizik poslovanja • klasifikacija kreditnog rejtinga

8. TROŠAK KAPITALA I KLASIFIKACIJA RIZIKA NENAPLATIVOSTI

Trošak kapital predstavlja prosečan ponderisan trošak koji nastaje kao rezultat korišćenja svih oblika izvora za finansiranje poslovanja. Nakon obavljenog procesa proizvodnje i ostvarene realizacije, ukupno ostvarena dobit podložna je oporezivanju. Raspoloživa dobit manja je za iznos plaćenog poreza na dobit.

Prema tome, investitor uvek posmatra ukupno optrećenje, kako u pogledu visine troškova, tako i sigurnosti naplate potraživanja. Struktura finansiranja preduzeća modifikuje se i prema trošku kapitala, kao i prema stopi oporezivanja. Oporezivanje može da utiče različito na pojedine ekonomske kategorije.

Odnos prosečnog troška i zaduživanja preduzeća:

1. Prosečan ponderisan trošak kapitala opada kada stopa zaduživanja preduzeća raste; ali ovo opadanje nije linearno, već od samog početka rast stope prinosa ne povlači umanjen prosečan ponderisan trošak. Ovo odsustvo linearnosti dozvoljava da se odredi, ako ne optimalni nivo, ono bar optimalna unutrašnja brana, kao mera razumnog prihvatanja stope zaduživanja preduzeća.
2. Data stopa zaduživanja koju prati umanjenje prosečnog troška kapitala (kamate) predstavlja novu osnovicu za stopu oporezivanja koja raste. Drugim rečima, povećanje zaduživanja (koje je nastalo usled rasta troška kamate) vezuje se za promene fiskalne ekonomije; u ovom slučaju javlja se novi fiskalni rizik.

Kategorizacija rizika nenaplativosti na berzi. Posao finansijskog analitičara je da odredi konkretne karakteristike sigurnosti, odnosno rizičnosti kako bi se donela odluka o konkretnom plasmanu. Obično ih klasifikuje kao:

- povoljne,
- nepovoljne,
- pouzdane,
- nepouzdan aktivnosti.

Stepen rizičnosti plasmana, kada je reč o berzanskom poslovanju određuje se na osnovu pozicije jednog uzorka u okviru date grupe kvaliteta hartija od vrednosti. Specijalizovane agencije su predložile klasifikaciju hartija od vrednosti

prema nivou rizika koje one nose sa sobom prilikom naplate (AAA, AA,A, BBB, BB, B... D), ali bez kvantifikacije samog rizika.

Čitanje kreditnog rejtinga:

| Red.br | S&P's | Fitch | Moody's | Značenje |
|---|-------|-------|----------------|---|
| <i>Investment grade obveznice-DUGOROČNE</i> | | | | |
| 1 | AAA | AAA | Aaa | Najkvalitetnije |
| 2 | AA | AA | Aa1,Aa2,Aa3 | Visok kvalitet, mali rizik na dugi rok |
| 3 | A | A | A1,A2,A3 | Visoka srednja kategorija, osetljive na promene privr. uslova |
| 4 | BBB | BBB | Baa1,Baa2,Baa3 | Srednji kvalitet, nedovoljno pouzdane na duži rok |
| <i>Non-investment grade obveznice-DUGOROČNE</i> | | | | |
| 5 | BB | BB | Ba1,Ba2,Ba3 | Postoji špekulativni karakter, sklonost ka promenama usled ek. fak. |
| 6 | B | B | B1,B2,B3 | Sposobnost plaćanja postoji, ali sa rizikom na duži rok |
| 7 | CCC | CCC | Caa1,Caa2,Caa3 | Kvalitet loš, visok rizik za plaćanje na duži rok |
| 8 | CC | CC | Ca | Visok špekulativni nivo, često neizvršavanje obaveza |
| 9 | C | C | C | Najniži rejting, mala mogućnost izvršavanja, mada trenutno izvršava obaveze |
| 10 | D | C | - | Ne izvršava obaveze |
| 11 | | NR | | Ne rangirane (bez ranga) |

| Red.br | S&P's | Fitch | Moody's | Značenje |
|---|-------|-------|---------|--|
| Komerrijalne hartije od vrednosti-KRATKOROČNE | | | | |
| 10 | A1 | F1+ | P1 | Postoji mogućnost da izvrši obaveze |
| 11 | A2 | F1 | P2 | Sumnjiva sposobnost, mada ima mogućnost da odgovori obavezama |
| 12 | A3 | F2 | P3 | Slaba mogućnost da izvrši obaveze, zavisi od privr. kretanja |
| 13 | B | F3 | | Značajan špekulativan karakter |
| 14 | C | B | | Osetljive za izmirenje obaveza, izuzetno zavistan od uslova poslovanja |
| 15 | D | C | | Problem isplate |
| 16 | | D | | Problem nenaplativosti |
| Specijalne hartije od vrednosti | | | | |
| 17 | | | WR | Povučene iz opticaja |
| 18 | | | NR | Ne rangirane |
| 19 | | | P | Sa rezervom |
| Kratkoročne operezivi instrumenti | | | | |
| 20 | | | P-1 | Izdavalac ima rang Prime-1, izuzetna sposobnost da se odgovori obavezama |

| Red.br | S&P's | Fitch | Moody's | Značenje |
|--------|-------|-------|---------|---|
| 21 | | | P-2 | Izdavalac ima rang Prime-2, dobra sposobnost da se odgovori obavezama |
| 22 | | | P-3 | Izdavalac ima rang Prime-2, ima prihvatljivu sposobnost da odgovori obavezama |
| 23 | | | NP | Izdavalac nema Prime rang bilo koje kategorije |

Tabela 8.1. Čitanje kreditnog rejtinga prema S&P 500, Moody's i Fitch⁴⁹

Na osnovu date klasifikacije kao zajednička karakteristika mogu da se razlikuju dve velike kategorije:

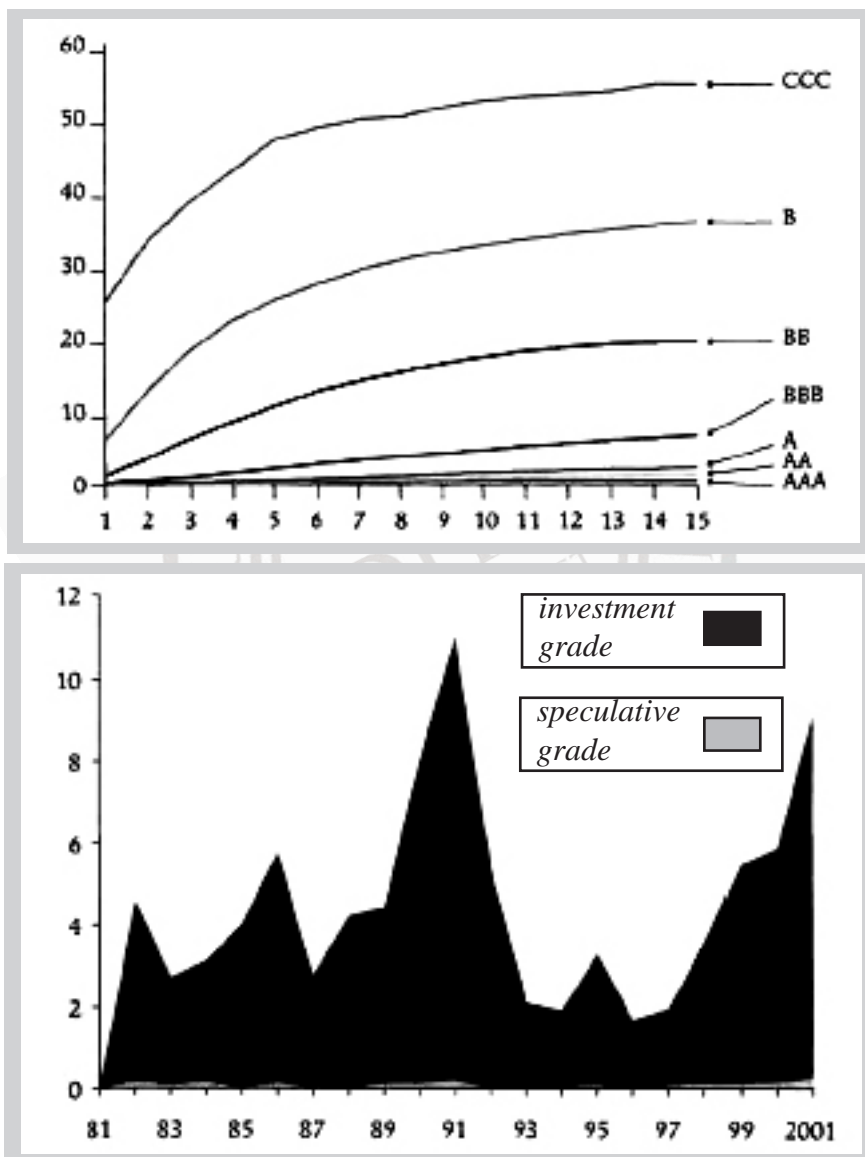
1. Grupe AAA (ili Aaa) do BBB (Bbb), koje prave razliku hartija od vrednosti dobrog kvaliteta i koje su, zbog toga, određene kao pouzdane, vredne ulaganja (investicioni kvalitet-klasa *investment grade* i *non-investment grade* prema anglo-saksonskoj terminologiji);
2. Grupe BB (ili Ba) do D karakterišu hartije od vrednosti, najrizičnije u pogledu špekulativnih poslova (*speculative grade*), mogućnost visoke zarade uz visok rizik.

Analiza statističkih pokazatelja naplate o roku, prema izvodima koje daje agencija *Standards&Poor's*, potvrđena je kao prikladna i podesna za razradu.

⁴⁹ <http://www.standard&poor'sratings.com;>
<http://www.moody'sratings.com;>
<http://www.fitchratings.com>

Interesantno je da se prikažu rezultati analize stope nenaplativosti u vremenskom periodu prema prikazu investicija sa rokom trajanja 12 meseci⁵⁰.

Grafik 8.1. Trend kretanja kreditnih rejtinga stepena nenaplativosti potraživanja hartija od vrednosti (%)



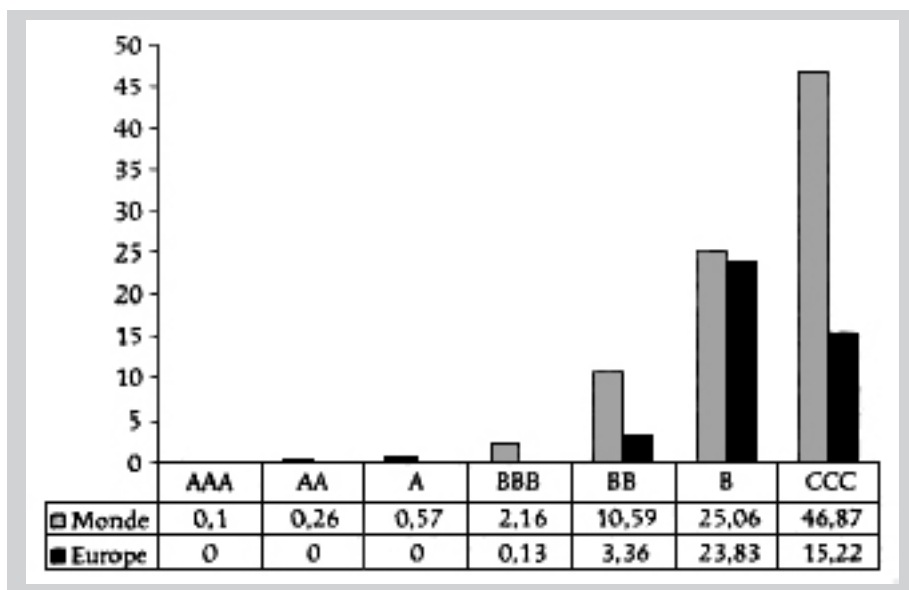
⁵⁰ *Ratings Performace 2001, Standard & Poor's* (februar 2002) i *European Ratings Performance 2001, Standard & Poor's* (jun 2002)

Rezultati posmatranja pokazuju da je najveća razlika nivoa rizika između obveznica *investment grade* i onih koje su po svojoj prirodi špekulativne. Vidi se jaka varijacija stope neplaćanja o roku u različitim periodima vremena. Nena-plativost potraživanja bila je, na znatno nižem nivou, za skoro 2% u toku 1996. i 1997., kad su još bile početne godine, da bi porasle u 2001. na oko 10%. Ova jaka kolebljivost stope neplaćanja špekulativnih obveznica svakako je izvor potencijalne zarade, a i rizika, za investitore špekulativnih proizvoda. Interesantno je da se uporede statistički podaci američkih investitora, sa evropskim. Tri bitne razlike odvajaju stari kontinent, Evropu, od novog sveta, SAD i Kanade:

1. Značaj označavanja rizičnih aktivnosti: u 2001. Agencija *Standard & Poor's*⁵¹ (čija označavanje je uporedivo sa *Moody's*) označavao je 577 novih emisija od kojih su samo 152 iz Evrope (zapadne i istočne). Ova neravnomernost objašnjava se respektovanom veličinom finansijskih tržišta, ulogom obeležavanja na ovim tržištima i konačno, praktično multi-obeležavanjem od strane SAD i Kanade.
2. Kvalitet obeležavanja. Obveznice špekulativne prirode nisu se pojavile tako kasno u Evropi, ali nije bilo poznavato ništa slično nalik “eksplozija” - *junk bonds*, pri kraju 80-tih u SAD pod pokretom banke *Drexel Burnham Lambert*. U 2001., oko 20% svih emisija označene su kao špekulativne u Evropi (obuhvaćena je i istočna Evropa). Po podacima na špekulativne obveznice oko 40% je evidentirano u celom svetu.
3. Stopa nenaplativosti, kao poslednja karakteristika svakako proizilazi iz prethodno rečenog. Na grafiku koji sledi uočava se trend u pogledu stope nenaplativosti u periodu od 5 godina u Evropi i svetu⁵².

⁵¹ Videti više isto www.standard&poorsratings.com

⁵² Isto prema podacima



Grafik 8.2. Pregled nenaplativosti potraživanja hartija od vrednosti (%), Evropa i svet, u periodu od 5 godina (baza 2001)

Odstupanja između Evrope i ostalog dela sveta su evidentna. Ako se posmatraju statistički podaci o nenaplativosti hartija od vrednosti, oni se mnogo manje pojavljuju u Evropi. Prema stavovima analitičara to može da bude posledica slabog brojčanog praćenja statističkih podataka. Potom, kada se ispituju brojna nenaplaćena potraživanja u bruto vrednosti, za odstupanje između Evrope i ostatka sveta pojavljuje se još značajniji podatak: agencija *Standard & Poor's* je označila po kursu u 2001. godini veliki broj nenaplaćenih potraživanja, od 216 (koja su imale bila označena prvoklasnim rangom); među njima, 14 se odnosi na evropska preduzeća, a ovaj dalje može da rastavi na ona koja se odnose, na Veliku Britaniju 6, u zoni evra 5 i iz istočne Evrope 3. Izgleda, prema tome, da postoje značajne razlike, po pitanju rizika nenaplativosti između anglo-saksonskog sveta i zemalja u zoni evra.

Konačno, ali prema dobrim statističkim podacima, najveću verovatnoću zbog neplaćanja o roku, treba tražiti u velikim različitostima između Evrope i prekoatlanskih zemalja. Reč je o različitim uslovima pokrića i načina otplate koja su određena pravilima različitih strana.

Ove agencije, takođe, imaju i misiju da prate rizik hartija od vrednosti. U tržišno razvijenim zemljama prema regulativi, ekipe analitičara imaju ulogu da kontrolišu troškove kada kontaktiraju sa društvom emiterom. Na taj način unapred se osiguravaju se od nepovoljnih rizika.

8.1. RIZICI POSLOVANJA

Postoji više vrsta rizika poslovanja koje nosi savremeni uslovi poslovanja. Sa finansijske tačke gledišta najznačajniji su rizik likvidnosti, rizik nenaplativosti potraživanja, kamatni rizik i devizni, odnosno valutni rizik. Osim njih imamo pojavu sve značajnijih rizika kao što su rizik zemlje i operativni rizik.

Rizik zemlje ili politički rizik predstavlja neizvesnot koja se javlja kao posledica dejstva neke političke mere na određenoj teritoriji društveno-političke zajednice. Reč je najčešće o poremećajima koji onemogućavaju da se obavljaju finasijske usluge, tako da se kasni ili dolazi do trajnog zastoja. Do zastoja dolazi često zbog uvođenja nekog spcifičnog stanja, bilo vanrednog bilo ratnog. Ovakva situacija otežava u naplati i slobodnoj cirkulaciji finasijskih sredstava. To je sve praćeno i opštim zastojom privredne aktivnosti.

Operativni rizik se definiše “kao rizik direktnog ili indirektnog gubitka, koji se javlja po osnovu neadekvatnih ili pogrešnih internih propisa, ljudi i sistema ili zbog eksternih događaja. Kao osnovni razlog za javljanje ove vrste rizika mogu se navesti loše funkcionisanje informacionog sisitema, neadekvatno oblikovanje interne procedure, koje onemogućavaju preduzimanje adekvatnih akcija, neadekvatna obučenosť zaposlenih i sl. Faktori koji utiču na pojavu ove vrste rizika su: ljudski faktor, tehnički faktor, procedura i informatika. Meriti operativni rizik znači oceniti verovatnoću da se desi nepoželjan slučaj, odnosno trošak ili izostali profit po tom osnovu.”⁵³

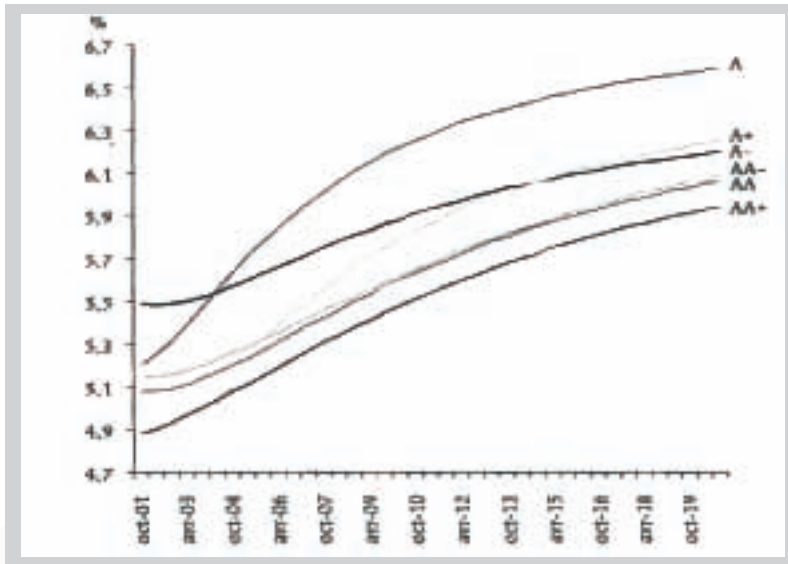
8.2. RIZIK NENAPLATIVOSTI

Naknada koju traže zajmodavci najviše utiče na povećanje verovatnoće plaćanja o roku. Ova verovatnoća je predvidiva na osnovu datih podataka koje daju agencije za klasifikaciju.

Međutim ovo predviđanje nije uvek merljivo, tako da se ne može uvek teoretski izračunati rentabilnosti koju traže investitori. Prema dosadašnjim istraživanjima pokazalo se da samo empirijsko razmatranje ovih pokazatelja nema uticaja na praksu. Ono što može da se pokaže kao nesklad je očekivanje dobiti od akcija.

⁵³ M. Hadžić, *Bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, FFMO, 2007, str. 370

Prema datim podacima⁵⁴ vidi se da određene akcije iz grupe dobro klasifikovanih odbacuju dobru zaradu, ali da i akcije prosečne vrednosti prema rejtingu klasifikacije odbacuju zaradu:



Grafik 8.3. Struktura stope prema terminu, samo u zoni evra, stanje 1/1/2001

Evidentno je da može da postoji razlika između predviđenog rizika od strane agencija za klasifikaciju i onog koji se ostvaruju na finansijskom tržištu.

Ne treba zaboraviti činjenicu da ne postoji samo faktor “razvodnjavanja”, takođe je značajna i likvidnost akcija usled dejstva fiskalnog faktora. To značajno deluje i na visinu prihoda koji one donose.

Činjenica je da nivo prinosa varira na samom finansijskom tržištu. Takođe postoji bitna činjenica, da se nivo prinosa procenjuje u vremenskom periodu, a vremensko “razvodnjavanje” je dobro poznato pri rastu špekulativnih hartija od vrednosti.

⁵⁴ Prema izlaganju prof. R. Merton, Z. Bodie, *Finance*, par dirigie C. Thibierge, Pearson Education, Paris, 2001.

◆ DODATAK C: Politika dividende

Zarada kao konačni saldo poslovnih aktivnosti preduzeća omogućava povećanje uticaja akcionara. Ona na odgovarajući način akcionarima obezbeđuje, ako je dovoljno visoka, sigurnost i u pogledu rizika poslovanja. Odluku o raspodeli dividendi donosi po pravilu najviše telo skupština akcionara na predlog upravnog odbora. Kada upravni odbor odluči da se ne isplati ukupan iznos dobiti u obliku dividende, onda možemo da kažemo da se uskraćuje pravo akcionara na sumu koja im se vraća kroz profit. Ako se donese takva odluka, znači da se deo profita vraća u poslovne novčane tokove putem reinvestiranja preduzeća. U praksi, biće onih koji će glasati dobrovoljno, a za one koji su u manjini to će biti prisilna štednja. Takođe može da se postavi, pitanje akcionara sa manjinskim vlasništvom, pitanje dobrog utemeljenja ove odluke. Zašto se donosi takva odluka i kakav je uticaj politike dividende na vrednost preduzeća? Šta se događa sa bogaćenjem akcionara?

Naravno, sa određenom rezervom pokazalo se da je vrednost preduzeća nezavisna od politike dividendi preduzeća. U zavisnosti od odluke po pitanju politike dividendi, može da se pokaže uticaj ove politike na eventualno povećanje vrednosti preduzeća, odnosno bogatstva akcionara. U praksi politika dividendi se sprovodi, polazeći od postojanja efikasnosti tržišta, na sledećim pretpostavkama:

- a. da je za sve akcionare najbolja moguća investicija ponovno investiranje u samo preduzeće,
- b. da se stopa oporezivanja akcionara ne uzima u obračun.

Determinante politike dividendi. Izbor politike dividende preduzeća može da se objasni sa više elementa, a prema tome i samofinansiranja, sa prednostima u odnosu na druge:

- A. Prvi je fiskalne prirode,
- B. Drugi ima tretman kontrole preduzeća,
- C. Treći se odnosi na sadržaj istraživanja politike dividende.

A. Politika raspodele dividende i oporezivanje. Ovde se polazi od stava da politika dividendi nema nikakav uticaj na vrednost preduzeća zato što oporezivanje dividende i dobiti na uvećanu vrednost treba da budu jednaki. Ako postoje značajne razlike, one mogu da budu opravdano zaustavljene, posmatrano iz fiskalnih ugla. Stopa raspodele dividendi

raste ili opada, u zavisnosti od kretanja stope poreza na prihod od dividende. Ova logika može da ima korene u istom načinu ponašanja koja se odnosi na samu poslovnu politiku preduzeće. Preuzimajući prethodni stav, smatra se da dividende treba da budu reintegrirane u masu prihoda akcionara, a njihov stepen oporezivanja treba da bude u funkciji ovih prihoda. Preduzeće u tom slučaju mora da se prilagodi politici raspodele prema marginalnoj stopi oporezivanja većinskih akcionara.

Raspodela dividendi akcionarima slabi kada fiskalna stopa raste i obrnuto raspodela dividendi raste, kada je fiskalna stopa slaba. Kada je visoka fiskalna stopa oporezivanja zarade akcionara, onda akcionari nisu zainteresovani da se raspodeli ceo iznos dobiti preduzeća kroz dividendu. I obrnuto, kada je niska stopa fiskalnog oporezivanja zarada, akcionari su više zainteresovani da uzmu zaradu u vidu dividende, naravno do one tačke do koje nije ugroženo poslovanje.

Posmatrano na primerima zemalja u svetu, koje imaju razvijen oblik rada sa akcijama i hartijama od vrednosti, svedoci smo da se politika odricanja zarade prilagođava ciljevima ekonomske politike. Fiskalni sistem većine zemalja ne favorizuje raspodelu dividendi na zarade. Fiskalna politika najčešće stimuliše ponovno ulaganje, odnosno re-investiranje. Ukoliko se dividenda deli kao vid zarade akcionarima, onda se uglavnom visoko oporezuje. Dakle, ne stimuliše se taj vid potrošnje.

Svakako u praksi mogu da se pojave i drugačiji pristupi kod izvesnih preduzeća, prilagođenih interesu akcionara. To je kada postoji mogućnost verovatnoće veće dobiti od prosečne, što bi značilo da je prilagođena graničnim akcionarima. Ova politika treba da bude naročito značajna kada se razmatra mogućnost "plivajućeg" kursa akcija ulaskom na berzu ili prodajom relativno značajnog udela novom akcionaru. Tada je moguće da se jedan broj akcija značajne vrednosti, ali relativno umanjene, grupiše zajedno odupirući se od preuzimanja lošim preduzećima. Pošto se ulazi sa nižom cenom akcije, manja je zarada, i prema tome imaju graničnu stopu oporezivanja, slabiju od prosečnih investitora. To odricanje od veće dobiti radi zajedničkog budućeg interesa predstavlja jedan oblik štednje, jer ne uzimaju zaradu od dividendi koju bi inače mogli.

Interesovanje za ovakvu vrstu štednje malo doprinosi finansiranju sopstvenog akcijskog kapitala preduzeća. Ona više osigurava likvidnost akcija i predstavlja oblik koji može da se pokaže kao koristan pri

sprovedenju ovakve politike dividende.

B. Dividende i kontrola akcionarskog društva. Drugi pristup politici raspodele dividendi leži u teškoći kontrole preduzeća nedovoljno informisanih akcionara, najčešće sa manjinskim vlasništvom. Prema finansijskom gledištu bilans nije određen samo prihodima i troškovima. On je zavistan od odnosa neraspoređivanja dividendi i samofinansiranja investicija, a odluku o tome donose akcionari koji imaju većinu. Sa tačke kontrole preduzeća od strane akcionara, ova politika raspodele dividende se, svakako, suprostavlja prvoj. Ona zapravo dozvoljava akcionarima da povećaju investicije, povećavajući na taj način svoj uticaj na buduće odlučivanje. Ona ne dozvoljava direktno preduzeću da odluči o boljoj mogućnosti za rast njegovih fondova. Prema tome, ona svakako obavezuje preduzeće, da kada ostvaruje povećanje kapitala i obaveštava akcionare o novim projektima u koje će da investira.

Na ovaj način oni sprovode kontrolu. Vlasnici kapitala će biti ti koji odlučuju ko će da upravlja novim projektima investicija u boljem interesu akcionara i koje će nove investicije biti korisnije. Bira se onaj projekat koji nosi najvišu zaradu, uz ulaganja sa novcem koji je njihovo vlasništvo.

C. Istraživanja politike dividende. Nedostatak informisanosti akcionara, nezavisnost problema kompletne kontrole, je osnova polazne pretpostavki objašnjenja politike dividendi. Da bi se omogućio porast kapitala i smanjili novčani troškovi, svi vlasnici akcionarskog društva treba zapravo da imaju isto uverenje o potrebi za štednjom prema sopstvenom kapacitetu, opredeljujući se za investiranje u rentabilne projekte. Prema ovom shvatanju, politika dividendi zahtevaće analitiku istraživanja za akcionare. Neko preduzeće imaće izvesne značajne novčane tokove zbog projekata i neće oklevati da raspodeli ove izvore, kao izvore za njihovo finansiranje, od dela dobiti predstavljene u obliku dividende. Takođe, u izvesnoj meri, politika dividende preduzeća je znak kvaliteta rentabilnih investicionih projekata. Drugim rečima, preduzeće će investirajući u nove projekte povećavati dobit, što će, u sledećem ciklusu, dovesti do još većeg rasta dividendi i do povećanja rentabilnih projekata.

Očigledno da uvek postoji mogućnost da sva preduzeća, koja se prilagode stopi raspodele dividende, ostvare rast i razvoj, što je i osnovni cilj preduzeća.

PROVERA ZNANJA

1. Navedite osnovne podele rizika poslovanja.
2. Objasnite principe klasifikacije rizika nenaplativosti na finansijskim tržištima.
3. Navedite sistem klasifikacije *Standard&Poor's*.
4. Navedite sistem klasifikacije *Moody's*.
5. Navedite sistem klasifikacije *Fitch*.

BIBLIOGRAFIJA

- I. E. Turban, E. McLean, J. Wetherbe, *Informaciona tehnologija za menadžment-transformisanje poslovanja u digitalnu ekonomiju*, prevod 3-eg izd., Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2003.
- II. R. Merton, Z. Bodie, *Finance*, par dirigie C. Thibierge, Pearson Education, Paris, 2001.

Internet prezentacije:

<http://www.standard&poor'sratings.com>

<http://www.moody'sratings.com>

<http://www.fitchratings.com>

Cilj izlaganja

- Objašnjenje pojma finansiranja i načina donošenja odluke o finansiranju
- Definisanje razlike između odluke o finansiranju i odluke o investiranju

Plan izlaganja:

9. Odlučivanje o finansiranju na nivou preduzeća

9.1. Finansiranje putem sopstvenih akcija

9.2. Metodi procene vrednosti preduzeća u cilju izbora vrste investiranja

9.2.1. Metod sadašnje neto vrednosti imovine

9.2.2. Određivanje prinostne vrednosti

Rezime

U ekonomskoj teoriji usvojen je koncept podele plasmana prema vremenskom kriterijumu, na sledeći način:

- Plasmane u proizvodnju, koja ima za rezultat gotov, finalni proizvod, a koji se direktno prodaje, nazivamo kratkoročnim plasmanima.
- Ulaganje za koje je potreban duži vremenski rok, da bi se došlo, bilo do čistog prinosa ili do novog proizvoda, naziva se dugoročni plasman.
Sledstveno ovom usvojenom konceptu razvrstavaju se i očekivanja vlasnika i organizatora proizvodnje. Investitor povodom svakog plasmana ima i očekivanja. Ona takođe mogu da se

grupišu prema vremenskoj ročnosti plasmana, na kratkoročna i dugoročna očekivanja.

- Kratkoročni plasmani obično su određeni na vremenski rok u trajanju od jedne godine, tako da sva ulaganja u sve vrste troškova (materijala, sirovina, zarada...) donose i prihode nakon prodaje proizvoda. Međutim, u realnom ekonomskom procesu imamo povezanost (uzročno-posledičnu) kratkoročnih i dugoročnih plasmana i očekivanja, na primer, putem ulaganja u sredstva za proizvodnju (kapitalna oprema, proizvodne hale ...).

Ono što je dalje bitno da se razjasni jeste način odvijanja ove uzročno - posledične veze. Očekivanja proizvođača onih proizvoda koja su proizvedena u kratkom roku, zavise od očekivanja dugoročnih investitora, zato što se mnogi proizvodi koriste u procesu dugoročne proizvodnje.

Za skladan razvoj funkcionisanja privrednog sistema bitan je stepen saglanosti očekivanih ulaganja na kratak rok i onih na dugi rok. Takođe nam je poznato da ostvarenje konačnih poslovnih rezultata zavisi od stepena realizacije očekivanja. Naravno samo u onoj meri, u kojoj to ostvarenje utiče kao faktor formiranja ukupne zaposlenosti svih faktora koji su u funkciji budućih očekivanja.

Postaje jasno da je stepen očekivanja, zapravo neizvesnost, što je sinonim za pojam rizika.

Ovo su važne polazne osnove za dalja razmatranja, zato što svaka poslovna odluka zavisi od:

- tekućih očekivanja ostvarenja proizvodnje,
- pitanja stanja zaliha uz procenu ostvarenja prihoda od prodaje.

Multiplikovan odnos pojedinačnih proizvoda i usluga na opštem, makro nivou mora se korigovati multifunkcionalnim odnosima kako bismo dobili čiste matematičke rezultate ekonomske proizvodnje. Ovom prilikom posmatraće se ekonomska kategorija prihoda, koja nastaje, ne samo kao rezultat materijalne proizvodnje, već i kao rezultat finansijskog ulaganja (u razne oblike finansijskih instrumenata). Ulaganje ili investiranje u finansijske instrumente u savremenim uslovima postalo je značajna, finansijski profitabilna delatnost.

KLJUČNE REČI: sopstveno finansiranje • akcionarski kapital • zaduživanje • metod sadašnje neto vrednosti imovine • vrednost preduzeća i način investiranja

9.1. ODLUČIVANJE O FINANSIRANJU NA NIVOU PREDUZEĆA

Osnovno pravilo uspešnosti poslovanja je da oblik finansiranja mora da bude prilagođen poslovnoj aktivnosti preduzeća. Oblik finansiranja značajno određuje koji parametri treba da se analitički posmatraju. Strategija preduzeća određuje koji će oblik finansiranja da se izabere. U modernim finansijama, kao osnovni oblici finansiranja jednog savremenog preduzeća, dva su se iskristalisala kao dominantna:

- finansiranje iz sopstvenih izvora,
- finansiranje putem zaduživanja.

Predmet izlaganja biće ekonomsko ponašanje akcionarskog ili deoničarskog preduzeća, i način donošenja odluka koje direktno utiču na finansijski položaj preduzeća na tržištu. Od njihovog ponašanja pri donošenju odluke o finansiranju zavisice da li će preduzeće postići očekivani prinos uz finansijsku stabilnost i time održati ili poboljšati svoju finansijsku moć.

Vlasnici kapitala kao akcionari, praktično su ti koji odlučuju da li će:

- a) dodatno financirati poslovanje preduzeća,
- b) ili koristiti unutrašnje rezerve putem samofinansiranja.

Ukoliko se vlasnici ne opredele ni za jedan od ova dva oblika onda menadžment preduzeća dodatno finansiranje može obaviti:

- c) zaduživanjem preduzeća u vidu nekog oblika finansijskog aranžmana.

Na donošenje poslovne odluke iz ovog domena, najveći uticaj uvek ima stepen rizika zaduživanja. On je bitan, kako za samo preduzeće (da bi moglo da vrati sredstva u roku), tako i za davaoca sredstava (da bi mogao da naplati svoje potraživanje). Opredeljenje za izbor jednog od ova dva oblika, vrši se putem analize bilansnih podataka.

Ono što predstavlja olakšavajuću okolnost za ove proračune je savremeni oblik obračuna pokazatelja rizičnosti. Savremeni finansijski inženjering je u periodu od poslednjih dvadeset godina kreirao više vrsta finansijskih instrumenata.

Pod finansijskim instrumentom podrazumevamo oblik u kome se drži novac (gotovina, čekovi, menice, hartije od vrednosti, kredit i dr).

Savremene tendencije stvorile su i podlogu novih oblika klasifikacije novca. Sa razvojem ovih novčanih transaktora, razvijeni su različiti kreativni oblici novca. Oni su potpuno novi i u skorijoj prošlosti nisu bili poznati kao klasični oblici finansijskih instrumenata. Svaki od ovih savremenih instrumenata, omogućava da zainteresovani partneri mogu da se opredele za neki od oblika koji im obezbeđuje rentabilno poslovanje uz najmanji mogući rizik. Praktično, lepeza finansijskih instrumenata u realnoj ekonomiji, uvek se pridružuje ili finansijskoj imovini ili dugovanju. To zavisi sa kog stanovišta posmatramo finansijske instrumente. Možemo da ih posmatramo sa stanovišta poverioca ili dužnika.

Kao verni pratilac razvoja ovih promena tj. kreiranja finansijskih instrumenata javlja se potreba za procenom rizika. Pokazalo se kao nemoguće obavljanja prometa i ulaganja ovako diversifikovanih finansijskih instrumenata bez preciznih predviđanja. Naravno, predviđanja rizičnosti njihovih transakcija nikad nije moguće utvrditi sa potpunom sigurnošću, ali sa visokom približnom stopom ostvarenja, praksa je pokazala da je u savremenim okolnostima to moguće.

9.2. FINANSIRANJE PUTEM SOPSTVENIH AKCIJA

Ako se pri donošenju odluke o finansiranju vlasnici-akcionari odluče za finansiranje povećanja akcijskog kapitala putem emisije sopstvenih akcija, u praksi to može da se uradi na nekoliko načina. Najrasprostanjeniji su :

- 1) Jedan je prodaja akcija na finansijskom tržištu. Ova prodaja može da se obavi na više načina. Preduzeće može da izvrši prodaju dela akcija na tržištu. Ovaj model se koristi u slučaju kada je porasla vrednost tog kapitala.
- 2) Drugi oblik je nova emisija akcija. U ovom slučaju emisija akcija mora da se obavi u skladu sa finansijskim propisima.⁵⁵

Finansiranje putem nove emisije akcija, svakako, predstavlja kvalitetan oblik finansiranja iz dva razloga:

- On preduzeću prvenstveno omogućava dotok sredstava koji povećavaju sopstveni kapital. Taj kapital nije dužničkog oblika već vlasničkog, ne mora da se vraća. Na taj način smanjuje se rizik poslovanja, posluje se kvalitetnijim kapitalom.
- S druge strane, vlasnicima omogućava zaradu u vidu dividende, a ukoliko im zatrebaju likvidna sredstva, postoji mogućnost eventualne prodaje akcija na tržištu.

Koji će se od ova dva modela koristiti zavisi prvenstveno od oblika vlasništva. U današnjim uslovima imamo raznovrsne oblike akcionarskog kapitala, počevši od čisto vlasničkog akcionarstva do akcionarstva koje najčešće nosi samo pravo na zaradu.

Oblik vlasništva predstavlja faktor koji direktno utiče na donošenje poslovnih odluka, naročito na ona dugoročnog strateškog tipa.

Da bi se donela jedna ovakva finansijska odluka preduzeće mora da sagleda ispunjenost određenih ekonomskih principa. U današnjim uslovima sačinjavaju se stručne studije ili elaborati, koji se zasnivaju na analitičkom posmatranju nekoliko osnovnih jednačina, kojima se meri ekonomski položaj preduzeća.

⁵⁵ Pogledati *Zakon o tržištu hartijama od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata*, "Sl. Glasnik RS", br. 47/2006, 97/2006

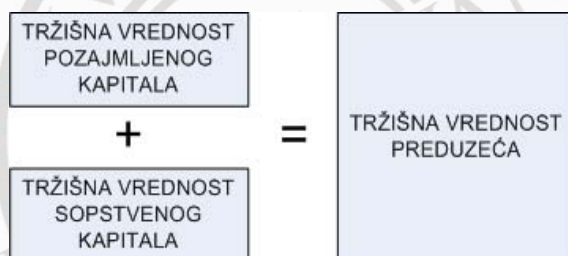
Ekonomska analitika meri ekonomski položaj preduzeća poređenjem vrednosti preduzeća u odnosu na makro okruženje. Najvažniji ekonomski parametri za tu vrstu posmatranja su:

- A. procena vrednosti preduzeća i sopstvenog akcijskog kapitala,
- B. određivanje neto vrednosti imovine,
- C. određivanje sposobnosti zaduženja.

A. Procena sopstvenog akcijskog kapitala. Tržišna vrednost preduzeća (Pokazatelj 1) u najširem smislu se određuje kao razlika dve vrste finansijskih izvora, sopstvenih i pozajmljenih. Da bismo odredili vrednost sopstvenog akcijskog kapitala, potrebno je da znamo sledeće pokazatelje preduzeća:

- 1) Strukturu tržišne vrednosti preduzeća,
- 2) Strukturu tekuće aktive.

Pokazatelj (1) Struktura tržišne vrednosti preduzeća



Obično se koristi podatak o jednakosti aktive i pasive. Međutim, tu treba ipak praviti razliku:

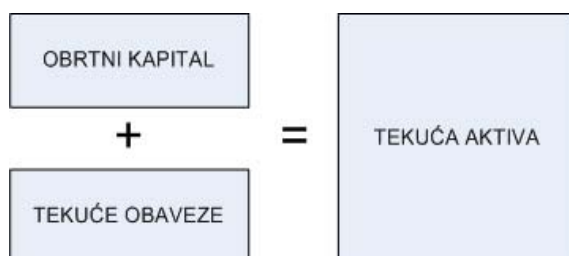
- Prvo, da ova jednakost predstavlja jednu statičnu kategoriju sa vremenskom aspekta.
- Drugo, ona nije vrednovana na tržištu.

Tako da pravila, po kojima su evidentirane sve poslovne promene, nisu u potpunosti u funkciji problema koji je potrebno da se sagleda.

U aktivi bilansa imamo elemente koji nam pokazuju drugačije tokove plasmana po ročnosti; naročito je statičan način kako je iskazan tok gotovine - *cash flow*. Prikazan je tako da, posmatran pojedinačno, ne daje podatak o veličini prinosa (dobiti) po pojedinim vrstama hartija od vrednosti. Statičnost se ogleda u tome što nemamo taj podatak, klasifikovan po vremenskoj dospelosti hartija od vrednosti.

Ukoliko ne raspolažemo tim podacima, imaćemo teškoće da pratimo rad na pojedinim segmentima finansijskog tržišta gde smo trgovali. Za donošenje finansijske odluke u pogledu prodaje ili emisije akcija, važno je da znamo kakve smo efekte postigli kod svake konkretne transakcije. Zato preduzeće paralelno sa bilansnom evidencijom mora da vodi i operativnu finansijsku evidenciju o tim promenama.

Pokazatelj (2) Struktura tekuće aktive



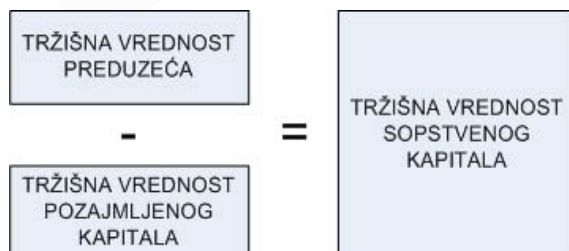
Često se, samo iz bilansnih podataka, ne može videti zarada po svakoj transakciji hartija od vrednosti. Osnovni razlog je taj, što su svi bilansni podaci dati kao novčana vrednost, sa presekom na određeni dan.

Ukupan rezultat prikazan u bilansu u pogledu ovih transakcija može da bude ravan i nuli, tako da ne možemo odmah direktno da sagledamo ovu vrstu rezultata.

Sledeći veliki nedostatak je prikaz stanja u pogledu vremena angažovanja sredstava za određenu transakciju. Ne vidi se, bilo da je reč o kupovini ili prodaji, koji su konkretni efekti ostvareni po svakoj pojedinačnoj transakciji.

Sledeći jednakost datu u Pokazatelju (1) možemo da izvedemo sledeću jednakost u Pokazatelju (3) - koji nam predstavlja vrednost sopstvenog akcijskog kapitala.

Pokazatelj (3) vrednost sopstvenog akcijskog kapitala.



U ovom pokazatelju, veličina vrednosti pozajmljenog kapitala ili tržišna vrednost duga, može značajno da utiče na stanje tržišne vrednosti preduzeća. Procena vrednosti, na osnovu bilansnih podataka sopstvenog kapitala, predstavlja prvi korak pri donošenju odluke o vrsti uzimanja novih sredstva, odnosno zaduživanja.

B. Vrednost sopstvenog kapitala i troška sopstvenog kapitala. Ukoliko se preduzeće opredeljuje za samofinansiranje putem emisije sopstvenih akcija onda mora da vodi računa o trošku emisije. Praktično određivanje vrednosti sopstvenog kapitala zavisi i od visine samog troška emisije istog.

Trošak se definiše kao potrebna stopa prirasta ili zarade, koja je neophodna da bi se podmirio trošak svih usluga u vezi sa emisijom.

Ovaj trošak bi snosili akcionari, ako prihvate ovaj oblik finansiranja. Njegova visina, u analitici konačnog efekta, uzima se kao odbitna stavka ukupnih pozitivnih efekata i predstavlja sastavni deo, ukupne cene nabavke finansijskih sredstva.

Prema tome, ako osnovni kapital označimo sa OK, onda vrednost osnovnog kapitala i potrebnog prirasta, REM_{*i*}, koji bi se isplatio u određenom periodu *i*, trošak *r* kapitala treba da zadovolji sledeći odnos:

$$OK = \sum REM_i (1+r)^{-i}$$

Prema ovoj relaciji za svaku stopu *r* imamo različitu vrednost OK, sopstvenog kapitala. Isto tako, u zavisnosti od kretanja ovih odnosa, u relaciji imamo i različit interes za investiranje tj. ulaganje.

C. Procena vrednosti preduzeća u cilju odlučivanja o vrsti investiranja. Procena vrednosti preduzeća u cilju određivanja oblika investiranja, važna je isto koliko i sam izbor oblika investiranja. Veličina vrednosti jednog preduzeća ima potpuno isti efekat sa svedenom vrednošću, kao stopa rizika tokova likvidnosti izvedenih iz podataka tog preduzeća. Ova procena se ne razlikuje, prema tome, od aktualizovane tj. sadašnje neto vrednosti samog preduzeća. Procena vrednosti se obavlja najčešće putem

preračuna, metodom neto sadašnje vrednosti (NSV).

No, i pored stavljanja znaka jednakosti u pogledu načina procene vrednosti preduzeća i odluke o investiranju, podaci koje dobijamo metodom procene sadašnje neto vrednosti, imaju neke specifične razlike. Ove razlike se ogledaju u interpretaciji svih relevantnih elemenata koji se uključuju u analizu:

Prvo, pojedini analitički elementi su prilično složeni i raznovrsni. Razlog tome su različiti sastavni elementi, na primer oni dosledno prikazani elementi u aktivima i oni koji nisu prikazani u aktivima:

- Različitosť tumačenja zavisi od vrste proizvodnje i delatnosti kojom se bavi preduzeće.
- Takođe pitanje oblika vlasništva i načina upravljanja preduzećem utiču na nijansiranje rezultata analize.
- Svakako, na kraju najznačajniji element je sposobnost i orijentisanost preduzeća ka prihvatanju i uvođenju inovacija. Ova karakteristika u najvećoj meri utiče na porast vrednovanja jednog preduzeća.

Drugo, u vezi sa prethodnim razmatranjima, ipak postoji nedovoljna ili mala transparentnost elementa kategorije “tržišnog” faktora za kupovinu i prodaju preduzeća. Potencijalni kupci, u praksi nikad nisu u potpunosti unapred poznati, jer su uglavnom nedefinisani kao konkretni. Odnosno ne bi trebalo da budu poznati, ako želimo da imamo stvarno delovanje tržišnih zakonitosti.

Međutim u zemljama u tranziciji gde preovlađuje principi “sticanja prvobitne akumulacije” često dolazi do narušavanja ovog principa. Krajnji ishod ovakvog ponašanja je da novi vlasnik najčešće ne može da pokrene proizvodnju, bilo da je potcenio sopstvene upravljačke sposobnosti, bilo da nije imao pravu informaciju o stvarnom potencijalu kapitala.

Naravno, postoje razlike koje zavise od stepena razvijenosti tržišta. Kada postoji razvijeno tržište, veća je tačnost procene verovatnoće vrednosti koje bi potencijalni kupci bili spremni da plate. Obrnuto, ukoliko je tržište slabije razvijeno postoji veća mogućnost greške u proceni vrednosti koju bi potencijalni kupac platio. Razlog tome nalazi se u činjenici da nema dovoljno egzaktnih pokazatelja

Ne završava se u praksi na tome da se procenjena vrednost preduzeća koristi kao konačan pokazatelj za obavljanje transakcije. Najčešće na kraju ostaje i veoma česta mogućnost, direktnog pregovaranja potencijalnih kupaca i prodavaca. Tada pregovori daju konačan rezultat. Taj rezultat se postiže stvarnom, realnom spremnošću da se obavi kupoprodajna transakcija. U ovom slučaju određivanje vrednosti preduzeća je u zoni direktnih pregovora. Realnost nam pokazuje da se procenjena vrednost preduzeća, zasnovana na bilansnim podacima, dopunjuje sa elementima potencijalnih tržišnih pretpostavki. To nas vodi do sledećeg procesa i principa o pregovaranju o vrednosti preduzeća.

Procena preduzeća i pregovaranje. Postoji veoma raširen stav da je tržišna vrednost preduzeća jedna tačna, egzaktno merljiva kategorija. Međutim, savremene tendencije nas demantuju.

Danas već možemo da govorimo o novom obliku marketinga, a to je marketing pregovaranja u vezi sa kupoprodajnim transakcijama imovine preduzeća.

Ako bi samo tvrdili da je procena vrednosti preduzeća putem tržišnog mehanizma savršena, bili bismo daleko od istine. Takvo tvrđenje ne bi moglo da izdrži realnu proveru na osnovu egzaktnih pokazatelja, zato što sama tržišna cena ili vrednost preduzeća, ne može da se ostvari nekim nevidljivim oblikom, već sasvim konkretnim.

Da bi se postigla prava tržišna vrednost preduzeća, uvek se prvo polazi od njegove vrednosti iskazane bilansnim pozicijama. Na osnovu ovih pozicija ono se kotira na tržištu. Te vrednosti nam služe samo kao prvi polazni parametar. Da bi se došlo do formiranja prave tržišne vrednosti, moraju da se uključe određene dodatne aktivnosti. Uzete zajedno, polazna bilansna vrednost i dodatne korekcije, sve do konačnog zaključenja kupoprodaje, ne predstavljaju definitivnu vrednost. Za nas je konačna ili definitivna vrednost, ona koju postignemo u konkretnom zaključenom ugovoru.

Pogledajmo šta se u vezi sa ovim problemom događa:

- Prvo, prilikom procene vrednosti preduzeća, sam procenjivač uključuje određene tržišne parametre, tipa realnog vrednovanja pojedinih projekata koji utiču na vrednost preduzeća. U ovoj fazi to je samo približno realna vrednosna stavka koja tek treba da se

ostvari.

- Kao drugi, veoma bitan stav, uzima se mogućnost postizanja cene koju je odredio procenjivač. Prema nekim autorima, sama tvrdnja da je tržišna cena ekonomski objektivna, nije tačna. Određivanje tržišne cene uvek je, prema njima, čisto subjektivni stav u smislu postizanja željene vrednosti.

Znači, ostaje kao otvoreno pitanje, da li će da se prihvati procenjena vrednost kao prava, ili će da se ponudi veća ili manja vrednost od nje. Ovakav stav vodi nas direktno do sledeće bitne karakteristike procesa vrednovanja preduzeća.

- Sledeća faza bi bila pregovaranje.

Kada se dođe do ove faze, konačna cena vrednosti preduzeća sadržaće u sebi bitnu stavku elementa koji je rezultat pregovora. Strategija pregovaranja obično polazi od kritičkog pristupa samom metodu procene, primenjenom u konkretnom slučaju. On se obično zasniva na dve odrednice:

1. Prihvatljiv raspon vrednosti, polazni stav je najniži i najviši nivo vrednosti,
2. Procena elemenata koji su obuhvaćeni procenom vrednosti, prilikom izrade procene analize senzitivnosti.

To su najčešće bitne determinante koje pregovarači moraju da uzmu u obzir kada započinjju pregovore.

Prvobitna procena vrednosti preduzeća uvek služi samo kao polazna osnova za pregovore. Konačan ishod zavisi od pregovaračkih sposobnosti i ličnog ekonomskog interesa i proračuna koliko se gubi, a šta se dobija. Uz dobru strategiju i taktiku, ove determinante trebalo bi da dovedu do povoljnog i zadovoljavajućeg ishoda, kako za prodavca, tako i za kupca.

Procena preduzeća i kotacija. Na tržištu može da se obavi kotacija preduzeća koje zadovoljava određene kriterijume. Uloga finansijskog tržišta, pri proceni vrednosti sopstvenog akcijskog kapitala, bitna je zato što se preduzeće vrednuje prema relativno objektivnim pravilima. Prema nekim teoretičarima obično je kotacija mnogo preciznija i egzaktnija kada se vrednuje preduzeće koje se nije kotiralo na finansijskom tržištu. Jedna od uloga finansijskog tržišta je upravo da uspostavi objektivnu vrednost.

Zato često postoje zahtevi koje treba dodatno uneti. To su najčešće dodatni pokazatelji koji se odnose:

- na osnovne parametre, koji se prvenstveno odnose na stepen likvidnosti samog tržišta,
- parametri koji se značajno menjaju ukoliko je reč o preduzeću koje nudi neki potpuno nov proizvod.
- isto tako postoji razlika ako se preduzeće javlja kao nov učesnik na tržištu.

To su sada dodatni elementi koji se naknadno uključuju u vrednost pri likom kotacije preduzeća. Naravno, uvek postoje mogućnost da preduzeće ponudi neki nov elemenat, osim već prethodno navedenih. Ono to čini, ukoliko proceni da putem njih može da ostvari tržišnu prednost, a samim tim i rast vrednosti samog preduzeća.

9.3. METODI PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA U CILJU IZBORA VRSTE INVESTIRANJA

Savremena praksa poznaje nekoliko načina ili metoda procene vrednosti imovine preduzeća. Procena vrednosti preduzeća trebalo bi da predstavlja realnu vrednost koja se vrednuje u odnosu na sadašnje, realne tokove likvidnosti tog preduzeća. Ova procena se obično vrši putem novčanih tokova, pri čemu se novac uzima u najširem pojmovnom smislu (ili *cash flow*). Merenje rizičnosti ovih tokova, za sam proces procene vrednosti, predstavlja otežavajuću okolnost. Da bi se eliminisao ovaj rizik, neophodno je da procena tokova likvidnosti objektivno prikaže najmanje dva elementa. Projektovani novčani tokovi (ili *cash flow*) moraju obavezno da nam daju odgovor po pitanju dva nezavisna elementa. To su:

- projekcija proizvodnje,
- ostvarenje dobiti.

Drugim rečima, novčani tokovi treba objektivno da pokažu koji je to projekat od ponuđenih najbolji, kako po pitanju samog procesa proizvodnje, tako i visine dobiti. Znači da moramo da biramo, ne samo projekat koji će da nam odobaci najveću dividendu, jer je reč o prinosu na ulaganje u akcijski kapital, već i onaj koji će da nam omogući da ostvarimo najbolje proizvodne rezultate.

To dvojstvo mogli bismo da nazovemo usklađenim **proizvodno-profitnim** pokazateljima. U slučaju kad nas zanima samo odgovor na ovo pitanje, za ocenu

poslovanja preduzeća koristićemo i odgovarajući metod procene prema vrednosti prinosa.

Sledeći bitan element odnosi se na vrednost projekcije novčanih tokova kada se obavlja:

- ili delimična kupovina preduzeća,
- ili kupovina celog preduzeća.

Onda će se koristiti metoda procene vrednosti u skladu sa veličinom vlasništva nad imovinom.

U zavisnosti od potrebe, vrste i obima transakcije, koristi se različit pristup procene novčanih tokova. Svaki od ovih pristupa zahteva različite metode. Preduzetnici, da bi doneli odluku o svom preduzetničkom angažmanu, obično zahtevaju procenu kretanja novčanih tokova koji treba da im posluže da jasno sagledaju ukupan rezultat poslovanja.

U praksi postoje i drugačiji zahtevi. Jedna od njih odnosi se na špekulativni kapital. Kao što znamo, špekulativni kapital je prvenstveno zainteresovan za čistu zaradu. Prema tom zahtevu, mora da se odredi i primeni odgovarajući metod prilikom procene vrednosti preduzeća.

Može se desiti da su početni zahtevi po pitanju principa procene na osnovu postavljenih polaznih elemenata potpuno suprotni. Međutim, ipak je uobičajeno da se i tim slučajevima, koristi tehnika koja prikazuje sadašnje, realne likvidnosne tokove.

Ponekad, mogu da se uoče kao polazni zahtevi, oni koji se po pitanju sagledavanja procenjene vrednosti preduzeća najčešće međusobno isključuju. Međutim, nezavisno od toga, u međunarodnoj praksi često se javlja potreba, u realnim uslovima, da se kod istog preduzeća posmatraju oba principa. Na primer, kada u industriji neki deo preduzeća ima mogućnost da se kroz proces povećanih ulaganja uključi u novi tehnološki proces. Polazi se od stava da bi takva promena mogla da doprinese povećanju vrednosti i popravljaju tržišne pozicije preduzeća. Najčešće se u tim slučajevima koriste obe ove metode, metod neto sadašnje vrednosti i metod internog prinosa.

Pretpostavlja se da bi značajan deo naših domaćih preduzeća mogao da koristi ovaj kombinovan pristup. To je sasvim realna procena stanja, kada se ima u vidu da su dobrim delom preduzeća tehnološki zastarela. Koristeći mnogobrojna inostrana iskustva, vidimo da bi ulaganjem u deo preduzeća mogao da se omogući prosperitetan budući razvoj. Najčešći primeri tih ulaganja su putem uvođenja novih tehnologija.

9.3.1. Metod neto sadašnje vrednosti

- ◆ Prikaz bitnih elementa za oba metoda procene vrednosti preduzeća.

Podimo od slučaja da razmatramo vrednost preduzeća koje treba da sprovede promene: da proda tj. nađe kupca samo za jedan svoj organizacioni deo. Često je to slučaj kada preduzeće treba da prestane sa radom. Poslovni rezultati ne obezbeđuju dobitak. Tada se traži odgovarajuće ekonomsko rešenje. Ekonomskom analizom pokušava se simulacija rešenja prodaje, eventualno jednog dela, koji bi mogao da opstane na tržištu. Kupac koji želi da obavi tu vrstu transakcije zainteresovan je samo za taj, pojedinačni deo. Onda se posmatra procena vrednosti preduzeća za taj, pojedinačni deo.

Obično se u savremnim finansijama, za ove vrste transakcija koristi izraz “odvajanje”. Ovo “odvajanje”, u ekonomskom smislu, može da posluži kao neka vrsta zdrave rezerve za buduće poslovne aktivnosti. Preduzeća koje posluju u tržišno-razvijenim uslovima često koriste ovu akciju kao princip “ozdravljenja” kapitala. Za ovakvu vrstu pokazatelja, najprikladnije je korišćenje metoda procene sadašnje neto vrednosti imovine.

Bilans preduzeća sadrži podatke o strukturi imovine, sa evidencijom celokupne vrednosti aktive, koja se nalazi u posedu preduzeća. Činjenice i podaci iskazani kroz bilans moraju da odgovaraju tačno hronološki unetim podacima. Prethodno smo već ukazali na jedan od nedostataka metoda procene sadašnje vrednosti imovine. Videli smo da je to bilo pitanje statičnosti bilansnih podataka.

Kada se koristi ova metoda za procenu vrednosti, prvi korak predstavlja određivanje realne, odnosno korigovane bruto vrednosti aktive. Drugim rečima, ponovo se sagledava realnost bilansnih iskaza i vrši procena bruto aktive. Ako je u prethodnom procesu evidencije bilo prikriivanja ili izbegavanja unošenja pojedinih vrednosti, najčešće dugovanja, takve nedoumice moraju biti otklonjene. Korekcija, odnosno svođenje na realne podatke omogućava nam, da približno realno izračunamo neto korigovanu aktivu. Ona osim ostalih bitnih podataka sadrži i podatak o proceni vlasničkog udela vrednosti sopstvenog akcijskog kapitala. To su elementi koji određuju vrednost imovine, pa samim tim i ekonomski položaj ili moć samog preduzeća.

Određivanje vrednosti imovine preduzeća koja je u funkciji. Pod neto vrednošću preduzeća podrazumevamo iskazanu sadašnju likvidnu vrednost koja je nastala postepenim prenosom vrednosti različitih proizvodnih dobara. Ta vrednost čini imovinu ili vrednost tog društva. Veličina vrednosti te imovine određuje ekonomsku snagu odnosno ekonomsku moć preduzeća.

Kako se meri ekonomska moć preduzeća?

Jednostavno, tako što se procenjuje realna vrednost imovine preduzeća. U svim privrednim sistemima postoji potpuna otvorenost i dostupnost ovih podataka.

Mnogi analitičari rangiraju bogatstvo pojedinaca koje se zasniva na vlasništvu koje poseduje taj pojedinac, sadržano u različitim oblicima imovine. To su svi oblici vlasništva nad kapitalom, kao što su akcije, nekretnine i drugo.

Što se tiče našeg proučavanja procene kretanja ovih tokova, možemo da ih posmatramo sa nekoliko različitih aspekata u zavisnosti od svrhe potrebe za koju će da se koriste ti podaci.

Tržišni aspekt. Po pravilu, nas uvek interesuje tržišna vrednost preduzeća, tako da ćemo ovde govoriti o tržišnom aspektu. Tim povodom, odmah nam se postavlja problem tačnog prikaza imovine koja se nalazi u funkciji. Pitanje realne vrednosti imovine preduzeća sa ovog aspekta nije jednostavno utvrditi. Zbog čega? Zato što sastavni elementi ukupne bilansne aktive mogu da predstavljaju potpuno različite vrednosti, kao što su nekretnine, vozila i sl. Njihova vrednost prvo je evidentirana prema tadašnjoj, nabavnoj vrednosti. Vremenom ova vrednost se promenila, korigovala, prema propisanim stopama amortizacije. To je bila zakonska obaveza zaštite vrednosti kapitala, ali ni taj dobijeni, korigovani podatak o vrednosti imovine, najčešće ne odgovara realnoj, sadašnjoj tržišnoj vrednosti. Da bi smo dobili pravu vrednost tih dobara moramo da vršimo novu, realnu procenu njihove vrednosti. Tada posmatramo objektivno celovitost kretanja na svim tržištima, a naročito na sekundarnim tržištima tih dobara, drugim rečima, tržišta već korišćenih dobara.

Ovom prilikom pojam sekundarnog tržišta označava nam tržište gde se obavlja promet dobara koja nisu nova (novoprodukovana) nego su već bila u funkciji korišćenja, odnosno, tržište upotrebljivanih proizvoda. Veliki broj ovih proizvoda, kako pokretne imovine, tako i nepokretne ima i dalje svoju vrednost. Sadašnja, realna vrednost tih dobara ili imovine bitno se razlikuje od bilansno evidentirane. Postoji velika razlika koja nije uvek istosmerna, odnosno ne znači da je uvek manja od početne. Može da bude i veća.

Kako je naš zadatak da utvrdimo stvarnu vrednost imovine koja će da nam služi kao početni parametar za pregovore, onda za ovu aktivnost koristimo parametre sa sekundarnih tržišta. U toku ovakvog postupka, često se javljaju problemi u pogledu realnih cena. Tom prilikom, postojeće cene na tržištu uzimaju se u cilju preračuna, a one su jednake onim koje se kotiraju na tom sekundarnom tržištu.⁵⁶ Naravno da to opet ne predstavlja siguran pokazatelj. Ne mora da znači, da bi se to konkretno dobro zaista i prodalo po toj ceni.* Za ovu vrstu realne procene, cene dobara sa sekundarnih tržišta služe nam kao relevantni parametri na osnovu kojih smanjujemo ili povećavamo vrednost dobara iskazanih u bilansu. Na taj način, rešava se jedan veliki problem pri proceni. To je problem određivanja realne vrednosti imovine koja je već u funkciji. Stepen funkcionalne očuvanosti pokretne imovine, predstavlja bitan faktor kada je reč o stvarnoj vrednosti nekog dobra.

Kada je reč o nepokretnoj imovini, onda se posmatraju drugi parametri. No, u svakom slučaju nama je potrebna korigovana vrednost, što približnija stvarnoj, tržišnoj vrednosti. Ona koja bi predstavljala realan iskaz vrednosti imovine, što nam je inače i cilj. Ta vrednost isto tako pokazuje iznos likvidnih sredstava koji možemo da dobijemo na realnom tržištu, ako bismo je razmenjivali. To je vrednost po kojoj bi mogli da je unovčimo.

Kada se vrši korekcija cena sa sekundarnog tržišta, obično prilikom procene tokova realnih vrednosti, moraju biti uključeni i ostali troškovi koji bi nastali tom prilikom.

Korigovana vrednost mora da se sastoji iz zbira tržišne vrednosti imovine i svih dodatnih troškova koji bi pratili tu transakciju. To su na primer, troškovi poreza na ukupnu transakciju (u zavisnosti šta je predmet procene), zatim, eventualni troškovi transporta i svi slični troškovi, koji bi morali da se uključe kada se kupuje već korišćeno dobro.

U praksi, problem procene realne vrednosti imovine uglavnom se jako pojednostavljuje, primenom kretanje realne stope na tokove likvidnih dobara. Približno najbolji rezultati se postižu kada se koristi stvarna, realna stopa rizika kao mera svođenja iskazanih, bilansnih podataka o imovini.

⁵⁶ G.A.Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 1970, 84:488-500.

* Moramo ipak da priznamo da je ta cena na sekundarnom tržištu po kojoj se prodaju korišćena dobra, a predstavljaju stvarnu ponudu, ipak realniji parametar nego bilansni podatak.

Realna stopa rizika je uvek najbolji pokazatelj svih odstupanja evidentiranih u bilansu, u odnosu na realno tržište.

Određivanje korigovane bruto aktive. Bilansna evidencija hronološki prati sve poslovne aktivnosti, ali kao što smo videli, u slučaju potrebe realnog vrednovanja imovine preduzeća, ta evidencija mora da pretrpi određene korekcije. Korekcije se sastoje u detaljnoj proveru i usklađivanju vrednosnih stavki ukupne aktive. Taj proces nije teško sprovesti, a dobijeni rezultati su takođe iskaz za tačno određen period. Osnovni razlog tome je što je samo tržište podložno promenama. Novokorigovana vrednost može da se koristi do nekog vremenskog perioda, kao pokazatelj realne procene. Nakon toga, ako ne dođe do željene realizacije podaci će opet morati da pretrpe izmene u cilju njihove verodostojnosti.

Da bi se dobila približno realna vrednost bruto aktive, kao što smo prethodno videli, prvo treba uskladiti knjigovodstvenu vrednost imovine sa realnim tokovima. Tako dobijena, korigovana bruto vrednost aktive posmatra se kao zbir različitih vrednosti elemenata, koji su zadržani po istoj vrednosti.

Osim ovih vrednosti, nakon provere, mogu da se uključe i dodatni bitni elementi. To su delovi aktive koja nije uključena, zatim često postoji i deo aktive koji nije u realnom iznosu. Od ovih elemenata za nas su bitni još i realni iznosi finansijske i tekuće aktive.

Kod svih ovih elemenata prvo se procenjuje njihova realna vrednost, a ona nam služi da proverimo realnu bruto vrednost aktive. Sledeći korak je da se te prihvaćene, objektivno procenjene vrednosti, uvrste u ukupno stanje bruto vrednosti aktive.

Procena aktiva koja nije bila uključena u bilans aktive. Najčešći oblici koji nisu uključeni u bilansne podatke su patenti i robne i trgovačke marke. Ove vrednosti nisu uključene iz objektivnih razloga, jer ne predstavljaju konkretan fizički oblik imovine. Njihova moguća vrednost mora da se utvrdi posebnim postupkom.

Ove kategorije ne podležu uobičajenim kratkoročnim transakcijama. Njihova vrednost ne može da se odredi direktnim tržišnim metodama. Ovde je najčešće reč o vrednostima koje sadrže mogućnost da se do nekih vrednosti dođe, tako što će se prodati ili neka tehnička veština, *know-how* ili komercijalna vrednost robne marke. Realna procena ovih kategorija je pre svega u domenu teorijskih razmatranja.

Njihova ekonomska ili realna vrednost je posebno složeno pitanje u velikom broju slučajeva. Ova vrsta aktive koja nije bila uključena, mora posebno pažljivo

da bude procenjena, po stopi prinosa koju bi mogla da ostvari. Reč je znači o hipotetičkom određivanju vrednosti. Kod ove procene nemamo skup dobara koji već postoje na nekom tržištu, već je reč o sadržanom znanju u patentima, licencama i robnim markama. Ta dobra sadrže samo pretpostavku da poseduju sposobnosti koja na tržištu mogu da ostvare prihod.

Međutim kada se govori o delu potencijalne aktive koja nije uključena u ukupnu aktivu, onda se posmatraju dve grupe promena:

- (a) vrednosti koje nastaju po osnovu korekcije, svodenja na sadašnju realnu aktivu ,
- (b) vrednosti koje naknadno uključujemo po osnovu procenjenog prinosa patenata, licenci i sl.

Elementi koji se uključuju, označeni pod tačkom (b), su veoma delikatni, jer najveći broj preduzeća nema podatke o njihovoj pravoj tržišnoj vrednosti. U pojedinim slučajevima to mogu da budu konkretne vrednosti, kao što je licenca za neku robnu marku ili kada je određen vremenski period za korišćenje neke robne ili hotelijerske marke.

Prema mišljenju velikog broju autora, kod procene ove vrste aktive koja nije bila uključena u bilansnu aktivu, postoji veći rizik da se pogreši. Uvek je prisutna mogućnost subjektivne procene npr. nekog patenta koji nije u eksploataciji. Procena može prilično da zavisi od ličnog stava i preferencija prema tom pitanju.

Određivanje stepena elastičnosti tražnje, strukture proizvodnih troškova, pozicioniranje na tržištu u okviru sektora ili grane, ponašanje potrošača i slično, predstavljaju velike nepoznanice. Sve ove elemente potrebno je uključiti, da bi se dobila realna vrednost korišćenja tog patenta. Ta realnost određivanja njegove vrednosti, direktno utiče na vrednost samog preduzeća. U našoj realnoj, praktičnoj primeni još uvek nije dovoljno vrednovan doprinos ovih kategorija.

Procenjivaču je potrebna baza podataka dobrog kvaliteta, da bi približno mogao da odredi realnu stopu, po kojoj se vrši korekcija bilansnih pozicija. Prilikom procene izuzetno je važno, da se odredi “životni vek” ovih kategorija aktive.

Postojeća aktiva. U prethodnom izlaganju dat je prikaz načina korekcije elemenata aktive koji mogu da doprinesu povećanju vrednosti aktive. Takođe smo videli da primena metoda neto sadašnje vrednosti, koriguje imovinu na realnu sadašnju vrednost. Korigovanje imovine obavlja se nad pokretnom i nepokretnom imovinom.

Za ovu metodu neophodno je da se proceni da li postoje još neki elementi imov-

ine koji bi mogli da se procenom povećaju ili smanje, odnosno da se približe realnoj tržišnoj vrednosti. Ukoliko se utvrdi da postoje takvi elementi imovine, mora da se pristupi i njihovoj korekciji. Praksa pokazuje da osim elemenata imovine koji su uključeni u vrednost preduzeća, a koji podležu ustaljenoj metodi korekcije, svođenja na sadašnju, realnu vrednost postoje i elementi koji, takođe, mogu da doprinesu povećanju ukupne vrednosti aktive.

Po tom pitanju treba obratiti posebnu pažnju na određene kategorije nekretnina. Dobro bi bilo da se proceni i zemljište naročito prazna, neiskorišćena zemljišta. Značajna su zemljišta koja su u vlasništvu, a pogodna su za neku vrstu izgradnje. Ukoliko njihova knjigovodstvena vrednost nije tržišno usklađena, obično vrednost nije velika, nju takođe treba dovesti na nivo realne vrednosti.

U praksi, često imamo primer da vrednost ovakve vrste zemljišta može da varira, naročito ako je u gradskoj oblasti na povoljnoj lokaciji. Varijacije te vrednosti imaju veliki uticaj na ukupnu vrednost imovine preduzeća. Obično, cena zemljišta na takvoj lokaciji zavisi od nekoliko faktora. Po pravilu sreću se sa dva značajna faktora, ako je reč o gradskoj zoni. To su:

- zona koja se nalazi tek u razvoju,
- zona koja je na visokoj ceni u nekoj urbanoj sredini.

Procena vrednosti⁵⁷ obično se zasniva na poređenju vrednosti zemljišta sličnih karakteristika, na sličnim lokacijama. Tu mora da se pravi razlika sa dva aspekta:

- 1) procena vrednosti zemljišta koje bi kao takvo, moglo da se proda po nekoj višoj vrednosti od knjigovodstvene,
- 2) procena vrednosti ako bi se gradio neki objekat.

U *prvom* slučaju vršimo procenu samo po pitanju vrednosti, a u *drugom* na osnovu tokova kretanja fondova i prinosa od buduće investicije. Ovde već imamo dve kvalitativno različite tehnike:

- prva, gde samo putem poređenja zemljišta sa sličnim zemljištima dovodimo na realnu vrednost, i
- druga složenija tehnika, uključivanje tokova prinosa od budućeg objekta.

⁵⁷ Po pitanju procene kategorije zemljišta za određivanje njegove prave cene, uvek je najbolje da se obave konsultacije sa urbanističkim centrom nadležnim za tu lokaciju. Tako će se, kao prvo, rešiti dilema po pitanju urbanističkog plana, a kao drugo, saznati konkretni elementi kolika bi bila odgovarajuća procenjena vrednost.

Uticao subjektivne procene je visok. Mi još uvek ne znamo tačnu cenu koju bi bila postignuta. Samo pretpostavljamo i tom prilikom procenjivač se trudi da bude objektivan. Obično prikuplja lepezu podataka, koji će u najvećoj mogućoj meri da eliminišu neodređenost.

U ovom slučaju objekat predstavlja i novi, pretpostavljeni izvor prihoda. Na primer to može da bude objekat koji ćemo dati u zakup. Ovde već imamo jedan složeniji oblik svođenja vrednosti na sadašnju vrednost, pošto moramo da uključimo mnogo nepoznatih, pretpostavljenih elemenata. Od tačnosti neodređenih elemenata zavisice nam i stepen procene povraćaja uložjenih sredstava. Ono što je rečeno za određivanje vrednosti nekretnina, o odnosu objektivnosti tržišta, odgovara takođe i ovom slučaju.

Videli smo da za našu realnu vrednost, moramo dobro da sagledamo sve iskazane bilansne elemente i takođe da odredimo buduće kretanje prinosa od svih mogućih oblika imovine. To što je trenutno reč samo o zemljištu, ne znači da će se u budućnosti, samo na tome i ostati. Zato je važno da procenjivač bude potpuno objektivan i kreativan u ovoj aktivnosti.

Finansijska aktiva. Pod finansijskom aktivom podrazumevamo plasirana sredstva na kratak i dug rok. Dugoročni plasmani evidentiraju se kao kapitalne investicije sa rokom dospeća dužim od jedne godine.

U ovom slučaju govorimo o dugoročnim hartijama od vrednosti. Uvek nam je poznata tržišna vrednost tih hartija od vrednosti, obzirom da se dugoročne hartije kotiraju na finansijskom tržištu. Potrebno je da uzmemo u obzir njihovu vrednost do vremenskog termina koji je predmet naše procene. Tu uglavnom nema velikih nepoznanica. Njihov kurs je poznat.

Što se tiče plasmana finansijske aktive odnosno hartija od vrednosti na kratak rok, potrebno je da ih grupišemo prema različitim rokovima dospeća.

Takođe i u ovom slučaju imamo date tržišne vrednosti. Naravno, ovde može da nam predstavlja teškoću, ako želimo da ih prodamo pre roka dospeća, da pređemo iz jednog oblika imovine u drugi. Reč je najčešće o potrebi za likvidnim sredstvima. Tada moramo da vodimo računa o onoj vrednosti koja ostaje kao tekuća aktiva.

Vrednovanje finansijske aktive relativno je objektivno i realno. Ono što može da se postavi kao veći posao jeste vrednovanje vlasničkih hartija od vrednosti kojima je osnovano jedno preduzeće. Trgovanje ovim vrednosnim hartijama zavisi od regulative samih pravnih akata o osnivanju preduzeća. Ponekad vlasnici, strogo formalno, regulišu njihov promet na tržištu. Na taj način ograničava se brza prometna cirkulacija radi sprovođenja željene kontrole od strane vlasnika. To je najvažniji razlog što realnoj proceni njihove vrednosti mora pažljivo da se priđe. Da bi se valjano uradio posao, mora prvo pravilno da se proceni imovina preduzeća. Potom, u drugom koraku, uzima se u obzir vrednost kotacije na tržištu. Ona će obično da varira, ali u konačnom ishodu, kretaće se zavisno oko ove prve bilansne veličine.

Tekuća aktiva ili imovina. Pod tekućom aktivom u finansijama podrazumevaju se zalihe, potraživanja po osnovu hartija od vrednosti, potraživanja od kupaca i gotovina.

Kada je reč o zalihama, onda se pravi razlika između zaliha gotovih proizvoda i zaliha nedovršene proizvodnje. Zalihe gotovih proizvoda procenjuju se po tržišnoj ceni vrednosti. Tako procenjena vrednost evidentira se i uključuje u bilans.

Ukoliko je reč o zalihama nedovršene proizvodnje, onda mora da se pravi procena vrednosti prema stepenu dovršenosti proizvoda. Tom prilikom je dobro da se uradi procena stvarnih troškova. Ova procena bi morala da sadrži dva bitna elementa:

- ukupno uložene troškove nabavki, koji su neophodni da bi proizvodi bili proizvedeni,
- cenu po kojima je moguće izvršiti plasman.

Sve ove vrednosti su promenljive i kao takve sklone su brzim fluktuacijama. Takođe, kod vrednosti tekuće aktive moraju posebno da se analitički obrade potraživanja od kupaca. Ukoliko je potrebno mora da se ponovo izvrši realno usaglašavanje sa stvarnim mogućnostima naplate potraživanja od kupaca.

Veoma je čest slučaj, da se u bilansu vode potraživanja koja su praktično nenaplativa. Mnoga od tih potraživanja nisu ni potvrđena u tim iznosima od strane kupaca. Ova situacija privida bilansne ravnoteže naročito je bila prisutna u privredi Srbije.

Ona u suštini stvara veštačku bilansnu ravnotežu, odnosno “lažnu” sliku realne imovine. Zato se mora izvršiti korekcija ovih potraživanja. Sledstveno tome, vrši se korekcija bilansa na stvarno, realno stanje.

Ukupna suma svih korekcija, predstavlja novu korigovanu bruto vrednost aktive preduzeća i kao takva predstavlja osnov za korekciju neto aktive.

Određivanje korekcije neto aktive. Neto korigovana aktiva najjednostavnije se definiše kao razlika između korigovane bruto aktive i isto tako korigovanih dugova (ili obaveza) nekog preduzeća. To je upravo ona vrednost koja ostaje kao razlika dugovanja (ili obaveze) i kao takva zahteva posebnu pažnju.

Dobro je da se poslovne obaveze uzimaju zajedno, kao zbir svih pozajmica i dugovanja. To su pretežno iskazane obaveze prema finansijskim institucijama. One najčešće ne predstavljaju poseban problem za realno iskazivanje bilansnih podataka. Finansijske institucije kao specijalizovane institucije, po pravilu uvek imaju ažurno obrađene realne podatke. Sami finansijski propisi i regulativa ih na to obavezuje.

Kod obaveza prema finansijskim institucijama najvažnije je da se vodi računa, kod realne procene ovih podataka, o roku dospelosti obaveza. Ukoliko nisu u roku vraćena, onda moramo da obračunamo zateznu kamatu i uključimo ih u bilans, bez obzira što još uvek nismo dobili zvaničan bankarski ili finansijski obračun. Ovu stavku korigujemo radi realnog stanja neto aktive. To nije teško da se uradi, zato što svaki ugovor sadrži i obavezujući stav, da se na neblagovremeno vraćen iznos, obračuna zatezna kamata.

Sledeće što mora posebno da se koriguje jesu *provizije* i *naknade*. U kategoriji obaveza posebno mora da se obradi stanje provizija i naknada. Ovom prilikom potrebno je da pravimo razliku između provizije i naknade iskazane u pasivi i ove korekcije.

Kada je reč o korekciji aktive, posebno vodimo računa o tome da je ona deo ukupne strukture finansijske aktive. Obzirom da pokrće rizika još nije uključeno u cenu (kroz pasivu), potrebno je da korigujemo ovakvu vrstu vrednosti. Ovde vršimo korekciju u smislu latentnih ili mogućih troškova, zbog rizika koji bi se javio kao rezultat svih izvršenih korekcija.

Sledeća važna stavka korekcije neto aktive je vremenska dospelost pojedinih stavki u bilansu. Bilans je najčešće jedan statički pokazatelj. Kada je reč o nekim finansijskim obavezama, na primer o lizing kreditu, dugoročnom finansijskom aranžmanu, onda moramo realno proceniti da li postoji mogućnost eventualnog kašnjenja plaćanja. Ako procenjujemo da postoji takva mogućnost, onda moramo predvideti potrebu za angažovanjem dodatnih sredstava za izmirenje tih obaveza o roku dospelosti.

Isto tako, postoji i potreba za procenom korekcije nekih fiskalnih obaveza. Ukoliko je reč o ustaljenim fiskalnim obavezama, onda znamo unapred visinu stope i vrednosti. Međutim, kada korigujemo neke elemente bilansa u smeru povećanja te imovine, onda moramo korigovati i fiskalne obaveze po tom osnovu.

Naša težnja je da kroz ponovnu procenu svih bilansnih kategorija uspostavimo novu ravnotežu, vodeći računa da se svi korigovani elementi moraju uvećati sa svim pripadajućim stopama. Ukoliko je naša namera da prodamo preduzeće, moramo i pri toj projekciji, uključiti visinu svih poreza, da bi vlasnici akcijskog kapitala znali šta je to neto vrednost koja im ostaje na raspolaganju.

To bi praktično i bila naša namera, da dođemo do tih kvantitativnih veličina nakon složene operacije korekcije neto aktive bilansa. Realnost ove korekcije uvek zavisi od stručnih sposobnosti i iskustva procenitelja. To znači da moramo uvek da vodimo računa ko je sačinio procenu korekcije, ili koga ćemo angažovati za tu vrstu odgovornog posla.

9.3.2. Određivanje prinosa vrednosti

Tokom životnog veka jednog preduzeća, javlja se potreba da ono iskoristi sva svoja poslovna sredstva i na taj način poveća ukupnu imovinu. Dobro poslovanje podrazumeva da se čuva stečena imovina koja može biti u funkciji, ali isto tako da se stiče i nova.

Pri donošenju odluke o ulaganju prvo se razmatraju rezultati različitih analitičkih pristupa o veličini dobiti ponuđenih projekata. Najčešće, na opredeljenje za prihvatanje odluke, prvenstveno utiče veličina stope dobiti samog projekta.

Ovde ćemo ukratko prikazati nekoliko pristupa za procenu vrednosti prinosa.

Ova dva mogu, pod određenim okolnostima, imati iste vrednosti:

- sadašnjom ili realnom vrednošću *cash flow*-a,
- sadašnjom ili realnom vrednošću dobiti (zarade).

Određivanje vrednosti prinosa sopstvenog kapitala pomoću sadašnje vrednosti *cash flow*-a.

Poznavajući *cash flow* koji je predviđen, u periodu izrade studije projekta i sadašnje stope, omogućeno nam je da možemo da izračunati vrednost prinosa preduzeća.

Predviđanje novčanih tokova. Preračunavanje neto sadašnje vrednosti nastaje na osnovu želje da se iskažu likvidni tokovi koji će da omoguće najbolje korišćenje neto IS. To je agregat koji iskazuje vrednost prinosa na sopstveni akcijski kapital. Svakako, period trajanja studije proračuna treba da bude duži nego što je period našeg posmatranja, da bismo odredili ovu veličinu. On treba da pokaže da li je iznos novih investicija isplativ. Krajnji rezultat koji nas zadovoljava treba da bude povećanje samog sopstvenog kapitala, uz povećanje dobiti preduzeća. Sledstveno tome dolazi i do povećanja dividende na akcijski kapital. Ovaj agregat se takođe koristi da se odredi vrednost prinosa preduzeća putem sadašnje vrednosti *cash flow*-a.

Kao polazna osnova uvek nam služi preduzeće koje je osnovano kao akcionarsko društvo. Osnivački kapital u tom primeru je akcionarski i vlasnici su prvenstveno zainteresovani da uvećaju sopstvenu ličnu imovinu. Da bi doneli odluku o načinu uvećanja potrebno je da se urade određenja predviđanja.

Jedno od takvih je svođenje vrednosti *cash flow*-a na realnu ili sadašnju vrednost. U tom slučaju imamo sledeći tok :

Troškovi finansiranja – nove investicije

(+ ako je povećanje vrednosti, veći je porez)

Da bismo odredili ovu vrednost potrebno je da unesemo kvantitativne vrednosti koje smo odredili u ovim iskazima u investicionom planu (gde smo dali konkretne podatke o konkretnoj investiciji). Za razmatranje elementa investicionog plana imaćemo sve podatke: pretpostavljenu dobit, tokove likvidnosti, ukupnu rentabilnost. Na osnovu tih elementa, moći će da se donese odluka o strategiji razvoja preduzeća u okviru konkurentskih uslova.

Vremenski period istraživanja je bitan za izbor pretpostavki procenjivača. U nedostaku, kao čest slučaj se javlja pretpostavka beskonačnog trajanja preduzeća. Naravno ovakva opcija nije nemoguća, ali za nas je bitno da odredimo rok u kome posmatramo fondove. Određujemo da li je reč približno o 20 ili 25 godina. To je prilično dug vremenski period u kome bi mogla da se promeni vrednost preduzeća.

Možemo takođe da odredimo etape u kraćim, petogodišnjim periodima, ali sa odgovarajućim predviđanjem trajanja akcionarskog društva. Sledeća varijanta bi bila određivanje jednog perioda na primer od 5 do 7 godina, kada bi se obavio razvoj i period koji bi nakon toga omogućio servisiranje svih obaveza uz ostvarenje dobiti.

Novčani tokovi treba da se svedu na sadašnju vrednost, po stopi koja proporcionalno odgovara njegovom riziku. Određivanje samog rizika je delikatan posao. Da bismo odabrali stopu po kojoj će se korekcija obračunavati, moramo uzeti podatke iz investicionog programa.

Najbolji način je da posmatramo uslove rada na berzi. Osnovni razlog je to, što na berzi postoje osnovni podaci o rizicima. Tako da pri samoj kotaciji preduzeća na berzi možemo već da vidimo šta se u toj sferi događa, da li su naša očekivanja realna ili ne. Sagledavanjem stope rizika na tržištu i sprovođenjem analize, može da se donese odluka o nekim aktivnostima po pitanju poboljšanja ili održavanja postojeće pozicije. Iz tog razloga pratimo rentabilnost preduzeća prema tržišnim pokazateljima, u tačno određenom vremenskom periodu, kao što su efikasnost tržišta i procenom odnosa po kojoj se kotira društvo, i onog procenjenog.

Poređenjem naših rezultata, koje smo dobili prilikom korekcije bilansnih podataka i tržišnih pokazatelja možemo da posmatramo kretanje odnosa. Oni će da nam ukažu da li treba, a ako treba u kom pravcu, da vršimo izmene naših bilansnih podataka. Za nas je bitno da pratimo kretanje dve vrste pokazatelja. To su rezultati koji se odnose na pokazatelj operacionalizovanog rizika, koji smo dobili nakon izrade procenjene vrednosti preduzeća u našoj grani. Drugi je naš sopstveni pokazatelj, koji zavisi od same strukture finansiranja našeg preduzeća.

Šta može da se zaključi poređenjem podataka našeg preduzeća i onih sa tržišta? Veoma je čest slučaj da podaci po pitanju pokazatelja sa podacima sa privrednim sektorom mogu da budu uporedivi, dok sa podacima o našoj sopstvenoj strukturi finansiranja to nije slučaj.

Kada posmatramo odnos stope našeg operacionalizovanog rizika i sektorskog, na tržištu možemo da izvučemo korist u smislu naše pozicije na tržištu. To pre svega zavisi od vrste delatnosti koja je u pitanju. Pitanje je da li je reč o proizvodnji materijalnih proizvoda, delatnosti trgovine ili na primer čisto finansijskih usluga i proizvoda. Pokazatelj nam ukazuje kakva je naša rentabilnost u odnosu na konkurenciju. Samim tim, to je značajan orijentir za vođenje naše poslovne aktivnosti.

Međutim, kada posmatramo pokazatelj gde je iskazan odnos između našeg i tržišnog stepena rizika, problem je drugačije prirode. Finansijska struktura

našeg preduzeća je specifična, odnosno jedinstvena. Nema nikakve sličnosti u pogledu strukturnih odnosa finansijskih elemenata. Kod ovog pokazatelja moramo dobro da proučimo stvarni uticaj naše operacionalizovane stope rizika i finansijskog rizika kod svake pojedinačne bilansne kategorije. Značajno je da pojedinačno analiziramo rizik i sagledamo ga, bilo da je u pitanju vrednost akcija, obveznica ili nešto drugo. Procenitelj mora da se, do krajnjih detalja, bavi svakim od ovih elemenata. Mora da se proceni stepen sposobnosti preduzeća u odnosu na svaki pojedinačni rizik. Ukoliko se oceni da rizici finansijske aktive ne mogu da održe rentabilnost preduzeća koja je ista ili bolja od tržišne, onda moramo da vršimo korekciju.

Vrednost prinosa. Vrednost prinosa ili povraćaj vrednosti određujemo putem sadašnje vrednosti procenjenog *cash flow*-a. Kod ove kvantifikacije vrednosti posebno se obraća pažnja na kretanja vrednosti kapitala i poslovnih rezultata prilikom uzimanja sledećih elemenata:

1. Kod određivanja *cash flow*-a putem realne stope prinosa treba da imamo na umu da je krajnji rezultat prilično neodređen. Možemo reći da je neizvestan i da mora biti podložan preispitivanju. Naročito ako imamo u vidu da se ova neizvesnost odražava na procenjenu vrednost prinosa akcijskog kapitala.

Koristeći taj podatak o vrednosti kapitala za dalji tok postupka, utičemo na tok vrednosti koji obrađujemo. Prema tome, dobro je da napravimo više proba, sa različitim stopama svođenja na sadašnju vrednost i da uzimajući u obzir sve ostale potrebne okolnosti, odredimo jednu najprikladniju preciznu stopu za obračun sa realnom stopom.

2. Pitanje pregovaranja i dogovaranja je značajan faktor. Ukoliko su dogovoreni uslovi drugačiji od naših, procenjenih, onda moramo metodom vraćanja na te elemente izvesti novu vrednost.

Novi vlasnik će možda želeti na primer da proširi tržište. Ako bi to bio slučaj, takva odluka zahteva veća sredstva i veći *cash flow*. Slično postupamo i sa drugim primerima. Za sve te slučajeve potrebno je uraditi odgovarajuće procene sa drugim iznosima *cash flow*-a. Aktivnosti koje preduzima prodavac, da bi popravio svoju poziciju tj. da bi ostvario veću prodajnu cenu i aktivnosti koje preduzima kupac, da bi ispitao veći broj mogućnosti za nastavak efikasnog rada posle kupovine, na tržištu tih proizvoda odražava se veoma povoljno na poslovnu aktivnost. Za takva dejstva u stručnoj literaturi i praksi kaže se dejstvo sinergetskog efekta.

PROVERA ZNANJA

1. Objasnite pojam finansiranja.
2. Ko donosi odluku o finansiranju?
3. Kako se donosi odluka o finansiranju?
4. Kako se sprovodi odluka o finansiranju?
5. Kada se sprovodi finansiranje putem emisije akcija?
6. Koje su vrste analize potrebne pre emisije akcija?
7. Objasnite metod procene preduzeća i kotaciju.
8. Koji se metodi koriste za procenu vrednosti preduzeća u cilju izbora vrste investiranja?
9. Objasnite osnovne principe određivanja vrednosti preduzeća.

BIBLIOGRAFIJA

- I. M. Stanišić, Lj. Stanojević, *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2005.
- II. Z. Bodie, R. Merton, *Finance*, Prentice Hall Inc. 2000.
- III. G. Cobbaut, *Théorie financière*, Economica, 4^e éd., Paris, 1997.
- IV. R. Goffin, *Principes de Finance Moderne*, 3^e éd., Economica, Paris, 2001.
- V. M. Albouy, *Décisions financières et création de valeur*, Economica, Paris, 2000.

STRUKTURA FINANSIRANJA PREDUZEĆA

Cilj izlaganja

- Definisane različite oblike finansiranja
- Objašnjenje značaja finansiranja putem emisije akcija
- Objašnjenje pribavljanja sredstava putem akcijskog kapitala

Plan izlaganja

- 10.1. Struktura finansiranja i efikasnost
- 10.2. Samofinansiranje preduzeća akcijskim kapitalom
- 10.3. Finansiranje emisijom akcija
- 10.4. Povećanje akcionarskog kapitala uvođenjem na berzu

DODATAK D: Modeli za praktičnu primenu procene vrednosti

- D 1. Model stalne, neprekidne, kontinualne rente
- D 2. Model *Gordon Shapiro*
- D 3. Model *Bates*
- D 4. Pojam *goodwill* i *badwill*

Rezime

Sa razvojem sopstvene aktivnosti, preduzeće se ubrzo susreće sa potrebom rasta i razvoja sopstvenog akcijskog kapitala. Usled ove unutrašnje potrebe, preduzeće mora da pronađe stalne izvore finansiranja za novčane tokove i nove investicije. Takođe, postoje eksterne potrebe, na primer manjinskih akcionara, koji često ne prihvataju zaduživanje i narušavanje odnosa (racija) finansijske strukture. Finansijska politika preduzeća mora da uskladi unutrašnje i eksterne ciljeve, ali uvek uz realizaciju rasta kapitala. To je složen

posao i zahteva veoma pažljiv pristup.

Posmatrano sa gledišta teoretsko - praktičnog modela, rast kapitala može da se ostvari kroz dva različita oblika:

- Putem samofinansiranja, kada se preduzeća finansira iz sopstvenih izvora, akcionari se odriču prisvajanja dela dobiti, vraćajući je u novčane tokove preduzeća, ili preduzeće sopstvene zalihe na rasprodajama prodaje po sniženim cenama.
- Drugi način je da akcionari povećaju novčane tokove, ulaganjem dodatnog kapitala. Ovde je opet reč o sopstvenim sredstvima akcionara, inače vlasnika preduzeća.

Pojasnićemo način funkcionisanja ovih modela koji su najrasprostranjeniji u tržišnim privredama.

KLJUČNE REČI: struktura finansiranja • raspodela dobiti • samofinansiranje • akcionarski kapital i berza • emisija akcija

10.1. STRUKTURA FINANSIRANJA I EFIKASNOST

Struktura finansiranja preduzeća će, najverovatnije, biti određena prema stopi njegove produktivnosti i efikasnosti. Na izbor strukture finansiranja uticaće svakako “suprostatavljeni” interesi između kadrova upravljača preduzeća, i njihovih vlasnika, akcionara. Prema tome postaviće se pitanje raspodele dobitka. Pretpostavlja se, da su upravljači zainteresovani za dobar poslovni rezultat, koji će biti u funkciji ostvarenja budućih rezultata preduzeća. Za razliku od osnivača upravljački, menadžerski, sloj biće zainteresovan da se dobit raspodeli prvo za zaradu, a tek potom za dalja ulaganja. Znamo da svako ulaganje nosi sa sobom određeni rizik. Iz tog razloga njihova averzija prema riziku biće mnogo jača nego kod samih akcionara.⁵⁸

Akcionari, po pravilu, neće želeti da eliminišu ovu tendenciju (averziju prema riziku), zato što će se uvek konsultovati i informisati o različitim investicionim projektima koji se nude preduzeću.

Ovo će biti izuzetno značajno, u slučaju kada su prisiljeni da se opredele za finansiranje projekata radi porasta kapitala. Zbog toga treba težiti samofinansiranju kao najjednostavnijem obliku, sa izvesnijim krajnjim efektom.

⁵⁸ Ako bi došlo do izbora rizične investicije, u slučaju gubitka to bi značilo ponovno uspostavljanje novog nivoa zarade prema kojoj se menadžeri prvenstveno rukovode, isto kao što je zarada profita vodilja akcionara.

Ako akcionari i upravljači zajedno odluče da se raspodeli dividenda, tako što će jedan deo da se koristi kao ulaganje u povećanje kapitala, a drugi deo za zarađivanje menadžera, onda mora da se vodi računa o svim troškovima koji tom prilikom nastaju. To bi značilo da se prihvata princip sopstvenog finansiranja, bez uzimanja zajma iz nekih drugih izvora. Drugim rečima, akcionari mogu da se opredele da se preduzeće ne zadužuje, nego da se deo dobiti, sa ostalim fondovima, koristi kao izvor budućih finansiranja. Na taj način preduzeće eliminiše jedan deo svojih troškova, ne plaćajući kamatu na pozajmljeni kapital. U okviru sektora, uvek se pojavljuje razlika između zaduženih preduzeća i onih drugih koji koriste sopstvena sredstva.

Struktura finansiranja pojavljuje se kao garant efikasnosti preduzeća:

- Preduzeće koje se zadužuje, a naročito ako nastavi sa tom tendencijom, ostvariće malo rentabilnih programa investiranja (povećaće ukupne troškove),
- Upravljanje u preduzeću kada se jako zadužuje sprovodi se više u skladu sa kamatom, nego sa interesom akcionara.
- Izbor strukture finansiranja takođe zavisi i od fiskalnog faktora.

Prema tome, u razvijenim tržišnim ekonomijama možemo da posmatramo dejstvo fiskalne politike na raspodelu dividende i međusobni uticaj na strukturu finansiranja. Ako preduzeće ne plaća porez na povećanje vrednosti, sledi zaključak da mu raste stopa zaduživanja. Obrnuto, u slučaju kada preduzeće plaća poreze, finansiranje putem zaduživanja dozvoljava preduzeću da poveća svoju vrednost (od jednog istog iznosa aktualizovanog prema fiskalnoj politici preko zaduživanja) i da smanji svoj trošak kapitala.

U ova dva slučaja (sa i bez poreza), rizik nenaplativosti raste sa stopom zaduživanja. Preduzeće koje ne plaća poreze nema interes da se zaduži u značajnom iznosu, zato što se njegova vrednost ne povećava kad njegov rizik poslovanja raste.

Prilikom razmatranja za donošenje odluku o zaduživanju uzeće se:

- Kao prvi kriterijum izbor strukture finansiranja, fiskalne prirode.
- Drugi kriterijum je izbor prihvatljivog nivoa rizika od strane preduzeća.

Stanje zaduženosti će se modifikovati prema nivou većeg rizika. Svakako, efekat poluge (eng. leverage) ne utiče pozitivno na stopu rentabilnosti osnovnog vlasničkog kapitala, koji se predstavlja kao odstupanje stope ekonomske rentabilnosti i stope troška duga koji je pozitivan.

Dalje, struktura zaduženosti finansiranja utiče na senzibilnost konjunkturalne stope rentabilnosti akcija vlasnika. Oni neće želeći da se zadužuje prekomerno, da bi preduzeće moglo da održava svoju aktivnost u relativno stabilnom stanju.

Konačno, ukoliko preduzeće nema dovoljno sopstvenih izvora smanjenje zaduživanja je sinonim za povećanje rizika nelikvidnosti. U tom slučaju, preduzeće treba da raspolaže dovoljnom količinom novčanih sredstava za izmirenje svih troškova. Obim zaduživanja, shodno tome, treba da bude proporcionalan veličini finansijskog kapaciteta. Finansijski kapacitet treba, pre svega, da je predvidiv. Uvek moramo da vodimo računa da kad preduzeće raspolaže sa pokretnom, dobro unovčivom aktivom, onda će mnogo lakše donositi odluku. Postoji veća mogućnost kombinacija za isplativost poslovanja, iako se povećava zaduženje.

U daljem izlaganju daćemo prikaz načina povećanja kapitala. Potom ćemo prikazati uticaj emisije na kurs akcija i dati analizu efekta rastvaranja (razvodnjavanja). Treći deo se proširuje na predmet, u manjem obimu proučavanja, povećanje akcionarsta uvođenjem na berzu, koja se često koristi za prethodno povećanje kapitala.

10.2. SAMOFINANSIRANJE PREDUZEĆA AKCIJSKIM KAPITALOM

Samofinansiranje je zadržavanje ukupne godišnje zarade akcionara, ili jednog njenog dela, u nameri da se pokriju potrebe preduzeća. One mogu da budu različite prirode. Ovaj vid finansiranja odgovara procesu štednje na nivou jednog akcionarskog društva. Računovodstveno posmatrano, zarada (dobit) se ne raspoređuje u rezerve, onda bi morala pri konačnoj raspodeli da se deli u vidu besplatnih akcija. Politika samofinansiranja i politika dividendi su dva aspekta jedne iste strategije. Sagledaćemo koje sve oblike povećanja kapitala možemo da koristimo, osim politike raspodele dividende.

Povećanje kapitala akcionarskog društva može da se ostvari na nekoliko načina:

- unošenjem gotovine,
- unošenjem u naturi,
- uključivanjem rezervi.

Prvo ćemo objasniti dva poslednja oblika, kasnije ćemo se vratiti ovom prvom.

- *Povećanje kapitala putem unošenja rezervi*, predstavlja rezultat politike samofinansiranja. Kada se akcionari opredeljuju za ovaj vid samofinansiranja, u prvi mah, prednost postižu putem korišćenja rezervi. Rezerve se sjedinjuju sa kapitalom društva. Odluka preduzeća je da se ne vrši

raspodela samih rezervi. Preduzeća se obično odlučuju na ovakvu akciju zato što postižu povoljan poslovni efekat, utiču na informacije o dobroj poslovnoj reputaciji. Operacija se ne sprovodi ni putem novčanih tokova, ne pojavljuju se na tržištu kao zajmotražioc, niti kao emitenti novih akcija. Glavni uticaj je, bez svake sumnje, povećanje poverenja trećih lica u poslovanje i privlačenje novih vlasnika na dugi rok.

- Kada je reč o *povećanju kapitala unetog u naturalnom obliku*, onda bi to moglo da bude suprotno povećanju kapitala - stvarnoj aktivi. Ako je ova operacija učinjena "nevidljivo", javiće se teškoće kod procene vrednosti dobara koji se posmatraju. Vraćanje može da bude komplikovano, ako je učinjeno na poseban način. Zapravo, kod finansiranja u naturi, zbog konačnog potvrđivanja prava ostalih akcionara mora da postoji predviđena procedura procene dobara koja se unose u naturi (na primer nekretnina koja je unovčiva). Po pravilu, mora da se postavi jedan ili više kontrolora prilikom unosa kapitala u naturi. To je čak neophodno.
- Konačno, *povećanje kapitala* može da se sprovede *unosom gotovine* od strane većeg broja vlasnika. Ono je određeno zajedničkom, opštom potrebom i čest je način skupljanja novčanih fondova. U ovom slučaju objedinjuje se kapital koji je inače bio slobodan. Neophodno je, ipak, zaštititi interese starih akcionara, da ne bi došlo do transfera bogatstva i voditi računa kada se povećava kapital putem povećanog unosa udruženih vlasnika⁵⁹ u odnosu na one akcionare, koji su već konstituisali određena vlasnička prava.

Svaki akcionar je dobio jedan broj prava, na osnovu broja akcija koje poseduje. Između ostalih, ima i ona koja mu daju mogućnost da upiše nove akcije sa neumanjenim vlasništvom (čest slučaj kod ugovora o sticanju i ove vrste prava). Drugim rečima, iako se unosi kapital određene grupe vlasnika-akcionara, akcionari mogu da zahtevaju jedan broj akcija koje odgovaraju njihovom pravu, ali prema tražnji koja ne umanjuje vlasništvo. Konačno, sva ova regulativa vlasništva nad akcijama se prenosi i utiče na njihovu kotaciju na berzi.⁶⁰

⁵⁹ Uvek je reč o većem broju vlasnika.

⁶⁰ Po pravilu zakonodavstvo koje reguliše emisiju akcija u obliku povećanja kapitala počiva na određenim formalnostima: objavljivanje oglasa u biltenu za javno oglašavanje koje je javno, obavezno i prospekt (oglas u obliku informatora kojim se prikazuje cela aktivnost); depozit polog kod privrednog suda, izvod iz revizorskog izveštaja i sve neophodne modifikacije u privrednom registru, koje treba potom da se realizuju.

10.3. FINANSIRANJE EMISIJOM AKCIJA

Utvrđivanje cene emisije novih akcija je veoma delikatana operacija pri kojoj emitent treba da izbegne dve opasnosti:

- Prva je da zadrži cenu emisije približno vrednovanoj tržišnoj ceni akcija, rizikujući time da mu emisija ne uspe. Potencijalni spoljni investitori ne poznaju tako dobro preduzeće kao vlasnici (stari akcionari) i oni mogu da postavljaju pitanja o dugotrajnom (dugoročnom), konstatnom kursu emisije. To može da ima za posledicu, da ne prihvate upisivanje akcija po ceni emisije koja je značajno manja u odnosu na tržišnu vrednost akcija.
- Druga je suviše niska cena emisije. Ta cena bi mogla, iz ugla starih akcionara, da znači strah da će im novi akcionari oteći imovinu, želeći da dođu u posed kapitala. Oni (stari akcionari) često ne žele da se u bescenje odreknu prava na zaradu, dividendu. Prema tome, ukoliko dođe do takve situacije, moraće da procene postoji li takva namera. Drugim rečima, to bi značilo da se snižavanjem kursa akcija umanjuju njihova prava na dividendu. Oni bi to shvatili, prvenstveno kao oblik oduzimanja akcija, što bi u tom slučaju moglo da ukaže na najteži oblik povećanja kapitala putem emisije akcija.

Utvrđivanje cene emisije akcija i odgovarajuće premije emisije (tj. odstupanja između cene emisije i nominalne vrednosti akcije) je najvažnija finansijska odluka u vezi sa povećanjem kapitala. Moguće je da se matematički izmeri njen uticaj.

Ako označimo, sledećim oznakama, sve elemente koji su potrebni za analizu, dobićemo jednakost koja nam pokazuje stepen tog uticaja:

- P_E : cena emisije
- P_0 : kurs akcije pre emisije
- P_1 : kurs akcije posle emisije
- N : broj starih akcija
- N' : broj novih akcija

1. Kurs akcije posle emisije P_1 oduzima se od poznate cene emisije P_E ,
2. Vrednost iznosa porasta kapitala, prema tome, treba da bude jednaka vrednosti sopstvenog akcijskog kapitala pre emisije, uvećanom za iznos emitovanog kapitala:

$$(N + N') P_1 = N P_0 + N' P_E$$

Cena akcije posle emisije biće jednaka sledećem količniku:

$$P_1 = \frac{(nP_0 + P_E)}{(n+1)}$$

Gde je n koeficijent koji pokazuje odnos broja akcija starih i novo emitovanih:

$$n = \frac{N}{N'}$$

Cena emisije P_E treba da bude slabija (manja) od cene P_0 pre emisije, porast kapitala obično se sprovodi sa blagim umanjnjem kursa akcija, ($P_1 < P_0$), da bi se privukli potencijalni investitori. U svim sistemima, zakonodavac uglavnom štiti interese starijih akcionara time što se omogućava pravo preferencijalnog upisa starim akcionarima. Pravo prvenstva upisa je u srazmeri sa visinom vrednosti već postojećih akcija. Na taj način se kompenzuje pretrpljeni gubitak na akcijama (PGA):

$$PGA = P_0 - P_1 = \frac{(P_0 - P_E)}{(n+1)}$$

Gubici koji su registrovani kao gubici na vrednosti akcija, usled povećanja kapitala, nalaze se svakako i u tokovima, odnosno najpreciznije u zaradi po akciji. Na kratak rok nije moguće da se postigne zarada, pa se broj akcija koriguje prema vrednosti zarade po akciji (VZA). Ovaj fenomen se tradicionalno denominuje tzv. raspršivanjem, rastakanjem - VZA. U praksi postoji nekoliko načina merenja.

Prvi, se naziva pojavno rastakanje, bez obzira o kom je broju kreiranih akcija reč. Ono se meri odnosom između broja novih akcija, a prema zbiru starih i novih akcija. Prema tome, možemo da izračunamo na osnovu sledeće jednačine:

$$\frac{N'}{(N+N')}$$

Drugi, poznat kao realno rastakanje, uzima u razmatranje odgovarajuće vrednosti izvornih (starih) i izdatih akcija. Izračunava se kao:

$$\frac{N'P_E}{(NP_O + N'P_E)}$$

Konačno, rastakanje, razlaganje, tehničke prirode posmatra se kao izveštaj kursa posle porasta kapitala prema izvornom kursu i to kao odnos cene akcije posle emisije i cene pre emisije akcija, tako da jednačina glasi:

$$\frac{P_I}{P_O}$$

Ono o čemu treba da vodimo računa jeste da zapravo fenomen rastakanja VZA (vrednost zarade po akciji) ne postoji kada je reč o kratkom roku. Ono se uvek događa na dugi rok. Ulaganja kapital-akcija, u nekom od prethodnih perioda razvoja, ne uzima se u obračun korisnosti, koji takođe može da bude zbirna suma povećanog kapitala. Ta vrednost najčešće služi za finansiranje novih investicija. Nove investicije potom će povećati korist i doći će, takođe, do porasta vrednost zarade svih akcija.

Ovaj fenomen rastakanja akcija, vodi faktički do slabljenja ekonomske moći pojedinih akcionara. Model rastakanja time sasvim neosporno vodi direktno do smanjenja finansijske moći.

Ako pretpostavimo da jedan akcionar prihvata odluku da se povećava akcionarski kapital na jedan od ovih načina, a da može da dođe do opadanja vrednosti njegovog kapitala, jer rastakanje vodi do znatnog sniženja cena akcije. Međutim, polazeći od činjenice da su vlasnici zainteresovani da upravni odbor vodi korisnu finansijsku politiku, a ukoliko nema drugih mogućnosti za finansiranje, zna da iako dolazi do opadanja ukupne vrednosti, ipak se održava njegova moć, time što se ne smanjuje njegovo pravo na broj glasova u upravnim organima.⁶¹

⁶¹ Regulativa u oblasti prava glasa na upravljanje u kompanijama najčešće teži da ograniči i zaštiti stare akcionare. Naravno ako imamo drugačiji scenario, na primer slučaj preuzimanja, onda je sasvim drugačija situacija.

10.4. POVEĆANJE AKCIONARSKOG KAPITALA UVOĐENJEM NA BERZU

Povećanje akcijskog kapitala može da se obavi i uvođenjem akcija preduzeća na berzu. Da bi se pojavilo na berzi preduzeće mora da ispuni propisane uslove. Kada jedno društvo dostigne odgovarajuću veličinu da bi moglo da pristupi finansijskom tržištu, onda može na njemu da ostvari prosečno proširenje svog akcionarstva, u pogledu obima sopstvenog, akcionarskog kapitala. Pristup finansijskom tržištu može da se obavi ka primarnom, sekundarnom tržištu ili novom tržištu.

Uslovi pristupa se razlikuju za svako od ovih tržišta. Za pristup primarnom tržištu preduzeće treba da ima depozit na računu, najčešće u visini proseka tri prethodne, poslovne godine, da poseduje sertifikat nadzornog organa za računovodstvene poslove u zemlji (obično za poslednje dve poslovne godine) i treba da ponudi javnosti obim akcija koji odgovara najmanje 25% kapitala društva.

Sekundarno tržište je rezervna varijanta, gde su preduzeća prosečne veličine, a uslovi pristupa manje zahtevni. Ukoliko preduzeće, kao akcionarsko društvo, želi da se kandiduje za rad na tom tržištu, najčešće, treba da ima depozit potvrđenih računovodstvenih podataka za poslednje dve poslovne godine i da javno ponudi najmanje 10% akcijskog kapitala društva.

Što se tiče novog tržišta, obično ne postoji potreba da se daje stanje prethodnih poslovnih računa, odnosno bilansnih podataka društva. Za rad na novom tržištu, društvo je primorano da se pojavi sa brojnim akcijama, da bi pokazalo da postoji apsolutna likvidnost istih.

Ulazak na berzu može da korespondira sa povećanjem kapitala ili dobara putem prenosa već postojećih akcija. To je samo pretpostavka. Da li će preduzeće uspeti i u realizaciji te mogućnost to će zavisi od mnogih faktora.

Određivanje cena po kojoj se društvo nada da će prodati svoje akcije novim investitorima nema samo jednu poznatu aproksimaciju preduzeća. Odluka o uvođenju na berzu je najdelikatnija. Ona uslovljava uspeh cele operacije. Uvođenje se obavlja na različite načine.

Različite procedure uvođenja svakako dozvoljavaju društvu - kandidatu ulazak na «testira» tržište. Računa se da ima tri procedure uvođenja:

- Ponuda čvrste cene omogućava ulazak precizirajući cenu prodaje akcija koje imaju svoj određen broj; nalog za kupovinu se ne prihvata ako nije stipulisan u ceni ponude.
- Procedura otvorene cene dozvoljava ulazak ne samo odgovarajuće cene,

nego cena u određenom rasponu.

- Konačno, uvođenje minimalne cene; zainteresovani treba da formulišu svoje naloge prema ograničenom kursu; u slučaju kotacije kursa za nalog služi onaj koji je poslednji.

Uvođenje na berzu je veoma dobro, zato što:

- Propisuje preduzećima aktivnost regularnog upravljanja akcijama,
- Obezbeđuje najobjektivnije informacije sa finansijskog tržišta svojim akcionarima.

◆ DODATAK D: Modeli za praktičnu primenu procene vrednosti*

[*Videti više: R. Gillet, J.P. Jobard, P. Navatt, P. Raimbourg, *Finance*, 2^e éd., Dalloz, Paris, 2003]

D 1. Model stalne, neprekidne, kontinualne rente

D 2. Model *Gordon Shapiro*

D 3. Model *Bates*

D 4. Pojam *goodwill* i *badwill*

D 1. Model stalne, neprekidne, kontinualne rente

Ovaj model počiva na sledećim pretpostavkama:

- Prva je da preduzeće ima neograničen vek trajanja,
- Druga, da u tom neograničenom roku ima konstantan prinos.

Ove prethodne dve hipoteze dalje postavljaju:

- treću, da konstantan prinos zajedno sa svim akcijama od vlasništva donosi neprekidno jedan stalan prihod.

Sadašnja vrednost akcija (pri sadašnjoj vrednosti novčanih tokova) treba da bude:

$$CR_0 = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{i=1}^n B \cdot (1+\rho)^{-i} \quad \text{kada } (n \rightarrow \infty) = \frac{B}{\rho}$$

gde je,

CR_0 = Sadašnja vrednost akcija

ρ = stopa svođenja na sadašnju vrednost

Jednostavnost ove metode predstavlja evidentan kontrast veoma kompleksnoj i složenoj metodi sadašnje vrednosti *cash flow*. Ova jednostavnost potiče od pretpostavke da su određeni zaključci ili pretpostavke iracionalani.

Ono što je važno i svakako treba da zapamtimo da, nakon 20 ili 30 godina, tokovi novčanih kretanja koji su objektivno analitički uzeti u obzir pri izradi metoda sadašnje vrednosti, imaju veoma mali uticaj na određivanje CR_0 .

Važno je da znamo da kada preduzeće ima situaciju kvazi-monopola u sektoru i kada je tražnja stabilna, onda ono, kao finansijski izvor, koristi stalan ili konstantan prihod u periodu od 20-30 godina.

Konačno, treba svakako imati na umu da kada se jedno preduzeće kotira na berzi, onda se ova relacija najčešće koristi, ne za proračun vrednosti preduzeća (koji dobija na osnovu kotacije preduzeća na berzi), nego za proračun stope sadašnje vrednosti koja odgovara izrazu:

$$\rho = \frac{B}{CR_0} \rightarrow \rightarrow \rightarrow \rho = \frac{1}{(\text{price earning ratio})}$$

koji pretpostavlja, naravno, da je preduzeće respektovalo prethodne hipoteze ili pretpostavke.

Ovo su bitne činjenice koje moramo da koristimo, kako pri izradi procene vrednosti, tako i pri analitičkom tumačenju verodostojnosti kretanja novčanih tokova pri opredeljenju izbora za novu investiciju.

D 2. Model Gordon Šapiro (Shapiro)

Kao pretpostavke ovog modela, uzimaju se sledeća dva, polazna elementa. Vremenski period trajanja preduzeća je neograničen i finansiranje se posmatra neograničeno, po konstantnoj stopi g .

Preduzeće obavlja aktivnost bez ikakve strukturne deformacije. Ovakav model finansiranja rasta, zahteva, između ostalog, i sopstvene izvore-samofinansiranje. Tokovi, prema kojima su akcionari ubirali kompletan prinos, više se ne pretpostavlja, jer će samo jedan deo biti raspodeljen.

Model se bavi raspodelom dividende. Kao takav, utiče na odnos raspodele dividende i mogućnosti veličine njenog prisvajanja od strane akcionara. Iskazuje se u obliku jednačine, u kojoj, uzevši da je ρ stopa sadašnje vrednosti preduzeća, vrednost osnivačkih akcija biće:

$$CRo = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{i=1}^n DIV_i \cdot (1 + \rho)^{-i}, \text{ kada } n \rightarrow \infty$$

Kada se hronološki beleži kretanje dividendi po stopi geometrijske progresije g , onda se ova relacija lako transformiše u sledeći oblik jednačine:

$$CRo = \frac{DIV_i}{(\rho - g)}$$

Jednostavnost ove relacije je nova potvrda polaznih pretpostavki. Svakako, prethodne naznake ne primenjuju se kao pojedinačne, zato što su suprotne onima, o kojima je bilo reči u modelu stalne, neprekidne rente. Hipoteza j beskonačnog rasta po stalnoj, konstantnoj stopi g je teško odbranjiva čak i onda kada g raste. Praksa ne potvrđuje uvek ovaj matematički model.

D 3. Model Bejts (Bates)

On je dopunio model Gordon-Šapiro (Shapiro). U ovom slučaju, pošlo se od hipoteze, realnije nego u prethodnom modelu. Pretpostavke ili hipoteze su slične, u onom delu, koji se odnosi na životni vek preduzeća (životni vek preduzeća je i ovde neograničen).

Prema ovom modelu, on se deli na dva različita perioda. Prvi, koji traje do kraja životnog veka n -tog perioda i poznaje jednu stalnu stopu rasta g .

Drugi je beskonačan i , u periodu $[0, n]$ podrazumeva se da preduzeće dividendu raspodeljuje samo po stalnoj, konstantnoj stopi d .

Model Bejts (Bates) oslanja se na modele životnog ciklusa, koji se bitno razlikuju po pitanju filozofije ekonomskog poslovanja. Polazi se od stava da postoje dva perioda u životnom veku jednog preduzeća, različita po dinamici razvoja. Ovakav pristup je realan i ima praktičnu potvrdu kod većine preduzeća. Postoji jedna faza rasta na početku ciklusa, kada se preduzeće bori za svoj udeo na tržištu. Onda se ustaljuje proizvodni ciklus. Potom faza zrelosti, u kojoj se, razvojem poslovne aktivnosti, teži izjednačenju pozicija u okviru sektora.

Matematički iskazano, raspodela dividendi, odnosno prinosa na akcije, u tim fazama mora da se grupiše i to bi izgledalo ovako.

Ako je vrednost CP_0 jedne akcije, ista sumi dividendi uzeta prema datumu n i vrednosti akcije, onda bi se dovela na sadašnju vrednost kako sledi iz formule:

$$cp_0 = \sum_{i=1}^n \text{div}_i \cdot (1 + \rho)^{-i} + cp_n \cdot (1 + \rho)^{-n}$$

Označen kurs akcije koji je jednak proizvedenom u PER a ima prinis po akciji, ima jednaku vrednost, koja proizilazi iz jednakosti putem formule:

$$mBPA_0 = dBPA_0 \sum_{i=1}^n (1 + g)^i \cdot (1 + \rho)^{-i} + MBPA_0 (1 + g)^n \cdot (1 + \rho)^{-n}$$

$$m = d \sum_{i=1}^n (1 + g)^i \cdot (1 + \rho)^{-i} + \frac{M}{A}$$

$$m = \frac{(dB + M)}{A}$$

- sa: m : PER u vremenu 0 $A = (1 + \rho)^n / (1 + g)^n$
 M : PER u vremenu n $B = (1 + g) [(1 - A) / (g - \rho)]$
 d : stopa raspodele dividende

Tablice Bejts (Bates) dopunjene su vrednostima koeficijenta A i V u funkciji parametara g , n i ρ .

Ovaj model, svakako odgovara modelu razvoja jednog današnjeg preduzeća, atipičnog za njegov poseban rast. Međutim, prema ovom modelu možemo da zamislimo da će tokom vremena njegov rast da se izjednači sa normama sektora kome pripada. Takođe, ulaskom na berzu, rast preduzeća ne može da se zamisli bez n godina, njegovog dela obračunskog (i naročito u periodu PER), koji će aproksimativno biti identičan istom onom koji ima sektor. Pri tome poznavajući g , ρ dozvoliće da se zaključi PER uvođenjem odgovarajuće vrednosti akcije.

D 4. Pojam gudvila i bedvila (goodwill i badwill)

Pojam gudvila mogao bi da se definiše kao uvećanje vrednosti jednog preduzeća koja se generiše tokom postojanja. Ako se sa ANK označi aktiva neto korigovana, sa VP vrednost njenog prinosa, onda ćemo gudvila napisati kao razliku između prinosa na vrednost kapitala i neto korigovane aktive:

$$GW = VP - ANK$$

Takođe bismo mogli gudvila da odredimo kao ukupan kapacitet ili sposobnost preduzetnika da upravlja poslovima proizvodnog procesa. Drugim rečima, on odgovara primenjenom znanju u proizvodnji (posmatrano sa aspekta istraživačkog i razvojnog elementa) umeću - proizvodnje, *know-how*.

Takođe korespondira sa umećem-znanja prodaje, komercijalnim sposobnostima (sa aspektom marketinga i reklama koje su eventualno uključene). Radi jednostavnosti izlaganja mogli bismo «goodwill» da definišemo kao meru vrednosti aktive koja nije uključena u vrednost bilansnih podataka.

On nam, drugim rečima, omogućava pozitivno povećanje ukupne vrednosti našeg preduzeća, naravno, ako postoji takva mogućnost.

Za razliku od ove hipoteze, realan život nam ukazuje da postoji i druga verovatna mogućnost kada postoje teškoće u poslovanju, kada nemamo mogućnost da uvećamo naš kapitala. Onda se ne govori o gudvil-u nego o bedvil-u pošto je to odstupanje od vrednosti prinosa na sopstveni akcijski kapital, pod pretpostavkom prestanka proizvodnje, i da je vrednosti imovine negativna veličina. Znači nemamo prinos, te u tom slučaju iskaz možemo da predstavimo na sledeći način:

$$BW = ANK - VP$$

Postojanje gudvila generalno pretpostavlja postojanje loše valorizacije investiranja u kapital. Polazimo od stava da inicijalni kapital ANK, usled nedostatka vrednosti stvaranja bogatstva VP, takođe postaje inferiorna veličina kao i sam kapital. Analitički zaključak je, prema tome, da preduzeće ne posluje rentabilno. Konačan rezultat proizvodnje je takav, da ono proizvodi bogatstvo koje je materijalizovano, u manjoj meri, nego što je potrebno da bi proizvodnja imala istu vrednost bogatstva.

Kada je odstupanje između VP i ANK malo, bedvil se prepoznaje kao pozitivan. Svakako, kad je u nekom preduzeću aktiva van korišćenja, nedovoljno uključena u proces proizvodnje, ona može da povuče »bad-will«. Jedan primer: ovo može da bude slučaj kada je zarada od zemljišnih površina, u gradskom miljeu, koje se vode na zalihama, u zoni koja je izvorno bila nedovoljno ili malo valorizovana, a vremenom, usled ekstenzivnog razvoja grada dobila veću vrednost. Sličnu situaciju imamo kada dođe do rasta cena zemljišta po kvadratnom metru. U tom slučaju, vrednost neto imovine treba da se poveća, tako da prelazi vrednost prinosa. Nikad se ne zna da li će jedno preduzeće da postavi skladište na tom prostoru, a da se ponovo vrati u centar grada. Isto ovo može da se dogodi i sa administrativnim centrom preduzeća, ako ne iz nekog drugog razloga, a obično radi prestiža, da se smesti na lokaciji u centru grada.

Tako se gudvil i bedvil računaju generalno pomoću razlike između prinosa vrednosti i vrednosti (neto) imovine. Moguće je i na drugi način izraziti ovu vrednost, ne na prirastu vrednosti i svođenja na sadašnju vrednost (ANK i VP), nego na osnovu tokova koji ih konstituišu.

Prema osnovnom akcijskom kapitalu jednog preduzeća, koji ima neto vrednost ANK, proizvodnja prema originiranoj zaradi treba da bude konstanta V . Ako razmatramo pretpostavku da preduzeće istog sektora i sličnih karakteristika, na berzanskom tržištu, dozvoljava da se potvrdi očekivana rentabilnost za ovu vrstu investicija od i %, onda se prema tome zaključuje da je očekivana korist za preduzeće:

$$i \text{ ANK}$$

Pretpostavljena zarada V može da se iskaže kao razlika zarade očekivane i da iznosi u svakom periodu jednu iznad-vrednost (ako je $V > i \text{ ANK}$) od veličine:

$$V - i \text{ ANK}$$

Suma ovih iznad-vrednosti aktualizovanih (svedenih na sadašnju vrednost) omogućuje da se izračuna gudvil.

Za ove potrebe ρ (stopa sadašnje vrednosti sopstvenog akcijskog kapitala preduzeća) biće u iznosu prema specifičnostima preduzeća u odnosu na sektor.

Ako se prihvati hipoteza da će jedno preduzeće prema početnom stavu iznad-vrednosti ostati beskonačno, vrednost gudvila bi se iskazala kao:

$$GW = \frac{(V - iANK)}{\rho}$$

Naravno, ovo isto može da se pokaže kao razumna pretpostavka kada iznad-vrednost neće da pokaže svoj rezultat u jednom periodu vremena, koje je ograničeno na n perioda. Tada se aktualizacija ili svodenje na sadašnju vrednost tokova koji se odigravaju prema ovoj pretpostavci iskazuju prema sledećoj relaciji:

$$GW = (V - iANK) \cdot \frac{[1 - (1 + \rho)^{-n}]}{\rho}$$

Praveći zaključak na osnovu principa ovih relacija, ne postizemo lakšu praktičnu primenu. Oni zahtevaju rezultat koji se dobija određivanjem stope rentabilnosti, sa izvesnom preciznošću iskazanom u ρ i i , a to je izuzetno delikatno.

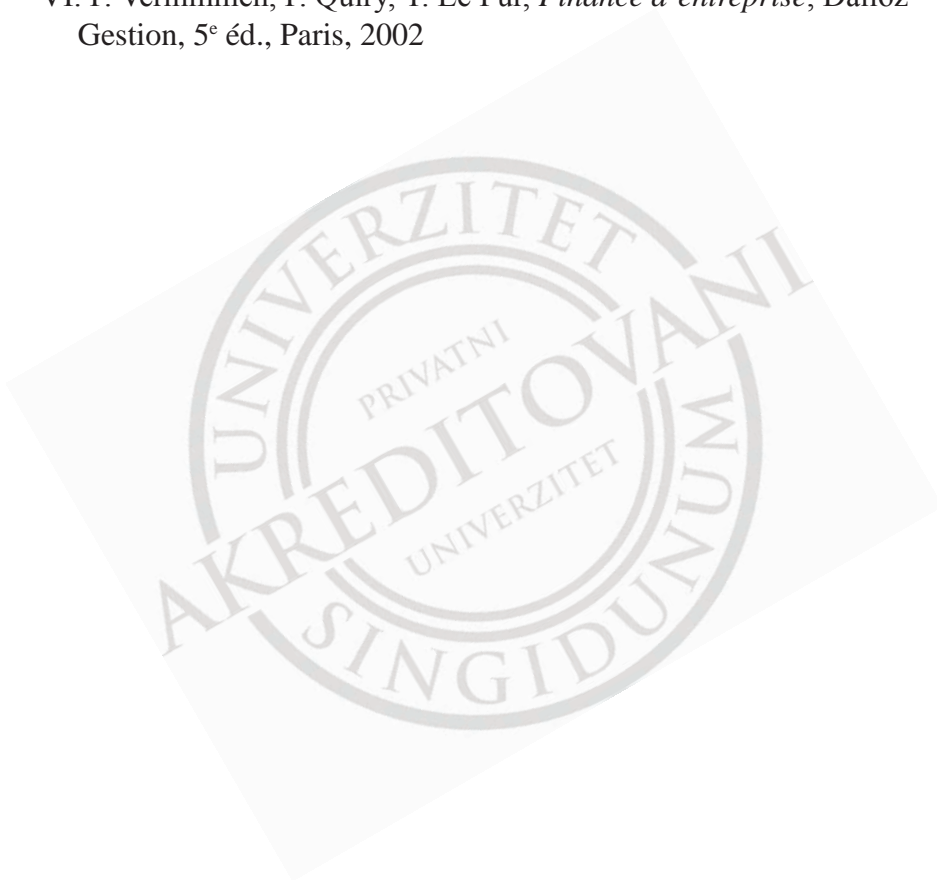
PROVERA ZNANJA

1. Objasnite osnovne parametre od kojih zavisi struktura finansiranja preduzeća.
2. Navedite osnovne kriterijume pri donošenju odluke o zaduživanju.
3. Objasnite samofinansiranje preduzeća akcijskim kapitalom.
4. Objasnite finansiranje akcijama.
5. Navedite bitne elemente metoda uvođenja preduzeća na berzu.

BIBLIOGRAFIJA

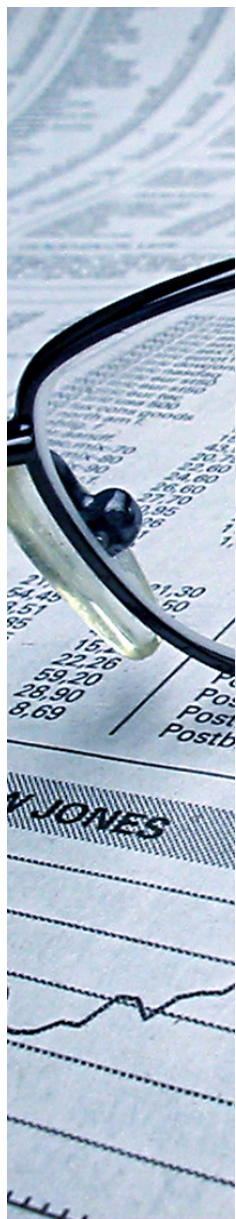
- I. M. Stanišić, Lj. Stanojević, *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2005.
- II. Z. Bodie, R. Merton, *Finance*, Prentice Hall Inc.2000.

- III. G. Cobbaut, *Théorie financière*, Economica, 4^e éd., Paris, 1997.
- IV. R. Goffin, *Principes de Finance Moderne*, 3^e éd., Economica, Paris, 2001.
- V. M. Albouy, *Décisions financières et création de valeur*, Economica, Paris, 2000.
- VI. P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur, *Finance d'entreprise*, Dalloz Gestion, 5^e éd., Paris, 2002



V DEO

INVESTIRANJE



11. DETERMINANTE INVESTIRANJA

12. PRIMENA PROCENE METODA U
SPECIFIČNIM SLUČAJEVIMA
INVESTIRANJA

DETERMINANTE INVESTIRANJA

Cilj izlaganja

- Objašnjenje finansijskog pojma investiranja i njegovih bitnih odrednica za izbor metoda analize isplativosti investicija
- Prikaz kriterijuma analize za izbora investicija
- Definisane pojma dodate ekonomske vrednosti sa stanovišta preduzeća i nacionalne ekonomije

Plan izlaganja

11. Determinante investiranja

11.1. Pojam investicija (ulaganja)

11.2. Različiti oblici investiranja

11.3. Prikaz kriterijuma analize isplativosti investicija

a. Metod proste stope prinosa.

b. Metod roka otplate.

c. Metod Neto Sadašnje Vrednosti (NSV).

11.4. Prikaz sprovođenja metoda neto sadašnje vrednosti

DODATAK E: Dodata ekonomska vrednost

Rezime

Finansijska teorija nema ulogu da nudi pomoć u upravljanju finansijama da bi se pronašle dobre prilike za investiranje u sektoru poslovne aktivnosti. Ona jednostavno pomaže da se izvrši potpuno rigorozna analiza projekata koji se smatraju interesantim za ulaganja.

Finansijsko rezonovanje se zasniva na zakonitostima o kretanjima na tržištu kapitala, koje za ovakve odluke mora obavezno da postoji i funkcioniše na zadovoljavajući način. Investicione studije o potrebama preduzeća za razvijanje industrijske ili komercijalne aktivnosti su u stalnom raskoraku sa ostvarenim plasmanom na tržištu

kapitala. Zapravo, finansijska teorija nam nudi listu uslova koje projekat treba da ispuni da bi uopšte bio prihvaćen.

Korišćenjem rešenja finansijske teorije treba da se izbegnu mnoge greške prilikom donošenja odluka o investicijama. Zapravo, sav rizik treba da se svede na najmanju moguću meru koja je prihvatljiva. Pri svemu tome finansijska teorija ne ukazuje na metode koji potom slede. Ukoliko je teorija loše shvaćena, ako se koristi sa pogrešnim predviđanjima, iskazani rezultati biće pogrešni. Ona predlaže prema tome paletu analize projekata koji treba da omoguće uz granicu maksimalne greške velikih procena, ali koji ne garantuju tačan proračun profita koji je moguće da se ostvari iz te operacije.

KLJUČNE REČI: investicije • preuzimanje preduzeća • dezinvestiranje • metod proste stope prinosa • metod roka otplate • metod neto sadašnje vrednosti

11. DETERMINANTE INVESTIRANJA

Konstituisanje ili uspostavljanje jednog portfolija aktive je važan akt, koji treba da kontroliše po pravilu finansijska funkcija preduzeća. Uspeh ovog čina, ili njegovog neuspeha, odraziće se na vrednost samog preduzeća. Ukoliko je dobar, sve odluke o investiranju utiču da se poveća vrednost preduzeća pa prema tome i bogatstvo akcionara. To znači da investiranje koje treba da se obavi doprineće porastu vrednosti imovine. Rast vrednosti imovine biće veći nego što će biti troškovi. Kao krajnji rezultat takva investicija omogućiće preduzeću da ostvari pozitivan neto doprinos.

Finansijsko rezonovanje se zasniva na zakonitostima o kretanjima na tržištu kapitala, koje za ovakve odluke mora obavezno da postoji i funkcioniše na zadovoljavajući način. Investicione studije o potrebama preduzeća za razvijanje industrijske ili komercijalne aktivnosti su u stalnom raskoraku sa ostvarenim plasmanom na tržištu kapitala. Zapravo, finansijska teorija nam nudi listu uslova koje projekat treba da ispuni da bi uopšte bio prihvaćen.

Rizik je sastavni deo projekta proučava se, potom meri i na kraju valorizuje. Korišćenjem rešenja finansijske teorije treba da se izbegnu mnoge greške prilikom donošenja odluka o investicijama. Zapravo, sav rizik treba da se svede na najmanju moguću meru, koja je prihvatljiva. Pri svemu tome finansijska teorija ne ukazuje na metode koji potom slede. Ukoliko je teorija loše shvaćena, ako se koristi sa pogrešnim predviđanjima, iskazani rezultati biće pogrešni. Ona

predlaže prema tome paletu analize projekata koji treba da omoguće uz granicu maksimalne greške velikih procena, ali koji ne garantuju tačan proračun profita koji je moguće da se ostvari iz te operacije.⁶² Prema tome priroda investiranja je takođe rizična.

Pod ulaganjima u investicione projekte podrazumevaju se ulaganja u osnovna sredstva i obrtni kapital. Da li će se obaviti investiranje o tome će se odlučiti na osnovu podataka koji pokazuju da li će se ostvariti pozitivna neto, odnosno da li će doći do očekivanog porasta imovine (bogatstva) akcionarskog društva. Takođe treba da se vodi računa da odluka o finansiranju ne treba da ima uticaj na investiranje.

Konačno, odluke o investiranju ili dezinvestiranju predstavljaju izbor koji se vrši u dužem vremenskom periodu.

Cesija (ustupanje) i akvizicija vlasničkih akcija, podela ili razvoj društva koji se odvija poslednjih godina, predstavlja intenzivnu investicionu aktivnost. Investiranje ima, prema tome, veznu ulogu sa dezinvestiranjem, koje može da prethodi popisu realne vrednosti preduzeća a potom da usledi ekspanzija na krilima eksternog rasta.

Finansijska logika Neto Sadašnje Vrednosti NSV. Kriterijum NSV postavlja pitanje principa aktualizacije vrednosti, odnosno svođenje budućih tokova na sadašnju vrednost. Sa određenom izvesnošću, zna se ne samo nivo kamatne stope, nego isto tako veličina i vreme budućih tokova koji odgovaraju tom projektu. To drugim rečima znači da se «današnji dinari» transformišu u dinare za sutra ili neki drugi vremenski termin u budućnosti.

Potom poredimo vrednost budućih tokova «aktuelizovanih» prema početnom trošku koji će biti prikazan prema današnjem. Nakon toga imamo bitne elemente na osnovu kojih može da se donese odluka. Ostaje samo da se pokaže kako se optimalan povraćaj i primenjuje na različite oblike. Međutim pre iznošenja čisto tehničkog problema, čini se zgodnim da se definiše sam pojam investiranja.

⁶² Zapravo, potpuno je izvesno da u slučaju neke tehnološke inovacije koja nije bila očekivana za konkurenciju tog sektora, određene firme će dobro da paze da prouče određene investicione projekte koji treba da im obezbede umanjeње eventualnog značajnijeg gubitka

11.1. POJAM INVESTICIJA (ULAGANJA)

Za investiranje možemo reći da predstavlja srce finansijske teorije i osnovni problem valorizacije aktive.

Definicija. Pod investicijom preduzeća podrazumevamo angažovanje ili korišćenje različitih oblika dugoročnog kapitala (materijalnog i nematerijalnog) u očekivanju da će se postići zadovoljavajući povraćaj pri datom riziku. Ova definicija ističe kao značajnu karakteristiku budućnost celine investicije, ali takođe čini da preduzeće (ne)investira na tržištu dobara i usluga na kome (ne)očekuje zadovoljavajuću zaradu.

Kod procesa investiranja, između ostalog, angažovanje kapitala treba da bude trajno. Ono treba da bude takvog oblika, koji će da omogući da se efektivirani troškovi ne pojavljuju kao trošak na kratak rok, već da se više različitih utrošaka odnosi na buduće obavljanje procesa proizvodnje. Drugim rečima otplata investicije koja se preduzima danas obavljaće se iz priliva sredstava u nekom budućem vremenu. Na taj način smanjuje se trenutni kratkoročni pritisak na kretanje sredstava novčanog toka.

Odluka o investiranju ne treba da bude po svaku cenu impulsivna, doneta na prečac, mora da bude ozbiljno ispitana po pitanju projekta koji je pažljivo analiziran u svim pojedinačnim detaljima. Namena i svrha investicija, treba da bude usmerena u pravcu istraživanja usluga-razvoja ili u komercijalnom pravcu rasta preduzeća.

U svakom slučaju sve ideje koje se daju, a interesantne su same po sebi, neće uvek moći da se materijalizuju u formi projekta. Potrebno je, zapravo, da se ideje izvuku iz miljea strateške razvojne ose preduzeća u cilju pojedinačne obrade.

Kao prvo neophodna je studija izvodljivosti. Ona treba da se uradi, a potom u svakom pojedinačnom slučaju da se sagleda opravdanost tehničke i finansijske izvodljivosti. Ukoliko se pokažu kao zadovoljavajući parametri iz studije o opravdanosti ulaganja, odgovarajuća odluka o ulaganju može da se donese kasnije.

Ponekad razmatrane pretpostavke o nekoj investiciji radi efektuiranja kalkulacije rentabilnosti (na primer) mogu da se nađu nemoćne pred činjenicama koji ih demantuju. Određeni projekti mogu da budu odbačeni ili otkazani u poslednjem trenutku.

11.2. RAZLIČITI OBLICI INVESTIRANJA

Poslednjih godina svedoci smo napora za investiranjem preduzeća na svim poljima. U praksi, ne vrši se odabir investicije samo na osnovu čisto teorijske podele. Zapravo, svako investiranje generiše prinos produktivnosti i preduzeće, zamenjujući neka osnovna sredstva, nikad to ne sprovodi na identičan način.

Ako se misli da su prioritet proizvodne investicije, koje se materijalizuju i vidljive su, ne treba zaboraviti da je finansijsko investiranje vidljivo, kako u spoljašnjem porastu, tako i kod nematerijalnih investicija.

Što se tiče proizvodnih investicija u opremu, pravi se razlika između sledeće tri kategorija:

1. Investicija za zamenu, koje su određene potrebama za inoviranjem već korišćene ili oštećene opreme,
2. Investicija u adaptaciju kapaciteta, koje imaju za cilj povećanje nivoa proizvodnje, uključujući i proizvodnju novih proizvoda, i
3. Proizvodnih investicija, koje će da utiču na smanjenje zajedničkih troškova.

Da bi definisalo svoju strategiju, preduzeće traže najaktivnije mogućnosti investiranja koje se nalaze u oblicima participacija, fuzija, delimičnog unošenja akcije i slično. Jedan od ključnih ciljeva je efikasnost zarade (kroz efekat sinergije se očekuje da će moći da upravlja, kroz podizanje rasta preduzeća).

Investicije omogućuju novi polet poslovne aktivnosti preduzeća. U savremenim uslovima ovaj polet se objašnjava globalizacijom tržišta, međupovezivanjem finansijskih tržišta, pojavom brojnih akvizicija društava, oslabljenih usled pretrpljene krize. Brojne kupovine akcija obavljene su u većini evropskih zemalja, kod preduzeća koja su prerasla granicu razvoja i imala potrebu za direktnim stranim investicijama. Međutim postavlja se pitanje načina evidentiranja u platnom bilansu, tako da je slika o investicijama često iskrivljena. Podaci u platnom bilansu ne opisuju finansijske tokove prema poreklu i odredištu stranog kapitala. Najčešće se dešava da direktne finansijske investicije u zemljama prijema nisu proknjižene. Vidi se da osim materijalnih investicija i nematerijalne investicije beleže značajan porast u formi strategije razvoja. Nacionalni računi registruju ove investicije posredno u obliku potrošnje ili zarade.

U većini industrijski razvijenih zemalja razlikuju se četiri kategorije troškova:

- Kao najznačajnija, smatraju se *ulaganja u istraživanje razvoja*, naročito kod nekih privrednih grana kao što su elektronika, aeronautika, konstrukcija automobila, hemija, farmacija, energetika.
- Druga kategorija troškova su *ulaganja u obrazovanje*. Tu je najčešće

reč o ulaganju u stručno usavršavanje, odnosno sticanje novih znanja u pogledu visokih kvalifikacija.

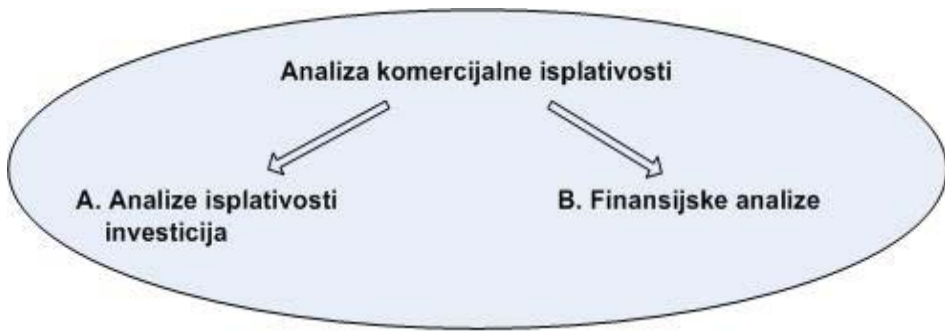
- Treća stavka odnosi se na *ulaganja u komercijalne investicije*, naročito studije tržišta, reklame kao i sve što se tiče konkurentnosti pozicioniranja proizvoda koji se razvijaju za prodaju.
- Četvrta kategorija je trošak *ulaganja u informatičku podršku* (informatička logika).

Kaže se, da danas nematerijalne investicije predstavljaju važan deo ukupnog iznosa investicija firmi. Počevši od 2000. godine one su zauzele, približno, isti nivo kao i materijalne (fizičke).

Činjenica je, da se investicioni projekti preduzeća pojavljuju u različitim oblicima, materijalnim i nematerijalnim. Međutim, posmatrano sa finansijske tačke gledišta, njihovi metodi analize se ne razlikuju. Pre donošenja investicione odluke, oni će proći isti "filter" pre nego što bude prihvaćena njihova Neto Sadašnja Vrednost (NSV).

11.3. PRIKAZ KRITERIJUMA ANALIZE ISPLATIVOSTI INVEŠTICIJA

Analiza isplativosti investicija odvija se kroz nekoliko faza. Osnovni kriterijum se odnosi na komercijalnu isplativost, potom na nacionalnu i potom, primena ispitivanja investicija u uslovima rizika. Ukupna analitika investicija, predstavlja sumaran pregled analize isplativosti investicija i finansijske analize. Komercijalna isplativost obavlja se putem nekoliko metoda, a njihova primena najčešće zavisi od potreba procene.



| | |
|---|---|
| <p>A. Analiza isplativosti investicija:</p> <p>1. Proste metode:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ prosta stopa prinosa ▪ period roka otplate <p>2. Metode diskontovanog toka:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Neto sadašnja vrednost ▪ Interna stopa prinosa | <p>B. Finansijske analize</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Analiza likvidnosti ▪ Analiza strukture kapitala |
|---|---|

11.3.1. Analiza isplativosti investicija

Analiza isplativosti investicija bavi se procenom određenih prinosa putem različitih kriterijuma. To su najčešće vremenski rok, visina kamatne stope i diskont novčanih tokova, tj. svođenje budućih novčanih tokova na sadašnju vrednost.

A. Metod proste stope prinosa. Ovaj metod se zasniva na proračunu neto profita u normalnoj godini investicija i iznosa početne investicije u osnovna, obrtna sredstva ili akcijski kapital. Pod normalnom godinom podrazumeva se godina koja predstavlja godinu u kojoj će se ostvariti stopa prinosa. To je znači ona godina, kada preduzeće već radi sa investicijom, a može da počne sa otplatom zajma. Procena koja će to godina da bude prepušta se procenitelju investicije.

Faze primene metode:

1) Utvrđuje se ukupna vrednost investicionog projekta (osnovna, obrtna

sredstva ili akcijski kapital);

- 2) Analitički se procenjuje normalna godina i uzima se veličina profita u toj godini, umanjena za kamatu na kredit, amortizaciju i porez na profit;
- 3) Profit iz tačke 2) uvećava se za iznos kamate u normalnoj godini;
- 4) Zbir profita iz normalne godine i godišnje kamate na kredit, podeli se sa ukupnim iznosom investicije.

Ukoliko je dobijena stopa prinosa veća nego postojeća na tržištu, onda se bira taj projekat. Ukoliko treba da se izvrši izbor između više projekata, prvo se gleda da li su karakteristike iste, uporedive, a onda se opredeljuje za onaj projekat koji odbacuje najveću stopu prinosa.

Ovaj metod predstavlja direktan oblik proračuna, pošto kao polazne elemente uzima očekivane vrednosti neto profita i troškova u normalnoj godini.

Nedostaci ovog metoda su:

- Zanemaruje se ukupan životni vek investicije, jer se koriste godišnji podaci,
- Postavlja se pitanje kriterijuma određivanja normalne godine (može da bude suviše proizvoljno),
- Zanemaruje se vremenska određenost neto profita i troškova za vreme životnog veka investicionog projekta.

Prednosti metoda su:

- Kada ne postoje pouzdani podaci, a potrebna je brza približna procena,
- Kada je reč o preliminarnoj proceni,
- Kada je potrebna brza procena investicionog projekta, sa kraćim (uslovno rečeno) rokom trajanja.

B. Metod roka otplate. Ovaj metod predstavlja procenu kojom se određuje broj godina, potreban da bi se investicioni projekat otplatio. Elementi za proračun ovog metoda su vrednost ukupne investicije, rok otplate i godišnji neto gotovinski prinos u toj određenoj godini. Neto gotovinski prinos predstavlja zbir neto profita i amortizacije.

Faze izrade u ovom projektu su :

- 1) Obračun ukupnog iznosa investicije,
- 2) Obračun neto prihoda koji predstavlja zbir neto profita i amortizacije za svaku godinu,
- 3) Proces itarativnog oduzimanja, tako što se od početnog iznosa investicije oduzme neto gotovinski prinos u prvoj godini investicionog projekta i nastavlja se za svaku godinu, sve dok se ne dobije vrednost

nula,

4) Poredi se rok otplate dobijen u fazi 3) sa predviđenim.

Ukoliko je dobijeni proračun kraći od planiranog investicionog ciklusa, onda je projekat prihvatljiv. Ovde možemo uzeti u obzir i poređenje sa nekim alternativnim projektima. Kritičnu stopu određuje investitor, u skladu sa razvojnom strategijom preduzeća.

Nedostaci ovog metoda su:

- Faktički se bavi proračunom likvidnosti investicije, a ne njene komercijalne isplativosti,
- Zanemaruje efekte neto profita posle isteka perioda otplate,
- Može da dovede do pogrešne procene pri poređenju više projekata koji nemaju isti vremenski rok trajanja (nemaju isti tok, isti neto priliv gotovine),
- Ne ocenjuje vremensku dinamiku toka gotovine priliva i odliva.

Prednosti metoda su:

- Jednostavnost i preglednost proračuna.

C. Metod Neto Sadašnje Vrednosti (NSV). Osnovni kriterijum za primenu ovog metoda, kod izbora investiranja, je dugoročno angažovanje kapitala. Da bi se to sprovelo, potrebna je detaljno urađena analiza, pre otpočinjanja programa. Ovaj metod se bavi proračunom vrednosti projekta, koja predstavlja razliku između sadašnje vrednosti njegovih budućih priliva i odliva gotovine. Njegova suština je da se dobije vrednost u jedinici neto sadašnje vrednosti projekta.

Faze izrade:

- 1) Obračun priliva gotovine za ceo životni vek projekta,
- 2) Obračun gotovine takođe za ceo životni vek projekta,
- 3) Obračun gotovinskih tokova za svaku godinu životnog veka projekta,
- 4) Određivanje odgovarajuće diskontne stope, koja će svesti buduću vrednost na sadašnju (aktualizacija).
- 5) Primena jednačina iz programa ili Tabele za odgovarajuću diskontnu stopu, koja se uzima na osnovu visine diskontne stope i vremenskog roka trajanja investicije.

Dobijeni rezultat sadrži podatak, koji omogućava da se direktno sagleda komercijalna isplativost i uporede planirani projekti. U suštini, on predstavlja realni metod procene ranga investicije.

Celishodnost investiranja. Ovaj princip, generalno se prihvata u ekonomskoj analizi i uvek je kompatibilan sa postojanjem rasta zarade koja se povećava re-

alizacijom na tržištu roba i usluga. Ona zapravo može da se pokaže kao “dobra prilika” postojećih investicija, ali ne treba da se kreće ka beskonačnom, zato što će želje preduzete na drugim projektima, oslabiti njihovu rentabilnost.

◆ Primer:

U sledećoj tabeli daju se polazni elementi vrednosti ukupnih investicija, ukupnog povraćaja novčanih tokova i stope stope povraćaja – rentabilnosti:

U hilj. din.

| | Ukupne investicije (I) | Ukupan povraćaj (NT) | Stopa vraćanja (R) |
|-----------|---------------------------|-------------------------|-----------------------|
| $I_1 K_0$ | 500 | 700 | 40 % |
| $I_2 K_0$ | 1000 | 1250 | 25 % |
| $I_3 K_0$ | 1500 | 1600 | 7 % |

Gde se rentabilnost prikazuje kao odnos:

$$R = (NT : I) - 1$$

R = rentabilnost, stopa povraćaja investicije

NT = novčani tokovi

I = ukupne investicije

Finansijska teorija ne pomaže pri «otkrivanju» rentabilnih projekata, nego pri analizi njihovih karakteristika. Analiza karakteristika nam pokazuje koji bi projekat, kao dobro ocenjen, mogli da prihvatimo.

Na primer, ovde ($I_2 - I_1 = 1000 - 500 = 500$) marginalnu investiciju predstavlja iznos od 500 dinara, ali razlika povraćaja novčanog toka:

$$(NT_2 - NT_1 = 1250 - 700 = 550) \text{ nije kao od } 550.$$

Granični prinos ovog projekta prema tome nije veći od tog iznosa.

$$\text{Za } (I_3 - I_2 = 1500 - 1000 = 500)$$

Granični prinos je negativan:

* $(1600-1250 = 350; 1250-700 = 550$ iz čega sledi da je rezultat rentabilnosti $(350/550 - 1)$ jednak negativnom rezultatu od -36% .

Upravljanje sa kojim se srećemo na finansijskom tržištu treba savršeno da proceni u koji portfolio investirati, da bi se održao pozitivan rezultat.

Profesionalni finansijeri iz oblasti investiranja moraju znati kada treba zaustaviti investiranje. Takođe, moraju imati sve relevantne informacije, kako bi uspeali da održe željenu stopu dobiti, korišćenjem dobrog odnosa plasmana ukupnog portfolija. U tom cilju, prate se kretanja na finansijskom tržištu. Polazi se od pretpostavke da je tržište savršeno. Pod savršenim finansijskim tržištem podrzumevamo tržište koje sadrži sledeće osobine:

- A. Ono ima raspoložive sve informacije i o svakom trošku, a ne postoji trošak transakcije, ni poreska stopa (zato što bi ova dva vrsta troška narušavala savršenost rada, javljali bi se kao faktori promena stopa dobiti).
- B. Postoji apsolutna sloboda ulaska na tržište i ni jedan učesnik ne može svojim sopstvenim položajem da utiče na iznos transakcija i nivo cena. Jedini uslov za ulazak su potrebni iznosi kapitala, propisani i isti za sve učesnike.
- C. Izuzetno značajno je, da kao takvo, nema nikakvo ograničenje za određene vrste transakcija.

Na osnovu ovih hipotetičkih karakteristika vidi se da finansijsko tržište u realnosti ne zadovoljava sve ove uslove. Međutim, činjenica je da je ono efikasno.⁶³

Njegovi učesnici se ne razlikuje mnogo od ovih pretpostavljenih tržišnih savršenosti. Da bi tržište bilo efikasno, treba da ima nove informacije, koje dolaskom, istovremeno utiču na kurs. Ono što je važno je, da se perfektnost tržišta ogleda u nemogućnosti "borbe" na istom tom tržištu, nekim "privilegovanim" informacijama. Perfektnost se ogleda u tome da nijedan učesnik nema poseban status, već su svi u istom položaju.

Pojedine praktične studije, koje su obavljene, doduše isticale su postojanje nekih elemenata ili tragova neefikasnosti tržišta, ali opšti zaključak kreće se više ka efikasnosti finansijskih tržišta. Ovo su bili pojedini slučajevi, koji nisu narušili generalnu perfektnost odn. savršenost finansijskog tržišta.

63 Pogledati više početke studija razvijenih finansijskih tržišta, E.F. Fama, *The behaviour of stock market price*, Journal of Business, jan. 1965.

Kamatna stopa. Kamatna stopa predstavlja cenu novčanog kapitala. Od njene visine zavisi obim finansijskih transakcija, odnosno da li će doći do razmene između vlasnika novčanog kapitala, koji imaju trenutno višak a žele da plasiraju sredstva, i onih koji trenutno imaju potrebu za tim sredstvima.

Na nekom finansijskom tržištu, određeni učesnici žele da daju novac na pozajmicu dok drugi žele da uzmu pozajmicu. Ravnoteža između ponude i tražnje na tržištu određuje cenu, kamatnu stopu. Ako se posmatra odnos pozajmice i zajmotražnje na jednom posebnom uzorku, videće se da je uspostavljena strukturu kamatne stope. Korisnost se posmatra na nivou zajmodavca i zajmotražioca.⁶⁴

Na osnovu relevantnih saznanja treba ispitati, da li raspoložive novčane fondove jednog preduzeća treba plasirati na finansijskom tržištu ili investirati na tržištu dobara i usluga. To je ključna odluka, koju treba da predlože finansijski stručnjaci i da obrazlože šta se dobija, a šta gubi u oba slučaja.

Kod izrade ovakvih obaveštenja, uvek je dobro napraviti grafički prikaz radi slikovitosti. Tom prilikom treba obratiti pažnju na mogućnost da grafički prikaz ukaže na neka druga kretanja i zato je dobro, da se na istom grafiku predstavi prava sa mogućim plasmanima na finansijskom tržištu i prava koja se odnosi na mogućnosti investiranja. Na osnovu tih analitičkih sagledavanja i stručnog mišljenja moći će da se donese objektivna finansijska odluka.

Izbor proizvodnje. Ovaj elemenat predstavlja važnu ekonomsku kategoriju. Pod proizvodnjom prilikom investiranja podrazumevamo kao proizvod, i robu i uslugu. Za nas je bitan konačan rezultat prihoda.

Sve u svemu, finansijsko tržište igra ulogu referentne norme, na nivou donošenja odluke o investiranju jednog preduzeća. Praksa pokazuje da se investicije preduzimaju ukoliko imamo izvesnu, očekivanu rentabilnosti.

64 Ako se investicija $I_1 K'_0$ ili $I_2 K'_0$ ostvari u periodu 0 onda ona donosi prinos koji može da se iskaže kao količnik perioda 1 prema investiciji uvećanoj za trošak kamate $1: I_1 K'_0 (1+r)$, ili investicija koja je izvršena i sada označena kao $I_2 K'_0$ uvećana za isti taj iznos kamate od $(1+r)$. U ovom slučaju ostvareni prinos je jednak tržišnom prinosu.

11.4. PRIKAZ SPROVOĐENJA METODA NETO SADAŠNJE VREDNOSTI (NSV)

Proračun NSV nekog projekta zahteva da se poznaju precizno, svi ključni parametri investicije: njen početni trošak, dužina životnog veka, pridruženi tokovi likvidnosti, kao i rezidualna vrednost projekta. Jedna pogrešna procena, data u nekom iznosu, može da ima najvažnije posledice na rezultate obračuna. Moramo posedovati pouzdane podatke da se ne bi pojavio ovaj problem. Treba, pojednostavljeno, da se uzme odgovarajući proračun, za sve one elemente koji mogu da stvore probleme prilikom procene vrednosti tokova.

Donošenje odluke o investiranju kapitala mora da se obavi sa posebnom pažnjom. Ako je početni trošak ustanovljen, stalan, kroz više vremenskih perioda, ne treba da se pojavi nedostatak pri aktualizaciji različitih iznosa da bi se dobio rezultat u novčanoj vrednosti početnog perioda.

Iznos početnih investicija. Iznos investicije u jednom projektu treba da se proračuna kod svih različitih oblika kao što su:

1. Iznosi investicija za kupovinu nepokretnosti preduzeća, sredstava za proizvodnju (mašine ...), nematerijalne (autorska prava, patenti...) i finansijska ulaganja (akcije,...);
2. Razvrstani svi troškovi uvođenja nove opreme, učinjenih troškova i personalnih odeljenja...;
3. Potrebna projekcija rasta obrtnih novčanih sredstava nastalih zbog eventualnog rasta proizvodnih kapaciteta (redukcija novčanih tokova ne može da se uvek isključi u slučaju ulaganja u produktivnost);
4. Cesija eventualne zamene mašina sa novom opremom (voditi računa da li je reč o povećanju ili smanjenju vrednosti) i mogućnost sticanja vlasništva nad napuštenim dobrom, koje preduzeće ima na raspolaganju.

Svi porezi i takse koje plaćaju vlasnici, a koji doprinose realizaciji projekta, treba da budu isto integrisani u iznos početnog troška investicija.

Obračun posredničkih tokova likvidnosti. Predviđanja vrednosti likvidnih tokova za vreme trajanja životnog veka projekta, treba da osvetli: podvajanje odluke o investiranju i finansiranju.

Metod predviđanja, procene troškova posrednika, koristi najviše podatke iz računa bilansa. Ne razmatraju se realni podaci naplate i isplate novčanih sredstava. Prodaja može, na primer, da bude evidentirana u knjigovodstvu preduzeća, jer se prodati proizvodi knjiže, ali da sredstva plaćanja klijenata

nisu prosleđena preduzeću. U praksi, uvek postoji neslaganje stanja između podatka likvidnosti i evidencije u knjigovodstvu. Ona su važna zbog proračuna potrebe za obrtnim novčanim sredstvima.

Takođe kao trošak postoji i porez, koji je knjigovodstveno obračunat. Za njega se uzima pretpostavka da treba da se plati do kraja rada. Pojednostavljen primer⁶⁵ ilustruje ove pretpostavke.

U hilj.din.

| Rubrika | Preduzeće X (bez investicija) | Preduzeće X (sa investicijama) | Razlika tokova |
|------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|
| Poslovni promet | 100 000 | 130 000 | 30 000 |
| Varijab. trošak ekspl. | 55 000 | 70 000 | 15 000 |
| Troš.adm. i kom. | 25 000 | 30 000 | 5 000 |
| Troš. ekspl. | 20 000 | 30 000 | 10 000 |
| Dotacije iz amort. | 10 000 | 16 250 | 6 250 |
| Benf. pret. Poreza | 10 000 | 13 750 | 3 750 |
| IS (33,1/3 %) | 3 333 | 4 583 | 1 250 |
| Ekonomski rezultat | 6 667 | 9 167 | 2 500 |
| Konačni tokovi | 16 667 | 25 417 | 8 750 |

Napomena: amortizacija linearna

Investicioni projekat nam pokazuje da nakon svake godine (pretpostavljajući konstantnost tokova) postoji razlika od 8750 hilj. dinara sa knjigovodstvene tačke gledišta. Na kraju svake godine eksploatacije, sa Novčanim Obrtnim Fondom od 500 hilj.dinara, koji je konstanta, analiza investicionog projekta biće kao što sledi, znajući da:

$$I_0 = 25\ 000$$

$$n = 4 \text{ godine}$$

$$r = 8\ \% \text{ (bez inflacije)}$$

$$\text{NOF} = 500$$

⁶⁵ R. Gillet, J.P. Jobard, P. Navatte, P. Raimbourg, *Finance*, Dalloz, Paris, 2003, str. 39,40

$$NSV = \sum_{i=1}^4 \left[\frac{8750}{(1,08)^i} - \frac{500}{(1,08)^i} \right] + 4 \cdot \frac{500}{(1,08)^4} - 2500$$

$$NSV = 3\,795,1 \text{ K€}$$

Povraćaj investicione sume, prema proračunu za potrebe obrtnih novčanih fondova, efektuirće se poslednje godine.

◆ DODATAK E: Dodata ekonomska vrednost

Pojam dodate ekonomske vrednosti. Sam ovaj pojam ima dugu tradiciju u analizi stvaranja bogatstva, koja proizilazi iz učenja ekonomista klasika i nema ni jednog koncepta kejnizijanaca, gde “dodata vrednost” nije u središtu mnogih nacionalnih računa, bilansa. Dodata vrednost, posmatra se kao dodatak opštih faktora proizvodnje prema raciju Q, kako ga je Tobin uveo.

Pojam dodate ekonomske vrednosti je prema tome posebna tačka gledišta akcionara i ekonomskih interesa, naročito u pogledu tržišne vrednosti sopstvenog akcijskog kapitala. Ovaj pojam je čisto “ekonomski” bez obzira na koju se vrstu interesa odnosi, bilo u odnosu na proizvodnju ili ne. Prema tome može da se definiše na dva načina:

- A. Dodata ekonomska vrednost jednaka je višku vrednosti koje donosi investicija u kapital u određenom vremenskom periodu.
- B. Dodata ekonomska vrednost predstavlja ekonomski rezultat, nakon svih naknada investicija u kapital.

Prema tome, ova dva pojma zauzimaju centralno mesto kod većine ekonomskih teoretičara. Za nas finansijere, bitan je onaj stav u ovoj definiciji po pitanju ekonomskog profita i onaj za investicije u kapital (kapitalne investicije).

Ekonomski profit je definisan praktično kao rezultat, zbir neto amortizacije i poreza. On je obračunat po principu računovodstvenog profita i kao takav treba da pretrpi brojne korekcije. Prema tome, po ovom pitanju mora se korigovati vrednost određenih obračunskih ekonomskih kategorija, naročito kod sledećih računovodstvenih elemenata:

Prvo, kod kategorije obračunate amortizacije, značajno je izvršiti sledeća ispitivanja i usaglašavanja:

- a) obračunati amortizaciju materijalne aktive srazmerno (po *pro-rati*) za vreme trajanja realnog veka sredstva (i to ne samo po računovodstvenim pravilima);
- b) korigovati amortizaciju istraživanja i razvoja (za one koji nisu već uključeni u godišnje troškove);
- c) proveriti neamortizovane precenjene vrednosti.

Drugo, korigovati određene vrste troškova, radi svodenja na realne vrednosti:

- a) proveriti i da li su neki finansijski elementi uključeni dva puta, a ako jesu onda ih izuzeti (na primer oni koji su priključeni obračunu kroz naknadu investiranja u kapital);
- b) proveriti na koji se vremenski period odnose neki troškovi i sprovesti storniranje provizije koja se odnosi na buduće troškove, i tako redom korigovati računovodstvene stavke.

Znamo da se pod ulaganjima u kapital podrazumevaju finansijska sredstva sastavljena od aktive, uključene u neto amortizaciju, i potrebnih obrtnih novčanih sredstava (fondova).

Stopa prinosa na ulaganja u kapitala je jednaka trošku kapitala TPC i piše se kao:

$$TPC = \frac{\rho \cdot CP}{(CP + D)} + \frac{i \cdot (1 - T) \cdot D}{(CP + D)}$$

gde je:

ρ = trošak kapitala CP,

D = kamatne stope finansijskih obaveza (dugova)

T = stopa oporezivanja.

Kapital CP treba da bude prilagođen prilagođen ekonomskom profitu, u pogledu sledećih ekonomskih vrednosti:

- troškovi koji su bili aktivirani⁶⁶, i njihov pripadajući deo amortizacije;
- zbir svih provizija koje su isključene zbog prirode ekonomskog profita (buduće provizije);
- ostali korigovani troškovi.

⁶⁶ Naknada za izvore finansiranja (sopstvenog akcijskog kapitala i obaveza-dugovanja) već je bila uključena u obračun.

Konačno, ekonomska dodata vrednost se piše kao:

$$EDV = \text{ekonomski neto profit} - CI \cdot TPC$$

Ekonomska dodata vrednost je konstanta, stvorena tokom vremena porasta vrednosti preduzeća, pa se kao takva razmatra kao:

$$EDV_t = V_t - VV_{t-1}$$

Gde je:

V = vrednost preduzeća,

EDV = ekonomska dodata vrednost.

Treba imati u vidu i sledeću jednakost, s obzirom da postoji odnos između sadašnje vrednosti preduzeća V_0 i dodate ekonomske vrednosti, gde je CI - investicioni kapital, kao:

$$V_0 = CI + \lim_{t \rightarrow \infty} \sum_t \frac{EDV}{(1 + TPC)^t}$$

Ograničenja ekonomski dodate vrednosti. Za pojam gudvil-a, kaže se da postavlja problem norme. Periodični tokovi viška vrednosti nastaju, kao efekat koji je određen počevši od procenjene stope rentabilnosti, normalne za aktivu, koja je predmet razmatranja. Bilo bi normalno da ova rentabilnost odgovara onoj, koja zadovoljava želje akcionara procenjivnog preduzeća.

To bi značilo da periodični tokovi viška vrednosti, moraju na dugi rok da budu ravni nuli. Ukoliko nisu ravni nuli, preduzeće beleži monopolsku rentu.

Ovaj pojam je definisan kao ekonomski profit koji se odbija od naknade hartija od vrednosti i akcionara. U uslovima normalne konkurencije, cene dobara i usluga treba da zahvataju naknadu (i prema tome cenu rizika) akcionara i hartija od vrednosti. Sav višak profita nastaje kao ekonomska renta, bez posebnog dejstva. Dodata ekonomska vrednost koja je pozitivna, prema tome, označavala bi postojanje takve rente (bila ona povodom monopolskog položaja ili na primer povodom postojanja asimetrične informacije...). Ako se pojam neto korigovane aktive i dodata ekonomska

vrednost ne razlikuje po prirodi, kao što smo prethodno objasnili, oblici ili modaliteti njihovog korišćenja odstupaju u kretanju. Preduzeće treba da investira kada je neto vrednost korigovane aktive pozitivna ili nula. To je stanje kada preduzeće odbacuje pozitivnu dodatnu ekonomsku vrednost.

Samo korišćenje koncepta dodate ekonomske vrednosti, za upravljanje i donošenje odluka upravljačkog tima (menadžera) posebno važno. Koncept pokazuje da li je upravljački tim sposoban da prisvoji rentu, koja je po svojoj prirodi trebala da bude poseban rezultat rada tržišta.

Ova neodređenost pojavljuje se zato što se pokušava objasniti pojam dodate ekonomske vrednosti u funkciji “*price earning ratio*”. Ponovo ćemo razviti ovu jednakost onako kako to radi prof. D.Žaket (D. Jacquet). Dodata ekonomska vrednost zapravo se piše kao: $EDV = RE(1-T) - CI(CPMC)$ gde CI predstavlja investiciju u kapital, a RE ekonomski rezultat. Pretpostavimo da je investicija u kapital deo finansiranja u obliku stalnog kapitala, onda bi bilo:

$$DEV = RE \cdot (1 - T) - CP \cdot \rho - i \cdot D \cdot (1 - T)$$

$$DEV = Res.net - CP \cdot \rho = Res.net \cdot \left[1 - \left(\frac{CP}{Res.net} \right) \cdot \rho \right]$$

$$DEV = Res.net \cdot [1 - (PER) \cdot \rho]$$

Dodata ekonomska vrednost je najslabija kada je PER povećano, što znači da je reč o preduzeću koje pruža značajnu perspektivu rasta dobiti. Za jedan isti neto rezultat, dodata ekonomska vrednost opada zato što preduzeće ima, više nego sigurnu, mogućnost rasta.

Prema logici dodate ekonomske vrednosti, podrazumeva se rezultat koji obezbeđuje povećanu tražnju za akcijama. Reč je o povećanju vrednosti sopstvenog akcijskog kapitala i dugo iščekivanog zadovoljstva, povećanje zarade akcionara.

Takođe, ništa manje značajan faktor nije korišćenje samog kriterijuma za prosuđivanje efikasnosti rukovodećeg tima.⁶⁷

Ono što je najoriginalnije, jeste postojanje postupka, ne samo radi procene preduzeća, nego radi organizacije i kontrole. Kao sredstvo kontrole upravljanja, pojam DEV je noviji i dozvoljava različitim entitetima jednog društva bolje razumevanje stanovište akcionarstva.



67 U pretposlednjoj jednačini racio (SR/ Res. Net) je inverzija stope zarade proistekla iz vlasništva istog kapitala. Ukoliko rezultat u zagradi nije pozitivan zato što je preduzeće ostvarilo bolju rentabilnost u odnosu na očekivanu rentabilnost od strane akcionara u funkciji elimisanja rizika, onda je to znak nesavršenosti tržišta.

PROVERA ZNANJA

1. Objasnite pojam i determinante investiranja.
2. Šta je komercijalna isplativost investicija?
3. Navedite i objasnite proste metode analize isplativosti investicija?
4. Koje metode diskontovanog toka poznajete?
5. Kako se sprovodi analiza likvidnosti investicija?
6. Kako se sprovodi analiza strukture kapitala?
7. Koji je osnovni princip celishodnosti investiranja?
8. Objasnite pojam dodate ekonomske vrednosti?

BIBLIOGRAFIJA

- I. M. Stanišić, Lj. Stanojević, *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2005.
- II. Z. Bodie, R. Merton, *Finance*, Prentice Hall Inc.2000.
- III. G. Cobbaut, *Théorie financière*, Economica, 4^e éd., Paris, 1997.
- IV. R. Goffin, *Principes de Finance Moderne*, 3^e éd., Economica, Paris, 2001.
- V. M. Albouy, *Décisions financières et création de valeur*, Economica, Paris, 2000.
- VI. P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur, *Finance d'entreprise*, Dalloz Gestion, 5^e éd., Paris, 2002

PRIMENA PROCENE METODA U SPECIFIČNIM SLUČAJEVIMA INVESTIRANJA

Cilj izlaganja

- Objašnjenje principa sprovođenja procene investicionih projekata preduzeća i međusobnog odnosa pri primeni u praksi
- Definisane specifičnih oblika investiranja preuzimanja i dezinvestiranje u savremenim uslovima

Plan izlaganja

- 12.1. Sprovođenje metoda neto sadašnje vrednosti u praksi
- 12.2. Sprovođenje metoda neto sadašnje vrednosti u praksi kod specifičnih oblika investiranja
 - 12.2.1. Preuzimanje preduzeća
 - 12.2.2. Dezinvestiranje
- 12.3. Ocena drugih kriterijuma izbora investicija
 - 12.3.1. Povraćaj roka otplate
 - 12.3.2. Interna stopa prinosa
- 12.4. Pokazatelji profitabilnosti
- 12.5. Prednosti metode neto sadašnje vrednosti u odnosu na druge kriterijume

DODATAK F: Racio analiza primenom neuronskih mreža

Rezime

Odluka o investiranju mora da se donosi nezavisno od odluke o finansiranju uz potreban uslov, pretpostavku, da se projekti finansiraju putem novčanih fondova na efikasnom tržištu. U pogledu primene procene investicionih projekata i njihovog rangiranja, praksa pokazuje da postoje metodi koji su lakši za racionalno praćenje i primenu, kao što je to slučaj sa metodom neto sadašnje vrednosti. Zapravo, na takvom finansijskom tržištu, kupovina fi-

nansijskih sredstava uvek će se obaviti po ravnotežnoj ceni. Ukoliko se kupoprodaja obavlja po ravnotežnoj ceni, moguće je da se operacija finansiranja održi, sama po sebi, po pozitivnoj vrednosti neto sadašnje vrednosti. Takođe, na efikasnom tržištu, investitori uvek plaćaju samo ono što treba da bude njihovo, po najnižoj ceni uključujući i trošak. Odluka o dodatnom zaduženju koje bi uticalo na vrednost preduzeća, u ovom slučaju može da se obavi pod najpovoljnijim uslovima.⁶⁸

Uzevši u celini, vrednost pravila predstavlja kriterijum izbora investicija koji odgovara dobrom funkcionisanju finansijskog tržišta.⁶⁹ Uprkos svemu, finansijsko tržište bez svake sumnje nije savršeno: kamatne stope zajmotražioca ili zajmodavaca često se razlikuju, postoje određene privilegovane informacije i složeni fiskalni sistem. Osim toga, postoji konflikt interesa vlasnika i upravljačkog sloja. Upravljački sloj se, obično, ne slaže da se svakodnevnom borbom za prinos akcionara i ne pridržavaju se, isključivo, izbora projekata prema pozitivnoj neto sadašnjoj vrednosti. Posredi je najčešće želja za finansijskom moći.

68 Zapravo prema R. Brejli i S. Majers "finansiranje je prvenstveno tržišni problem". Modigliani i Miler su pokazali konačno da na jednom savršenom tržištu, vrednost preduzeća je nezavisna od finansijske strukture što je ostalo kao izvesno tvrđenje do današnjih dana. Kao takvo služi kao polazna osnova za mnoge analitičke pristupe (F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, American Economic Review, n^o 48, juin 1958, str. 261-297).

69 Za maksimizaciji uzima se najveći mogući porast akcija i prema tome i bogatsvo akcionara.

Teorija posrednika

Džensen i Mekling (1976)* definišu posrednika kao ugovor u kome se jedna ili više osoba označavaju kao “principal”. One zaključuju ugovor o pružanju usluge koja se naziva “agent-posrednik”, koji u njeno ime obavljaju dogovoreni posao. Za taj posao agent-posrednik dobija puno ovlašćenje. Takođe, akcionari delegiraju upravljače preduzeća da obave uslugu maksimiziranja njihovog bogatstva. Vlasnici akcija mogu da rasporede prirodni prinos između principala i agenta-posrednika. Troškovi posrednika su uključeni, a principal je u obavezi da nadgleda posao. Sa pravne tačke gledišta, treba da se sačini optimalni ugovor, na obostrano zadovoljstvo, radi ograničavanja posledica mogućih nesuglasica po pitanju troškova nadgledanja.

Tokom vremena razvio se pozitivan pristup u posredničkim agencijama. Namera je uvek bila da agent-posrednik da najprihvatljivije stručno rešenje po pitanju izbora npr. izvora finansiranja.

Pomoću teorije o agencijama-posrednicima, može da se procenjuje potreba različitih složenih oblika finansiranja: konvertibilnih obveznica, lizinga... Zapravo, agencije omogućavaju da se lakše reše konflikti oko zarade, koji bi mogli da nastanu između upravljača i akcionara, naročito akcionara koji preduzimaju veoma rizične projekte, ako dovode do narušavanja finansijske stabilnosti preduzeća ali sa nadoknadivim štetama....

* MC Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, Octobre 1976, str.305-360; E.F.Fama, *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n^o2, avril 1980, str. 288-307.

KLJUČNE REČI: metod neto sadašnje vrednosti • preuzimanje preduzeća • dezinvestiranje • povraćaj roka otplate • interna stopa prinosa

12.1. SPROVOĐENJE METODA NETO SADAŠNJE VREDNOSTI U PRAKSI

Mehanizam ili način funkcionisanja kriterija. Nakon proučavanja studije slučajeva, situacija će biti mnogo jednostavnija. Neto sadašnja vrednost investicionog projekta određena je svođenjem na neto sadašnju vrednost budućih neto novčanih tokova po tržišnoj kamatnoj stopi (uvek uzimamo odgovarajući uzorak, a potom primenjujemo na iznos početne vrednosti troškova). Cilj je maksimizacija neto sadašnje vrednosti, koja treba da bude pozitivna.

◆ Primer*:

Ako sa:

I_0 - označimo iznos veličine projekta, a sa
 FT_i - zajednički udružene novčane tokove, sa
 r - predstavimo koristan trošak kapitala (opurtunity cost, engl.),

formulu za neto sadašnju vrednost - NSV možemo da napišemo kao :

$$NSV = \sum_{i=1}^n \frac{F \cdot T_i}{(1+r)^i} - I_0$$

Elementi za proračun:

- Ulaganja se vrši u proizvodni sektor, na period od 3 godine po kamatnoj stopi od 8% ($8\%=1/0,08$) bez rizika.
- Projekat 1 ima početni trošak kapitala iznosi 3000,0 hilj.dinara.
- Projekat 2 ima isti iznos početnog troška kapitala.

U tabeli je data projekcija tokova likvidnosti koja se razlikuje kod projekta 1 i 2.

* Prema, R. Gillet, J.P. Jobard, P. Navatte, P. Raimbourg, *Finance*, Dalloz, Paris, 2003

| Projekat | Početni trošak | Tokovi likvidnosti | | | NSV 8% |
|----------|----------------|--------------------|----------|----------|-----------|
| | | Godina 1 | Godina 2 | Godina 3 | |
| 1 | -3000 | 1400 | 1400 | 1400 | 607,93 |
| 2 | -3000 | 1000 | 1500 | 1000 | 5,76 |

Tabela 12.1. Početni elementi za obračun prema NSV

Prvo, u slučaju projekta 1 obračunaće se NSV po datoj kamatnoj stopi na sledeći način:

$$\frac{1400}{(1,08)} + \frac{1400}{(1,08)^2} + \frac{1400}{(1,08)^3} - 3000 = 607,93 \text{ din.}$$

Zahvaljujući svođenju na neto sadašnju vrednost u dinarima nulte, polazne godine (pretpostaka je da je ona početna godina investiranja i da je bila već integralno efektivirana), likvidni tokovi se u našem slučaju pokazuju kao najsporiji.

Potrebno je da se dobro razume tehnika svođenja na neto sadašnju vrednost da bi se potom izvršila kapitalizacija. Zapravo, moglo bi se rezonovati u vrednosti budućih dinara, a ne sadašnjih dinara (u ovom slučaju, kapitalizuje se rezultat posrednika).

Sledeći korak je obračun kumulativnog novčanog toka (prema sledećoj jednačini).

a) Ako se razmatra proračun cene prve investicije, na kraju 3. godine postiže se kumulativan novačani tok jednak 4544,96 hilj.dinara:

$$\sum_{i=1}^n FT_i \cdot (1+r)^{n-i} = 1400(1+r)^2 + 1400(1+r) + 1400 = 4544,96 \text{ hilj. din.}$$

b) Vrednost početnih troškova I_0 stalno menja stopu koja je bez rizika, i na kraju 3. godine, realizuje se sledeći iznos kapitala od 3779,136 Dinara:

$$I_0 (1 + r)^n = 3000 (1,08)^3 = 3779,136$$

c) Ostvarena zarada (Z) prema preduzetim investicijama na tržištu dobara i usluga (proizvodni sektor), na finansijskom tržištu procenjuju se na sledeći način:

$$Z = \sum_{i=1}^n FT_i (1+r)^{n-i} - I_0 (1+r)^n = 4544,96 - 3779,136 = 765,824 \text{ hilj. din.}$$

Ovaj iznos predstavlja zapravo NSV projekta investicionog perioda 3 u hiljadama dinara.

Rezultat može da se proveriti na sledeći način, kao:

$$NSV = \frac{Z}{(1+r)^n} \Rightarrow \frac{765,824}{(1,08)^3} = 607,93 \text{ hilj. din.}$$

Ili kada se uzme

$$Z = NSV (1+r)^n \Rightarrow 607,93 (1,08)^3 = 765,824 \text{ K euro}$$

Svođenje na sadašnju vrednost dozvoljava da se jednostavno svede neka vrednost, iskazana u dinarima, na današnji dan, iako će se zarada ostvariti tek kroz sutrašnji posao.

Zaključak:

U slučaju prve investicije, novčani tokovi su bili isti kao u svakom periodu, i mogu da se koriste u pojednostavljenoj formuli za procenu NSV projekta (suma novčanih tokova aktualizovana, može da se piše u obliku geometrijske progresije).

Može da se zaključi da je početna investiciona vrednost za postizanje NSV projekta 607,93 hilj.dinara. Opređenje između projekta 1 i 2 pokazuje da je ekonomska računica projekta 1 prihvatljivija.

Ako se računa cena oba investiciona projekta, koja figuriraju u prethodnim tabelama, pri čemu se zna da oba imaju pozitivnu NSV, moramo da izračunamo i njihov prinos (dohodak, rentu). Međutim, ako se projekti međusobno isključuju (ne uzimajući u obzir koji će se od njih realizovati), projekat 1 čini se profitabilniji. Ova dva projekta su “potpuno” uporediva zato što su njihovi početni troškovi isti, isto kao i njihov vek trajanja (životni vek).

Međutim kriterijum NSV poseduje jednu interesantnu osobinu, to je osobina dodatne vrednosti. Ona se piše kao jednakost zbira neto sadašnje vrednosti projekta 1 i 2 s jedne strane i zbira pojedinačnog svakog projekta.

Prilagođavanje u slučaju reproduktivnih projekata. Kada postoje projekti čiji se vek trajanja isključuje i značajno se razlikuju, a čini se da će biti pozitivno proizvodni u budućnosti, analiziraju se prema istom modelu. To je najčešće slučaj kada je reč o zasadu šuma, pa potom seči drva. Za ovakve situacije jednostavno poređenje NSV dva projekta nije dovoljno.

Da bi se uradilo dobro poređenje, treba da se uzme proračun NSV svakog projekta kao da se beskonačno reprodukuju.

U ovim slučajevima vrši se prilagođavanje prema proračunu veka trajanja željenih projekata. Takođe, kada se procenjuju projekti, ne vrši se procena prema poređenju samo NSV kao dovoljnih. Da bi se izvršio izbor između njih, moraju se sagledati svi ukupni rezultati, relevantni za analizu.

Prilagođavanje u slučaju racionalizacije (ograničenja) kapitala⁷⁰. Do stanja racionalizacije (ograničenja) može da dođe iz nekoliko razloga.

1. Fiksiranje budžeta za investiranje - To se događa kada imamo situaciju u kojoj preduzeće fiksira svoj godišnji budžet za investiranje. Ovo čini da bi strogo namenski koristilo sredstva. Onda se kaže da postoji sistem ograničenog finansiranja.

70 Može da se govori o dva oblika racionalizacije kapitala kao “prilagodljivog” i “striktnog”. Racionalizacija kapitala u verziji «prilagodljivog» ne odražava se na nesavršenost poslovanja usled dejstva finansijskog tržišta, nego se više javlja kao ograničenje nastalo zbog investicionih želja pojedinih delova preduzeća. Ovakav vid ograničenja izgleda da je dobro sredstvo za internu kontrolu poslovanja preduzeća.

U verziji »striktno« racionalizacije kapitala pretpostavlja se da postoji nesavršenost funkcionisanja tržišta kapitala. U ovom slučaju, nemoguće je da se finansiraju investicioni projekti sa pozitivnom NSV kao što je na primer asimetrična informacija.

Najčešće se primenjuje kada postoji potreba da se namenski investira u neke delove preduzeća, da bi se poboljšao efekat poslovanja.

Prema ovoj pretpostavci, racionalizacija nije posledica stanja neefikasnosti tržišta, nego maksimizacija neto sadašnje vrednosti, kao osnovnog kriterijum za izbor investicionog projekta.

2. Raznovrsnost ulaganja - Pretpostavimo da je određeno zaduživanje preduzeća, obavljeno kada su ispunjena sva maksimalna ograničenja prema bankarskim pravilima. U međuvremenu, može da se dogodi da preduzeće emituje akcije na tržištu da bi obezbedilo potreban novčani fond za poslovanje. Ovo je moguće kada preduzeće vodi računa da realizuje određena investiranja prema pozitivnoj neto sadašnjoj vrednosti. Suprotno došlo bi do narušavanja finansijskog toka novčanih sredstava.
3. Reprogram obaveza - Uostalom, iako je tržište nesavršeno (neperfektno), na dugi rok, kada akcionari imaju pristup na dobro organizovanom tržištu, oni mogu da se zaduže i da reprogramiraju novčani dug preduzeća. Kako izbor alokacije portfolija akcionara nije pod pritiskom, ostaje kao validan za korišćenje kriterijum Neto Sadašnje Vrednosti (NSV).

◆ Primer za situaciju racionalizacije (ograničenja) kapitala firme:

U situaciji racionalizacije (ograničenja) kapitala firme, linearno programiranje se koristi kao sredstvo maksimizacije portfolija projekata.

Pretpostavlja se slučaj⁷¹ da jedno preduzeće ima:

- a) investiciju za godinu N i godinu N + 2,
- b) investicioni budžet je ograničen na 15 000 €.
- c) Opisani su kao dati sledeći projekti u Tabeli 2.:

| Projekat | Početni trošak Godine N | Tokovi likvidnosti | | NSV 8% |
|------------------|----------------------------|--------------------|-------------|---------|
| | | Godina N +1 | Godina N +2 | |
| N ^o 1 | -15 000 | 15 000 | 5 000 | 3 175,6 |
| N ^o 2 | -7 000 | 2 000 | 10 000 | 3 425,2 |
| N ^o 3 | - 8 000 | 3 000 | 10 000 | 3351,1 |
| N ^o 4 | 0 | -30 000 | 45 000 | 11666,6 |

Tabela 12.2. Elementi za obračun investicije u ograničenju kapitala firme u €

Za godinu N , preduzeće ima izbor da realizuje investiciju u projekat N^01 ili projekte N^02 i N^03 . Ova poslednja kombinacija maksimizuje neto sadašnju vrednost.

U međuvremenu, godine $N + 1$, preduzeće je još pod stegom. Neće moći da investira prema investicionim projektima N^04 , budući da su najrentabilniji.

Optimalno rešenje, u slučaju ovog višeperiodnog vremena, prema tome je period N u projektu N^01 . Znači, dok se ne prihvati projekt N^04 u periodu $N + 1$.

Tada NSV dostiže 14 842 € (proračun prema tablicama). U složenim slučajevima, samo linearno programiranje sa brojnim pokušajima, može da odredi pravo rešenje problema koji se u ovom slučaju pojednostavljeno piše kao:

$$\text{MAX } Z = 3\,175,6 X_1 + 3\,425,2 X_2 + 3\,351,1 X_3 + 11\,666,6 X_4$$

U prethodnom izlaganju iznet je opšteprihvaćen stav da postoji savršenost finansijskog tržišta. Tako se za svaki projekat očekuje da bude uspešan. Vlasnici kapitala na finansijskom tržištu, treba da odrede njegovu vrednost.

12.2. SPROVOĐENJE METODA NETO SADAŠNJE VREDNOSTI U PRAKSI KOD SPECIFIČNIH OBLIKA INVESTIRANJA

Metod neto sadašnje vrednosti (NSV) ima korisnu primenu u slučaju akvizicije aktive (u slučaju fuzije) ili kod dezinvestiranja (cesija aktive). Poslednjih godina znatno se povećalo učešće ovih oblika, što je dovelo do rasta takvih preduzeća. To se odmah odrazilo i na bilanse preduzeća.

12.2.1. Preuzimanje preduzeća

Pod investicionom aktivnošću podrazumeva se i operacija preuzimanja, u obliku kupovine preduzeća. Za ovu operaciju donosimo odluku o kontroli preuzimanja nekog preduzeća. U takvim slučajevima primenjuju se isti principi procene imovine da bi se odredila korisnost odluke o preuzimanju. Investicija će biti sprovedena, ako analitička procena pokazuje da se poboljšava bogatstvo akcionara.

71 R. Gillet, J.P. Jobard, P. Navatte, P. Raimbourg, *Finance*, Dalloz, Paris, 2003, str.21

U međuvremenu treba preduzeti aktivnosti koje su specifične za proračun. Kod proračuna ove operacije postoje dve faze. U prvoj fazi izvode se pokazatelji, koji služe kao podloga za donošenje odluke. Da bi se donela jedna racionalna odluka o investiranju, procena treba da ukaže da postoji ili zarada ili eliminisanje gubitka (putem pregrupisavanja sinergijskih operacija). Druga faza obuhvata detaljno razmatranje pravila, regulativa sa pravne i fiskalne tačke gledišta. Praksa pokazuje da postoje “prijateljske” i “neprijateljske” akcije preuzimanja. Svakako mnogo preduzetih akcija su “prijateljske”, ali javna ponuda “neprijateljske” kupovine može da donese veliku tržišnu borbu na berzi.

Principi procene kod preuzimanja:

Opšti principi poređenja procene projekata podrazumevaju proračun tri elementa: (a) ekonomske dobiti, (b) troška realizacije i (c) procene ekonomskog rezultata nakon završene operacije.

(a) Ekonomska dobit

Kao odrednice ili determinante dobiti mogu da se sumiraju sledeći elementi, prema onome kako ih najčešće predstavlja većina autora:

- realizacija ekonomije obima,
- sinergetski efekat ($1+1=3$) u komplementarnosti;
- eliminacija neefikasnosti poslovanja (firmi lošeg upravljanja).

Ostali razlozi su takođe bitni, kao što je na primer smanjenje troška finansiranja, nastalih zbog efekta veličine (poslovanje u uslovima ekonomije obima).

Ako se pretpostavi da neko preduzeće X želi da dođe u posed određenog preduzeća Y onda će na prvom mestu biti zainteresovano za tu akciju, ako će iz nje izvući dobit. U tom slučaju procena mora da pokaže da postoji evidentna ekonomska dobit iz operacije preuzimanja. To znači da ukupna vrednost mora da ima bolji rezultat od onih koje te dve jedinice pojedinačno imaju.

Ako se sadašnja vrednost preduzeća označi sa $VR_{X,Y}$ posle pregrupisavanja, a sa VR_X i VR_Y vrednost firmi X i Y ekonomsku dobit može da se iskaže kao:

$$\text{Ekonomska dobit} = VR_{X,Y} - (VR_X + VR_Y) \quad (1)$$

Ekonomska dobit predstavlja bitan element, koji pokazuje da li je operacija opravdana. U tom slučaju pokazuje rast.

(b) Trošak realizacije

Trošak realizacije ove operacije, predstavlja bitan element sa stanovišta načina realizacije, pošto novac ima svoju cenu. Radi jednostavnosti izlaganja pretpostavlja se plaćanje putem likvidnih sredstava. To znači, da su potrebna odmah raspoloživa novčana sredstva.

Prema ovoj pretpostavci, trošak kontrole pripajanja se piše kao što sledi:

$$\text{Trošak realizacije} = \text{Likvidna sredstva} - VR_Y \quad (2)$$

(c) Procena ekonomskog rezultata

Neto sadašnja vrednost investicije preduzeća X, jednaka je razlici između dobiti proistekle iz operacije (iskazane u jednačini 1) i njenog troška realizacije (iskazanog u jednačini 2.).

$$\text{VNP} = VR_{X,Y} - (VR_X + VR_Y) - (\text{Likvidnost} - VR_Y) \quad (3)$$

Ako je rezultat jednačine pozitivan, onda je projekat prihvatljiv za preduzeće. Ovim se na završava analitički pristup. Formulacija NSV naglašava da je potrebno proceniti da li postoje dva bitno različita problema:

1. Postoji li ekonomska dobit ponovo proizašla iz ove operacije?
2. Koji deo dobiti će se operacionalizovati između akcionara firme X i onih iz preduzeća Y?

Postavljanjem ovih pitanja pokazuje se da je za poslovanje i praćenje rezultata poslovanja potreban veoma detaljan analitički pristup. U finansijskoj analitici uvek moramo voditi računa da nakon jedne faze, treba da se misli o narednoj, što proističe iz same prirode proizvodnog procesa. On ima smisla, ako postoji kontinuitet.

Često u praksi imamo situaciju da ni jedan argument koji se odnosi na trošak finansiranja nije baš najegzaktniji, a da je nastao kao rezultat pregrupisanja. Obično se kaže da će troškovi emisije biti niži usled obima, što je najznačajnije. Međutim, nije opravdano misliti da će zato što se dva preduzeća fuzionišu, automatski biti ostvarena dobit.

Takođe se pokazuje da je najslabija stopa dobiti kada se dva poslovna odeljenja novog entiteta kontragarantovano mešaju. Naprimer, ako je jedno odeljenje u preduzeću koje se preuzima u poslovnim teškoćama, a zato što je pri uzimanju pozajmice, na ime obezbeđenje duga, dalo kao zalag garancije, druge poslovne celine istog preduzeća. Snižavanjem troška duga dobija se prema tome

jedna kontrastavka: jedan garantuje dug drugog sastavnog dela. To nije znak dobrog upravljanja finansijama. Dobro je biti oprezan i proveriti, da li je svaka od dve firme pre fuzije bila zadužena na finansijskom tržištu.

◆ Primer raspodele dobiti kod preuzimanja:

Polazi se od pretpostavke da se vrednosti dva preduzeća u dinarima prikažu kao A i B:

$$\begin{aligned} VR_A &= 1\,000\,000 \\ VR_B &= 200\,000 \end{aligned}$$

Očekuje se ekonomska dobit iz operacije pregrupisanja od 100 000 Dinara.

Zajednička vrednost se iskazuje kao rezultat zbira vrednosti i očekivane dobiti, a prema tome dobija se sledeća jednakost :

$$VR_{A,B} = 1\,000\,000 + 200\,000 + 100\,000 = 1\,300\,000$$

Ako je preduzeće B kupljeno za 240 000 Dinara, trošak fuzije je onda jednak razlici ukupno izdvojenih sredstava za plaćanje i vrednosti preduzeća koje se preuzima:

$$\text{Trošak} = \text{Likvidnosna sredstva} - VR_B$$

$$\text{Trošak} = 240\,000 - 200\,000 = 40\,000 \text{ Dinara}$$

Dobit akcionara društva B se podvodi pod trošak koji se odnosi na preduzeća A. Zapravo akcionari društva Y su odgovarajući deo u iznosu 40 000 od 100 000 (očekivana dobit), zaradili globalno na osnovu fuzije.

Za akcionare neto sadašnja vrednost u ovoj operaciji, izračunava se tako što se od ukupnog zbira vrednosti oba preduzeća (koja predstavlja zbir sa uvećanom očekivanom dobiti) oduzime njihova vrednost, anagažovana sredstva i likvidnosna sredstva u odnosu na vrednost preduzeća B. Za akcionare A neto sadašnja vrednost je prema tome :

$$\begin{aligned} NSV &= 1\,300\,000 - (1\,000\,000 + 200\,000) - (240\,000 - 200\,000) \\ &= 60\,000 \end{aligned}$$

Ukoliko akcionari nisu participirali u operaciji pregrupisanja između dve firme, oglas o kontroli pripajanja odraziće se na berzansko stanje (prema pretpostavci po kojoj se društvo kotira na berzi):

- procenom cene akcije B od 20% (240000/ 200000), i
- rastom cena akcija A od 6% (1060000/ 1000000).

Ako finansijsko tržište posmatramo kao efikasno, onda je izuzetno važno da se prati kretanje ovih operacija na tržištu. U slučaju da berzanski kurs pokazuje pad, onda bi to bio znak da investitori na berzi sumnjaju u ekonomsku dobit cele operacije. To su bitni faktori koji ukazuju da čak i kad se obavi operacija fuzije, ne znači da sa celom aktivnošću analitike treba da se stane. Obrnuto, ako je operacija i preduzeta radi ekonomske dobiti, onda se i dalje mora voditi aktivna politika. Ona zahteva da se prate berzanska kretanja i poredi elementi iz analitike studije izvodljivosti.

12.2.2. Dezinvestiranje

Drugi oblik savremenog investiranja predstavlja angažovanje sredstava u ozdravljenje jednog dela preduzeća, putem zamene, bilo sredstava, bilo proizvodnog programa. Zamena može da bude potpuna, znači da se prestane sa proizvodnjom nekog proizvoda jer nema prihoda i dobiti od njega. Osim toga može da bude delimična, da se samo jedan deo asortimana zameni. Ako se pokaže da je zamena potpuno neopravdana, kod pojedinih pogona čiji je vek proizvoda pri kraju životnog veka (bilo da je u pitanju “zrelost” ili opadanje prodaje), mora da se radi na uvođenju novih proizvoda.

Iskazani poslovni rezultati tih delova i godišnji tokovi likvidnosti su nedovoljni za razmatranje odluke o finansiranju. Za ovakvu procenu stanja primenjuje se ravnoteža matrice proizvoda u cilju rasterećenja proizvodnje, a radi eliminisanja ciklusa loših poslovnih rezultata (gubitka). To izlazi iz oblasti finansija, ali se koristi kao stručno mišljenje pri opredeljenju za odluku o načinu investiranja. Posredstvom dezinvestiranja, odlučuje se o prekidu stanja proizvodnje gubitka, pre započinjanja novog ciklusa investiranja.

Ova odluka treba se donosi tek nakon analize ukupne aktive (nepokretne i cirkulirajuće) i novčanih tokova. Naravno, preduzeća može da razmatra i mogućnost smanjenja postojećeg obima poslovanja.

Dezinvestiranje nije operacija bez rizika. U ovoj operaciji vrši se cesija dela aktive. Zapravo, cesija aktive ima za cilj da nadoknadi nedostatak buduće zarade (koristeći portfolio aktive), naročito onih tokova likvidnosti, čija je procena bila neizvesna.

Ipak, treba dobro predvideti buduće tokove, svođenjem na današnji nivo, da bi se donela ekonomski racionalna odluka. Ona je, prema tome, potpuno suprotna jasnoj finansijskoj situaciji u sadašnjem vremenu. Samo pomoću vrednosne procene aktivnosti (posredno), zajedno sa neodređenošću poslovnih elemenata, smešta se u budućnost. Sledeća važna aktivnost je pronalaženje jednog ili više kupaca sa kojima treba da se pregovara ponovo o određenim pitanjima plasmana. U svakom slučaju, dezinvesticija se u današnjim okolnostima obavlja, jer dozvoljava poboljšavanje narušene finansijske situacije preduzeća.

Finansijski kriterijum kao ekonomska osnova dezinvestiranja. Prepoznavanje odstupanja od postojećeg programa proizvodnje nije beznačajno. Ponekad je teško doneti odluku. Potrebno je dosta iskustva i analitičke sposobnosti da bi se donela odluka, u skladu sa pravilnim ekonomskim razlozima, između fiksiranih činjenica i postignutih rezultata, o daljim željenim prihodima. Drugim rečima, poslovna odluka mora da se zasniva na planu razvoja, koji obezbeđuje zaštitni plan za dalji razvoj preduzeća.

Operacija dezinvestiranja treba da se zasniva na postulatima koji su rezultat zrele promisli, organizacije i planiranja. Treba postaviti metodu procene mogućnosti dezinvestiranja. Osnovni princip zasniva se na logici toka investiranja.

Potrebno je da preduzeće zna da će se budući tokovi likvidnosti ponovo aktivirati, svođenjem na sadašnju neto vrednost. Svođenje na neto sadašnju vrednost, neophodno je da bi se sagledao proces investiranja u iznosu neophodne nadoknade aktive po današnjoj vrednosti. Kao glavni parametri za ekonomsku analizu dezinvestiranja koriste se:

- vrednost povraćaja investicionog projekta, u vremenu t perioda razmatranja odluke (VR_t),
- likvidni tokovi budućih odustajanja (učinjenih da bi se zaustavila eksploatacija) ($FL_{t,n}$) počevši od perioda t pa sve do perioda n ,
- stope aktualizacije (svođenja na neto sadašnju vrednost) r prilagođenog riziku projekta koji se razmatra.

Ekonomska osnova u cilju preduzimanja dezinvestiranja zasniva se na upoređenju iznosa izgubljenih likvidnih tokova i umanjene vrednosti kapitala nakon investiranja.⁷²

⁷² Svakom periodu, poznatom kao rezidualna vrednost projekta, moguće je da se odredi optimalan trenutak dezinvestiranja sa tačke čistog finansijskog gledišta.

Polazne premise za sprovođenje odluke o dezinvestiranju:

$$VR_t > VP_t$$

gde:

VR_t pokazuje vrednost umanjenog investiranja u periodu t ,
 VP_t pokazatelj aktualne vrednosti budućih tokova odustanka, koji se pišu:

$$VR_t = \sum_{j=t+1}^n \frac{FT_j}{(1+r)^{j-t}} + \frac{VR_n}{(1+r)^{n-t}}$$

Simulacija proizvodnje i investicije u praksi analitički se prati iz godine u godinu. Posmatra se početni trošak u pretpostavljenom iznosu, a potom se pridružuju novčani tokovi koji se odnose na tu proizvodnju. Na kraju se svodi vrednost uz stopu aktualizacije (određuje se neto sadašnja vrednost). Ako se dobije pozitivan rezultat, onda to znači da se ta investicija može prihvatiti.

Zahvaljujući poznavanju vraćene neto vrednosti u svakom periodu, moguće je odrediti korisnost koja treba da se iskaže kao investiciona usluga. Takođe, u svakom periodu može da se proceni prinos koji je potreban za održavanje novčanih investicionih fondova u predviđenom projektu.

Računa se, zapravo, zajedno Neto Sadašnje Vrednost (NSV) projekta, od datuma ispitivanja odluke o dezinvestiranju, sve do dospeća. Sve dok je i jedan mesec NSV pozitivan, to će zahtevati da se obračunava do određenog, konkretnog datuma, realizacije projekta. U slučaju, da je NSV pozitivna, ne postavlja se pitanje da li projekat treba da bude nastavljen, da se neprekidno finansira.

Ako među projektima bude negativnih vrednosti, neće biti potrebno da se finansira projekat koji ide u intervalu gde NSV ne pokazuje pozitivnu vrednost.

Prema tome može da se dezinvestira sve do kraja perioda, gde je projekat pozitivan.

U stvarnosti, potrebno je da se prouči mogućnost nastavljanja ili zaustavljanja projekta, pridržavajući se proračuna sa podacima koji se kreću u određenom vremenskom roku. Tabela tokova likvidnosti i povraćaja vrednosti se modifikuje u svakom periodu, prema novim procenama zamene starih vrednosti.

◆ Praktično iskustvo

Na primer, proces dezangažovanja dugo vremena je u Evropskoj uniji smatran za jedan oblik poslovnog neuspeha. Karakter povremenog praktičnog stapanja ili asimilacije kompanija, sasvim neosporno, posmatran je kao oblik upravljanja kojim se rešava važan finansijski problem. Tokom poslednjih godina bilo je puno pokušaja i odustajanja od sprovođenja procesa dezinvestiranja. Počelo se sa ozbiljnim preispitivanjem da li iz svake operacije pripajanja ili dezinvestiranja, iako se preduzeće nalazi u ozbiljnim ekonomskim teškoćama, ekonomska dobit, kao maksimalna, treba da bude osnova za donošenje odluka. Praksa je ukazivala da, bez obzira, što postoji potreba da se donose ekonomske odluke na postulatima isključivo maksimizacije profita, tako nešto ne može uvek biti realno i ostvarljivo.

Naravno svedoci smo mnogih ostvarenih spajanja (cesija) kao i mnogih teških, najčešće ‘neprijateljskih’ gde postoji dubok sukob ekonomskog interesa. Međutim ostaje nepobitna činjenica da je kod onog dela, gde je došlo do realizacije preuzimanja, ostvaren značajan pomak u stvaranju novih tehnoloških proizvoda. Stapanje kapitala na međunarodnom nivou je trend koji se nezadrživo širi. Mogli bismo reći da ova karakteristika nastaje kao snažna potreba povezivanja znanja i njegove primene nakon velikih, tehnoloških inovacija.

Ova pitanja ostaju u teorijskom domenu. Da li sprovođiti preuzimanje ili dezinvestiranje po svaku cenu? Takođe smo svedoci da je u praksi dolazilo do mnogih odustajanja od ovih procesa, iako su ekonomski pokazatelji upozoravali da su neminovni. Brojni su razlozi koji su doveli do ovakvih stanja.

Osim direktnog odustajanja, vlasnici i menadžment preduzeća kandidata za ove operacije često su i modifikovala oblike spajanja. Stvarna politika cesije, prilagođena je različitim oblicima sprovođenja. Kao opšti razlog se navodi da je upravljače mrzelo da cediraju proizvodnu aktivnu. Njihov odustanak nastajao je najčešće iz razloga koji su:

- komercijalni (slabo učešće na tržištu, nedovoljna ponuda i slično), finansijski (loša likvidnost, finansijska zavisnost i slično),
- tehnološki (tehnološka nadmoćnost),
- specifični, koja se iznenada javljaju (teškoća u snabdevanju, variranje potrošačke moći, monetarna nestabilnost i slično).

Analize koje su prethodile operaciji dezinvestiranja uvek su prilično dugo trajale. Često se dužina procesa protezala i do dve godine. Najjači uzrok su bile teškoće pravne i fiskalne prirode. Najveći broj odustajanja od operacije događao se tokom faze analitičkog sagledavanja. Međutim, kada bi se prošla ova faza, uglavnom se pristupalo rešenju teškog ekonomskog stanja.

Polazilo se od racionalnog ekonomskog stava, da za nacionalnu privredu nije dobro da se ne sprovede operacije rešavanja ekonomskih teškoća, jer će rezultirati u smanjenoj efikasnosti privrede. Tako da se kod praktičnog sprovođenja ovih operacija, kretalo u, ponekad, veoma spore i duge procese.

Generalno posmatrano u današnjoj evropskoj ekonomiji postoji pad poslovne aktivnosti, narušavanje monetarne situacije, poslovna akumulacija je nedostajuća. To su razlozi koji opravdavaju donošenje odluka o dezinvestiranju, retke su dezinvesticije koje se obavljaju samo zbog jednog faktora. Evropska praksa ukazuje da su mnogo češća brojna odustajanja, kako bi se pokušalo sa razrešenjem veoma složenih situacija. Prema tome, stepen refleksije odustajanja biće uvek srazmeran onim najznačajnijim u pogledu kritičnosti situacije. Brojne Direkcije se odnose na dezangažovanje. Svakako, neosporan je multidisciplinarni karakter ovih operacija.

Komitet u okviru EU, ustanovljava trajanje operacije i pregrupisavne specijalista iz različitih oblasti. Jedna stalna funkcionalna direkcija (specijalizovana) učestvuje u cesijama-akvizicijama i ima prilagođen program u okviru jake planske strategije.

Možda ovaj primer aktivnog delovanja u vezi sa praktičnim problemima može da posluži i ostalim privredama zemalja koje nisu članice Evropske unije, da organizuju svoju strategiju i aktivno deluju u cilju ozdravljenja privrede.

Iskustvo Evropske unije pokazalo je da su ove operacije veoma često bile bolne, ali je sve to, uz ostale faktore, uticalo na formiranje aktivne ekonomske politike anticipativnog razvoja ekonomije. Tako da su i sami oblici dezinvestiranja i cesija bili usklađivani prema pojedinačnim, konkretnim problemima. Uvek su birani najefikasniji.

12.3. OCENA DRUGIH KRITERIJUMA IZBORA INVESTICIJA

Konstatovano je da osim neto sadašnje vrednosti postoji više drugih kriterijuma za izbor investicija. Radi ocene kriterijuma potrebno je da budu ispunjeni sledeći zahtevi:

1. Kriterijum treba da omogući maksimiziranje bogatstva akcionara pod svim okolnostima,
2. Tokovi likvidnosti treba da budu diskontovani po korisnom trošku kapitala,(oportunity cost, engl.), po stopi bez rizika u određenoj budućnosti,

3. Svi troškovi likvidnosti treba da budu uključeni u projekat koji je predmet razmatranja,
4. Oni treba da procenjuju istu funkcionalnu vrednost projekta bez obzira na ostale karakteristike, nezavisno od ostalih projekta.

Posmatraće se konkurentni kriterijumi NSV-i svih ostalih koji se koriste u praksi: povraćaj roka vrednosti (*payback period*), interna stopa prinosa i pokazatelj profitabilnosti.

12.3.1. Povraćaj roka otplate

Metod povraćaja roka vrednosti se jednostavno definiše kao potreban broj godina/mесеци da se izvrši povraćaj celokupnog iznosa, početno investiranog novčanog fonda.

Postoje dve verzije ovoga kriterijuma: prvi koji ne aktualizuje tokove likvidnosti računa bilansa i drugi koji koristi tokove aktualizacije da bi ih poredio tokom različitih vremenskih perioda.

Korisnost ovog kriterijuma može da dođe do izražaja u trenutku nastajanja krize u preduzeću. Kada preduzeće želi da osigura brzi rok povraćaja investiranih novčanih sredstava, ovaj kriterijum se javlja više kao pokazatelj likvidnosti nego rentabilnosti. On pokazuje, samo praktično smanjenje vrednosti investicija preduzeća.

Mogli bi da se da prihvate stavovi pojedinih autora, koji se dugo bave praktično-teorijskim radom, da je on, čak, konačno opasan. Može da bude opasan, jer, krivi analitičke rezultate i dovodi izbor projekta do isključivosti. Na primer, ponekad utiče da se odstupi od projekta, manje rentabilnog u odnosu na neto sadašnju vrednost, koji u suštini ne maksimizira bogatstvo akcionara, a zna se da ga svetska praksa stavlja na prvo mesto zahteva, kod svih metoda procena.

12.3.2. Interna stopa prinosa

Metod kamatne stope prinosa pokazuje nam stopu, po kojoj sumu likvidnih tokova aktualizujemo (svodimo na sadašnju vrednost) po istim početnim troškovima. Drugim rečima rečeno, to je stopa aktualizacije, prema kojoj je neto sadašnja vrednost investicije nulta.

Procena interne stope prinosa. Obračunava se iteracijom prinosa koji je jednak nuli prema sledećoj jednačini:

$$NSV = \sum_{i=1}^n \frac{FT}{(1+r^*)^i} - I_0 = 0$$

r^* = interna kamatna stopa prinosa

Uvek se određeni projekat bira kao prihvatljiv, ako je stopa prinosa bolja u odnosu na opurtunetni trošak kapitala.

U praksi mnogi koriste metod interne stope prinosa kao kriterijum za izbor investicija, jer je lak za razumevanje i misli se da daje više razumljivijih podataka nego NSV.

Uprkos svemu, korišćenje ovog kriterijuma može da dovede do pogrešnih zaključaka. Prilikom tumačenja uvek se mora voditi računa o pravilnom analitičkom tumačenju, da se ne bi donela pogrešna ekonomska odluka.

Prvi nedostatak ovog kriterija leži u hipotezi sakrivenih (nižih, manjih vrednosti ulaganja) reinvesticija tokova likvidnosti, po internoj stopi prinosa. Prema dobroj logici, reinvestiranje tokova će se efektivirati po opurtunetnim troškovima kapitala. Može da se izvrši korekcija nedostataka, obračunom interne stope prinosa integrisanim investicijama.

Druga primedba u pogledu teškoća, odnosi se na klasifikaciju investicionih, mešovitih projekata koji se isključuju pomoću ovog kriterijuma. Njihovi rezultati klasifikacije mogu da se razlikuju od onih koje dobijamo putem neto sadašnje vrednosti, ako je projekat nepotpun sa tačke gledišta veka trajanja ili iznosa. Takođe, ovaj kriterijum ne dopušta da se pod svim okolnostima maksimizuje bogatstvo akcionara.

Treća poteškoća, nalazi se zapravo u činjenici da projekat nije jednostavan (menja mu se predznak (+) u okviru serije tokova likvidnosti), odn. postoji više internih stopa prinosa.

Ako se novčana sredstva plasiraju u projekat za koji se smatra da donosi prihod po internoj stopi prinosa, pretpostavlja se da se to čini po trošku kapitala. D. Teichroew, A. Robichek, M. Montalbano (1965)⁷³ su izneli gledište o proceduri ove vrste problema. Nasuprot jednostavnom korišćenju NSV, složenost tretmana u sprovođenju ostaje kao veliki nedostatak.

⁷³ D. Teichroew, A. Robichek, M. Montalbano, *Mathematical analysis of rates of return under certainty*, Management Science, jan.1965, str.395 – 403.

Četvrta teškoća ili nedostatak, obuhvata činjenicu da kriterijum ne obezbeđuje mogućnost da se jedan projekat proučava potpuno nezavisno od drugih.

Praktična primena je pokazala da kriterijum neto sadašnje vrednosti uvek daje konkretne, precizne pokazatelje na osnovu kojih može da se donese odluka o maksimizaciji kapitala, odnosno bogatstva akcionara.

12.3.3. Prednosti metode neto sadašnje vrednosti u odnosu na druge kriterijume

Na osnovu brojnih proučavanja francuskih i američkih eksperata došlo se do zaključka⁷⁴ da su preduzeća koristila više kriterijuma za izbor investicija, a ponekad i neke neodgovarajuće. Često u slučajevima kada aktualizacija (svođenje na neto sadašnju vrednost) nije bila dovoljna da odredi izbor.

Između nekoliko kriterijuma koji su korišćeni u istom preduzeću (rok povraćaja, stopa internog prinosa, neto sadašnja vrednost i pokazatelji profitabilnosti), neto sadašnja vrednost je zadržana kao pokazatelj verodostojan očekivanim promenama.

Poređenje pojedinih kriterijuma ukazuje na izvesne prednosti, a potom i na nedostatke. Takođe, pokazalo se, da kada tržište kapitala korektno funkcioniše, samo je NSV dovoljna da ispunji zahteve po pitanju efikasnog izbora. Očigledno, nije dovoljan samo jedan kriterijum da bi se donela odluka. Potrebno je da se koristi uvek odgovarajući metod primeren svakom slučaju. Metod procene (evaluacije) novčanih tokova, uvek treba priključiti svakom od metoda da bi jedan projekat bio potpuno precizan.

74 L.D. Schai, G.L. Sundem, W.R. Geijbeek, *Survey and analysis of capital budgeting methods*, Journal of Finance, No 33, mar. 1978, str. 281-287.

12.4. POKAZATELJ PROFITABILNOSTI INVESTICIJA

Pokazatelji profitabilnosti se procenjuju prema ostvarenoj neto sadašnjoj vrednosti tokova likvidnosti projekta, prema početnim troškovima. Prema tome jednaki su :

$$IP = \sum_{i=1}^n \frac{FT_i}{(1+r)^i} - I_0$$

Kriterijum pokazatelja profitabilnosti preporučuje da se prihvate svi projekti, čiji je svaki pojedinačni pokazatelj bolji od celine.

Tako zadržan projekat treba da ima pozitivnu neto sadašnju vrednost. Međutim isto kao i stopa internog prinosa, pokazatelj profitabilnosti ima nedostatak, naročito kada treba da se efektuira između mešovitih investicija koje se isključuju.

◆ DODATAK F: Racio analiza primenom neuronskih mreža

Racio analiza nam služi da procenimo rezultate poslovanja sa nekoliko aspekata. Podaci evidentirani u poslovnim knjigama koriste se kao osnovni za ovu vrstu analize. Iako postoje razlike između finansija i računovodstva, pre svega u praktičnom pristupu, svako preduzeće u suštini koristi računovodstvene podatke za ocenu određenih rezultata poslovanja. U prethodnom izlaganju objasnili smo već da se osnovni problem odnosi na statičnost podataka, pošto oni registruju pretežno prošle događaje. No, svakako za analizu podataka o proceni ekonomskih pokazatelja i poređenja sa drugim preduzećima u okviru sektora, dobro je da se prate.

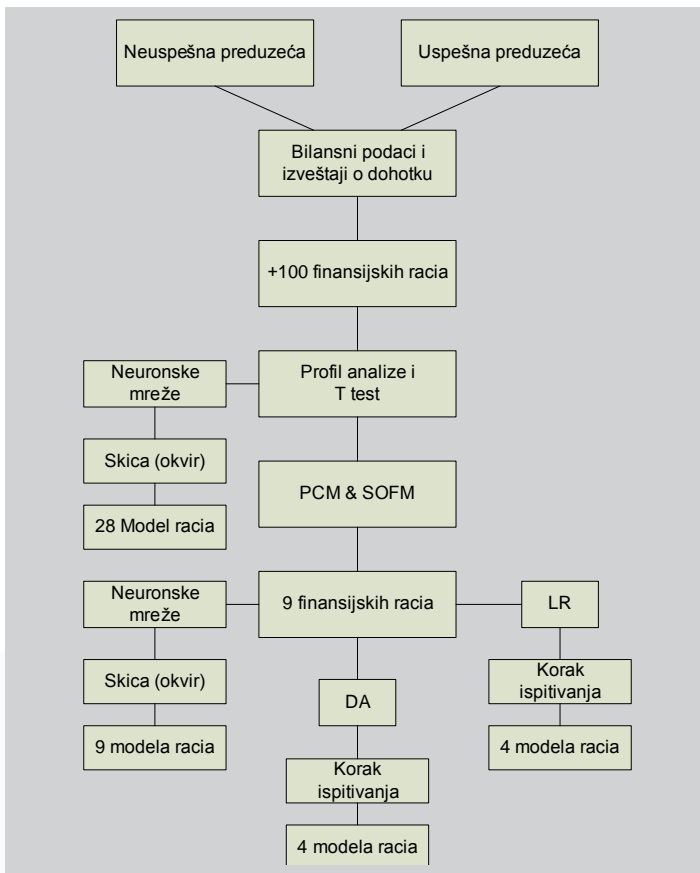
Obično se koriste pokazatelji racija profitabilnosti, likvidnosti, zaduženosti, obrta kapitala i tržišne vrednosti. Ekonomsko stanje privredne uspešnosti preduzeća može da se posmatra putem ekonomskih racia, koji se inače koriste kao predvidive promenljive. Svaki od ekonomskih racia pokazuje različit finansijski aspekt preduzeća koje se posmatra. Postoje preduzeća koja su uspešna, manje uspešna odnosno bore se za preživljavanje i ona koja su neuspešna. Sve do pojave veštačkih neuron-

skih mreža – poslovne inteligencije, koristili su se brojni statistički metodi za predviđanje koji su trebali da daju odgovor na postavljeno pitanje: Da li će preduzeće ostvariti dobre rezultate ili loše? Sa pojavom veštačkih neuronskih mreža – poslovne inteligencije, koristi se stohastička algoritamska pozadinska podrška. Veliki broj naučnika⁷⁵ razvijao je brojnu analitičku aparaturu polazeći od *Z-scores* do diskriminantne analize (DA), odnosno posmatranja različitih finansijskih racija ili koeficijenata. Uočeno je da se logistika regresione analize zasniva na kumulativnoj funkciji verovatnoće, koja ne zahteva, ni normalan raspored, niti jednaku kovarijansu i da se generalno može rešiti raspored korišćenjem sličnih metoda. Prve analize su pokazale da se dobijaju obećavajući rezultati, pa danas imamo veliku primenu ove poslovne inteligencije u različitim metodama procena rizika. Obzirom da kod nas još uvek nije došlo do značajnijeg razvoja tržišta kapitala, proučavanje i primena ovih modela ostala je na teorijskom modelu. Ono što je mnogo realnije i što je potrebno samoj privrednoj praksi, to je primena poslovne inteligencije za procenu poslovnih rezultata preduzeća koja posluju sa gubitkom. To je naša realnost.

Da bismo mogli da primenimo ove tehnike poslovne inteligencije kao prvo, bilo bi neophodno da se izvrši podela na uspešna i neuspešna preduzeća. Klasifikacija bi mogla da se obavi na osnovu posmatranja poslovnih rezultata, na primer, u poslednjih pet godina.

To je dovoljno dug period jednog proizvodnog ciklusa na osnovu koga možemo da utvrdimo realnost ostvarenih rezultata.

75 Videti više: Lippmann, R.P., *An Introduction to Computing with Neural Nets*, IEEE ASSP Magazine, April (1987), Berry, W.H., *Applying Neural Networks to the Extraction of Knowledge from Accounting Reports: A Classification Study*, in R. Trppi and E. Turban (Ed), *Neural Networks in Finance and Investing*, (Probus, 1993) takođe i Fletcher, D. and G. Ernie, *Forecasting with neural networks: An application using Bankruptcy data*, *Information&Management*, 24 (1993)



Slika 12.1. Model korporativnog predviđanja neuspješnih preduzeća⁷⁶

ANN* (*applying neural networks* - primena neuronskih mreža)

DA** diskriminantna analiza

LR*** logaritamska regresija

⁷⁶ Alici, Y., *Neural Networks In Corporate Failure Prediction: The UK Experiance*, Neural Networks in Financial Engineering-Proceedings of the Third International Conference on Neural Networks in the Capital Markets, Oct. 11-13, (1995), London, str.399

Uvođenjem analitike, primenom modela poslovne inteligencije, pokazalo se da je osim Altmanovog *Z score* praktična korisnost na visokom nivou. U ovim modelima, za našu privredu, bilo bi bitno da se napravi klasifikacija dva uzorka preduzeća prema privrednim granama: uspešnih i neuspešnih.

Podela na neuspešna može da se obavi na osnovu pokazatelja prema zakonskim propisima koji pokazuju da li su to preduzeća sa elementima za stečaj, likvidaciju ili prinudnu upravu. Podela na uspešna je evidentna prema stvarnim pokazateljima. Značaj primene novih modela ukazivao bi na potencijalna stanja neuspešnosti i na taj način blagovremeno bi se preduzimale mere za ozdravljenje. Za svaku studiju slučaja morali bi da se uvedu dodatni analitički elementi, u cilju obezbeđenja verodostojnosti analize.

Primena veštačkih neuronskih mreža-poslovne inteligencije, smanjuje broj statističkih koeficijenata, a povećava mogućnost poređenja ekonomskog položaja preduzeća u okviru privrednog sistema. Tipična neuronska mreža sastoji se obično od tri grupe elementa: ulaznih, skrivenih i izlaznih podataka. Ulazne podatke predstavljaju finansijski raciji (koeficijenti) i oni se moraju, analitičkom racionalnošću, prilagoditi neuronskim mržama. Taj proces obično zahteva smanjenje ukupnog broja racija (koeficijenata) koji verno odražavaju ekonomsku situaciju. U tom procesu ispitivanja veći broj koeficijenata svodi se obično na tri do četiri puta manji, što osigurava bolju analiza. Skriveni podaci predstavljaju one koji su bitni za ekonomsku analizu, ali se ne mogu direktno iskazati kroz finansijske koeficijente. Oni se direktno uvode putem neuronske mreže u analitiku kroz izlazne podatke, npr. predviđanje da li će doći (ili ne) do gubitka u tom preduzeću. Za neuronsku mrežu bitni elementi su podaci iskazani kroz finansijske, računovodstvene i statističke izveštaje. Analitičke studije neuronskih mreža u našem slučaju imale bi značajnu ulogu kod preduzeća čiji poslovni rezultati pokazuju višegodišnje gubitke i mogla bi biti "zrela" za stečaj. Kao osnovni problem u ovim analizama, pokazuje se nedostatak fleksibilnih knjigovodstvenih podataka, jer se oni uvek iskazuju prema datim zakonskim propisima i nose sa sobom element statičnosti. Posmatranje ovih računovodstvenih podataka, pretežno je statičnog karaktera. Najveći problem istraživačima ovog modela bilo je prevođenje finansijskih racija (koeficijenata), koji su imali visok procenat slučajnih statističkih grešaka. Izbor primene stohastičkog aproksimativnog algoritma uvek zavisi od najmanje tri elemenata: vrste industrijske grane kojoj preduzeće pripada, veličine i lokacije njegovog

poslovanja. Finansijski pokazatelji, prema utvrđenom pravilu, koriste se, zbog pouzdanosti, iz uzorka sa podacima iz bilansa poslovanja u vremenskom periodu od najmanje pet godina, kompletiranih sa podacima svih transakcija tog preduzeća na tržištu kapitala. Ovde odmah uočavamo problem koji može da se javi u našoj praksi, zato što nemamo efikasan i diversifikovan rad tržišta kapitala. Naše tržište kapitala⁷⁷ po obimu transakcija je malo i sa nedovoljno razvijenim finansijskim instrumentima za trgovanje. Takođe ukupna veličina finansijske aktive naših, pojedinačno posmatranih preduzeća, je mala je i za sada, gotovo ni jedno, se ne kotira na nekoj od svetskih berzi. Naravno to ne bi trebalo da predstavlja problem da se krene sa unapređenjem analitičkih instrumenta, kao što su različiti modeli poslovne inteligencije. Postepeno uvođenje dovelo bi do primene savremenih informatičkih tehnologija i direktno uticalo na vođenje efikasnog, rentabilnog poslovanja.

Primer analize koji je sprovedena osamdesetih godina prošlog veka u Engleskoj, na uzorku od 46 uspešnih i 46 neuspešnih preduzeća u industrijskom sektoru pokazala je svoju punu ekonomsku opravdanost. U prvoj fazi vršena su poređenja svakog, pojedinačnog izračunatog finansijskog racija (pokazatelja). Neki od pokazatelja su bili neuporedivi jednostavno zato što neuspešna preduzeća nisu imala određeni stepen merljivosti pojedinih ekonomskih kategorija. Tako je u ovoj faz, poređenjem uočeno da može da se izvrši smanjenje ukupnog broja pokazatelja. Analiza je obavljena na osnovu dobijenih rezultata 28 finansijskih racija (pokazatelja). Dobijeni empirijski rezultati nastali su kao proizvod dva pravca istraživanja koji su dobijeni smanjenjem broja posmatranih pokazatelja i praćenjem oblika grafičke krive koje su morale da zadrže isti pravac kretanja, odnosno bile su uporedive, iako je došlo do određenih redukcija.

77 Lj. Jeremić, *Upravljanje menadžmentom finansijskih organizacija u uslovima tranzicije*, Zbornik radova sa savetovanja Društva ekonomista Beograda, Naučnog društva ekonomista SCG i Privredne komore Beograda održanog u Beogradu, oktobar, 2002 : Rezultati i perspektive ekonomske tranzicije u Srbiji – restrukturiranje preduzeća, vlasničke i organizacione promene u 2002. godini i perspektive ekonomskog razvoja, Ekonomski vidici br.3/2002, str.337-341,

Na taj način dobio se efikasniji metod posmatranja manjeg broja ekonomskih pokazatelja, koji su zato verodostojni i odslikavaju pravo stanje ekonomskog položaja. Prvi pravac posmatrao je smanjenje 28 finansijskih racija, grupisanih prema autonomno-organizovanim mapama pokazatelja (*SOFM-Self-organization Feature Maps*), na 10 finansijskih racija, dok je drugi pravac posmatranja osnovnih komponenti analize (*PAC-Principal Component Analysis*) bio svodenje istih tih 28 finansijskih pokazatelja na 9. U oba slučaja dobijeni rezultati pokazali su naučnu validnost, pri čemu je SOFM neosporno usvojen kao dobar valorizator finansijskih racija. Dalja analiza obavljena je tako što je izvršena korekcija svih finansijskih racija prema jednačini, gde je umanjena osnovna vrednost za vrednost standardne greške.

Nakon obavljenih analiza u nekoliko iteracija dobio se Model 4 finansijska racija (pokazatelja), nastao kao ekonomski najverodostojniji reprezent ekonomskog položaja. On uključuje sledeće kategorije: profit pre opozivanja prema ukupno angažovanom kapitalu, likvidnu aktivu prema tekućim obavezama (pasivi), obrtni kapital (sredstva) prema ukupnoj imovini (aktivni) i akcijski kapital prema ukupnoj imovini (aktivni). Ova 4 racija (pokazatelja) su dala najverodostojnije rezultate i prema LR (*logistic regression*) i DA (*discriminant analysis*).

| Racii (Koeficijenti) | Finansijske veličine | Racii (Koeficijenti) | Finansijske veličine |
|--|-------------------------------|---|-----------------------------|
| PAT/TA PAT/TCE NI/TA NI/TCE PBT/TCE RP/TA PBT/TA | Prinos na kapital | PAT/TA PAT/TCE NI/TA NI/TCE PBT/TCE NP/TA PBT/TA NP/TA CF/TA CF/TCE NI/TL | Prinos na kapital |
| NI/S NP/S PBT/S CF/S | Profitabilnost | NI/S NP/S PBT/S CF/S | Profitabilnost |
| NI/TL PBT/CL PAT/CL | Rizik | WC/TCE WC/TA CA/CL | Angažovan kapital |
| NP/TA CF/TA CF/TCE | Cash-flow Imovine | CF/CL CF/TL | Cash-flow Imovine |
| QA/TL QA/CL | Kratkoročna likvidnost | QA/TL QA/CL | Kratkoročna likvidnost |
| CA/CL (QA-OD)/CR | Likvidnost - Rizik | PBT/CL PAT/CL | Rizik |
| NW/TA EQ/TA | Brzina preno- sa vrednosti | NW/TA EQ/TA | Brzina prenosa vrednosti |
| CF/CL CF/TL | Cash-flow Rizik | CL/TA | Stepen zaduženja |
| WC/TCE WC/TA | Angažovan kapital | (QA-OD/ CR) | Pokrivenost kredita |
| CL/TA | Stepen zaduženja | | |

Tabela 12.3. Autonomno-klasifikovamni pokazatelji Principal Component Analysis (Self-organising feature maps-SOFM)
(Osnovne veličine analize)⁷⁸

⁷⁸ Videti više: Y. Alici, *Neural Networks In Corporate Failure Prediction: The UK Experience*, Neural Networks in Financial Engineering-Proceedings of the Third International Conference on Neural Networks in the Capital Markets, Oct. 11-13, (1995), London.

Napomena: CA:Current Assets(Sadašnja imovina), CL:Current Liabilities (Sadašnja pasiva), TA: Total Assets (Ukupna imovina), QA: Quick Assets (Kratkoročna imovina), TCE: Total Capital Employed(Ukupno angažovani kapital, OD: Overdrafts (Dugovni saldo), CR: Creditors (Poverioci), NW: Net Worth (Neto vrednost), WC: Working Capital (Angažovani kapital), EQ: Equity (Akcijski kapital), CF: Cash-flow (Novčani tokovi), PBT: Profit Before Tax (Profit pre oporezivanja), NI: Net Profit (Net profit), RP: Retained Profit (Rezervisan profit), S: Sales (Prodaje).

Ukupan procenat odstupanja, usled različitih vrsta grešaka, kretao se oko 30-34% što je u granicama prihvatljivosti. Osnovna prednost neuronskih računarskih tehnika je da one omogućavaju da se podaci sami prilagođavaju modelu prema konkretnom slučaju u praksi, upravo prema teoriji koja ih podržava. Ono što je takođe kod primene analitičkih tehnika poslovne inteligencije važno, nije potrebno duže vreme nego ono za izračunavanje finansijskih koeficijenata. Svi rezultati se dobijaju u najkraćem vremenskom roku, od 1 do 3 minuta, i nemaju nikakvih pretpostavki ili ograničenja koja su karakteristična za model SOFM. Osim toga, izračunavanje je mnogo sigurnije i pouzdanije, zato što obezbeđuje potpuno objektivno poređenje ostvarenih poslovnih rezultata preduzeća, u odnosu na sektor kome pripada. Nakon ujednačavanja propisa u oblasti evidentiranja računovodstvenih podataka (primena međunarodnih računovodstvenih standarda), za izradu poslovnih rezultata i izveštaja stvorene su solidne pretpostavke da se krene i sa primenom tehnika poslovne inteligencije. Uvođenje bi moglo prvo da se obavi u finansijskom sektoru privrede, a potom u industrijskom i ostalim. Postojeća opremljenost računarskim uređajima, kod većeg dela finansijskog sektora i dela industrije, je zadovoljavajuća. Sledeći korak bio bi veći stepen korišćenja i povezivanja multidisciplinarnih timova, a sve u cilju bržeg osavremenjavanja praćenja poslovnih rezultata.

PROVERA ZNANJA

1. Objasnite kada se vrši fiksiranje budžeta preduzeća.
2. Šta je to raznovrsnost ulaganja u poslovnoj politici preduzeća?
3. Kada se sprovodi reprogram obaveza?
4. Navedite odrednice ekonomske dobiti.
5. Šta je to trošak realizacije u slučaju pripajanja?

6. Šta je to preuzimanje preduzeća? Objasnite.
7. Šta je to dezinvestiranje? Objasnite.

BIBLIOGRAFIJA

- I. R. Gillet, J.P. Jobard, P. Navatte, P. Raimbourg, *Finance*, Dalloz, Paris, 2003.
- II. D. Teichrow, A. Robicheck, M. Montalbano, *Mathematical analysis of rates of return under certainty*, Management Science, janvier 1965, str. 395 – 403.
- III. L.D. Schai, G.L. Sundem, W.R. Geijbeek, *Survey and analysis of capital budgeting methods*, Journal of Finance, No 33, mars 1978, str. 281-287.
- IV. Alici, Y., *Neural Networks In Corporate Failure Prediction: The UK Experience*, Neural Networks in Financial Engineering-Proceedings of the Third International Conference on Neural Networks in the Capital Markets, October 11-13, (1995), London.
- V. MC Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, Octobre 1976, str.305-360; E.F.Fama, »Agency problems and the theory of the firm«, Journal of Political Economy, vol. 88, n^o2, avril 1980, str. 288-307.
- VI. F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, American Economic Review, n^o 48, juin 1958., str. 261-297.
- VII. R.P. Lippmann, *An Introduction to Computing with Neural Nets*, IEEE ASSP Magazine, April (1987).
- VIII. W.H. Berry, *Applying Neural Networks to the Extraction of Knowledge from Accounting Reports: A Classification Study*, in R. Trppi and E. Turban (Ed), Neural Networks in Finance and Investing, (Probus, 1993).

- IX. D. Fletcher, and G. Ernie, *Forecasting with neural networks: An applicatino using Bunkruptcy data*, Information&Managment, 24 (1993).
- X. Lj. Jeremić, *Faktori poremećaja tokova tranzicije, realnost finansijskih resursa*, Zbornik radova sa savetovanja Društva ekonomista Beograda, Savez ekonomista Srbije, Naučnog društva ekonomista SCG održanog u Beogradu, novembar, 2004: Tokovi i rezultati tranzicije i privatizacije u periodu 2001-2004 – pravni, ekonomski, politički i socijalni aspekti, Ekonomski vidici br.3/2004, str.575-587.
- XI. Lj. Jeremić, A. Njeguš, *Primena poslovne inteligencije u finansijskom sektoru u cilju unapređenja privrede Srbije*, Zbornik radova sa naučnog skupa Univerziteta u Kragujevcu i Saveza ekonomista Srbije, održanog u Kragujevcu, februar, 2007: Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije u 2007. godini.



VI DEO

JAVNE FINANSIJE



13. JAVNE FINANSIJE

14. JAVNI DUG I JAVNI ZAJAM

Cilj izlaganja

- Objašnjenje načina rada i sprovođenja fiskalne politike
- Značaj proučavanja javnih finansija
- Porezi kao najzastupljenija grupa javnih finansija

Plan izlaganja

13. Javne finansije

13.1. Uticaj fiskalne politike na javne prihode i rashode

13.2. Javni prihodi

13.2.1. Porezi

13.2.1.1. Karakteristike i elementi poreza

13.2.1.2. Elementi poreza

13.2.2. Poreska kontrola

13.2.3. Ciljevi i principi oporezivanja

13.2.4. Vrste poreza

13.2.5. Poreski sistem i javne finansije Rep. Srbije

13.3. Budžet

13.3.1. Budžet kao instrument ekonomske politike

13.3.2. Budžetski sistem Srbije

Primer: Postupak donošenja budžeta

DODATAK G: Zakon o budžetu Rep. Srbije za 2006. god.

Rezime

Javne finansije, u savremenim uslovima rada i poslovanja, obuhvataju aktivnosti države i njenih užih organizacionih oblika, u cilju pribavljanja i trošenja materijalnih i novčanih sredstava radi ostvarenja opšte korisnih ciljeva. Nauka o finansijama proučava pojave

i fenomene koji su u vezi sa finansijskom aktivnošću subjekata javnog prava⁷⁹. Proučavanje javnih finansija zasniva se na strukturi sistema javnih prihoda i rashoda, koji se razlikuju u konkretnoj zemlji. Svaka zemlja, kao društveno politička zajednica, konstituiše svoj fiskalni sistem, u zavisnosti od mnogih faktora ekonomsko-socijalne i političke prirode. Javne finansije obuhvataju prikupljanje javnih prihoda i njihovo trošenje u vidu javnih rashoda.

KLJUČNE REČI : fiskalna politika • javni prihodi • javni rashodi • porezi • budžet

13.1. UTICAJ FISKALNE POLITIKE NA JAVNE PRIHODE I RASHODE

Fiskalna politika. Pod fiskalnom politikom podrazumeva se korišćenje fiskalnih prihoda kao sredstva u funkciji ostvarenja ekonomske politike. Osnovni subjekt fiskalne politike je država. Državu, između ostalog, čine njeni organi, koji donose odluke o merama i instrumentima u oblasti fiskalne politike. Fiskalna politika se sprovodi u okviru datog fiskalnog sistema, koji se definiše kao celokupnost obuhvata svih dažbina koje država naplaćuje od svih lica, bilo pravnih ili fizičkih.

Fiskalni prihodi koriste se u cilju ostvarivanja ekonomske politike. U većini zemalja poreski prihodi predstavljaju osnovni vid javnih prihoda. Tako se proces oporezivanja koristi za postizanja dva važna cilja:

- ublažavanje oscilacije privrednih ciklusa,
- održavanje rasta privrede i zaposlenosti bez visoke inflacije.

Država sprovodi fiskalnu politiku preko državnih organa. Ona se brine da pomoću finansijske politike, mera i instrumenata, obezbedi, odn. prikupi državne prihode, kako bi obezbedila zadovoljenje različitih društvenih potreba (javne potrošnje).

⁷⁹ Prema: S. Barać, B. Stakić, M. Ivaniš: *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2006.

Instrumenti fiskalne politike. Instrumenti fiskalne politike predstavljaju različite oblike sredstava, koje država koristi kao javne prihode. U savremenim finansijama najznačajniji instrumenti su:

- porezi, najznačajniji izvori javnih prihoda; osnovne funkcije poreza fiskalne, ekonomske i socijalne prirode,
- takse, kao vrsta javnih prihoda, predstavljaju novčani ekvivalent za usluge koje pružaju javni organi pravnim i fizičkim licima,
- carine, kao vrsta najstarijeg posrednog poreza, a naplaćuju se na robu koja se uvozi,
- doprinosi, kao vrsta javnih prihoda sa tačno određenom namenom; oni ne predstavljaju deo budžetskih prihoda,
- javni zajmovi, kao oblik zaduživanja države, lokalne samouprave, javnih preduzeća, institucija penzijskog i zdravstvenog osiguranja.

Ciljevi fiskalne politike. Funkcije fiskalne politike najčešće se koriste za ostvarenje sledećih ciljeva:

- redistributivna uloga predstavlja najvažniji oblik delovanja fiskalne politike, njena suština je u sastoji korekcijama odnosa nastalih iz primarne raspodele;
- alokativna (razmeštaj), kada se instrumenti fiskalne politike koriste za najbolji raspored proizvodnih faktora;
- stabilizaciona, kada se deluje na određenu ekonomsku pojavu; naročito dobija na značaju širenjem državnog intervencionizma u privredi.

Mere fiskalne politike. Mere fiskalne politike primenjuju se sa određenim namenama:

- automatski stabilizator, kada država povećava, odnosno smanjuje neku vrstu pomoći, na primer u oblasti socijalne politike ili kada koriguje neke stope u cilju povećanja ili smanjenja javnih prihoda.
- formula elastičnosti predstavlja oblik fiskalne mere koja utiče na fleksibilno delovanje, u cilju otklanjanja negativnih posledica privrednih poremećaja; u tom slučaju, formula elastičnosti automatski određuje način delovanja, na primer kada se poveća rast cena za određen procenat, automatski se povećava poresko opterećenje, a smanjuju javni rashodi.
- diskrecione mere fiskalne politike, u cilju delovanja na stabilizaciju privrednih kretanja; njih državni organi preduzimaju na osnovu sopstvenih procena o potrebi uticaja na neki od privrednih domena.
- mere socijalne politike primenjuju se u cilju regulisanja kupovne moći, najčešće u dva oblika: (a) različiti oblici socijalnih davanja kao što su

pomoć za nezaposlene, dečiji dodatak, pomoć za negu starih i slično, (b) finansiranje društveno potrebnih delatnosti, kao što su obrazovanje, zdravstvena zaštita i slično.

Za savremene finansije je karakteristično da se na osnovu sagledavanja u kojoj meri javni sektor, preko javnih rashoda, vrši uticaj na ekonomski razvoj, opredeljuje oblik delovanja države. U tom smislu, govorimo o različitom pristupu intervencijama države na privredne tokove. U razvijenim državama, javni rashodi angažuju, od jedne do dve trećine, nacionalnog dohotka na formiranje ukupne tražnje u privredi. Država često povećava svoje učešće direktnom kupovinom nekih roba i na taj način podstiče rast proizvodnje u nekim sektorima. Naravno, poznato nam je da povećanje proizvodnje u nekom od sektora ima dejstvo multiplikatora koji podstiče ukupan privredni rast, najčešće je reč o sektoru građevinarstva. Javni rashodi deluju na sve privredne agregate, kao što je nacionalni dohodak i njegova raspodela, akumulacija kao oblik štednje, veličina investicija, stanje zaposlenosti, visina cena i drugi važni privredni agregati.

Polazeći od značaja ove vrste uticaja, počevši od osamdesetih godina prošlog veka, došlo je do potrebe za deregulacijom javnog sektora, što je u najvećoj meri i učinjeno. Država prevashodno treba da se javi kao kreator privrednih uslova, a ne kao glavni potrošač. Sigurno da nije dobro da država bude dominantni regulator privrednog rasta, jer na taj način eliminiše slobodnu konkurenciju i preduzetništvo. U mnogim razvijenim zemljama nastao je trend restrikcije socijalnih troškova. Tako se značajno smanjilo povećanje socijalnih troškova kao što su:

- ukidanje raznih oblika beneficija u novcu i uslugama,
- usporavanja rasta penzija,
- oštriji uslovi.

13.2. JAVNI PRIHODI

Javni prihodi predstavljaju prihode države ili njenih organa, koje oni ubiraju na osnovu svog položaja, a proističu iz, zakonom uređene, oblasti vlasti. Svaka država nastoji da skladno uredi uslove za optimalno funkcionisanje sistema prihoda, prema svojim ekonomskim funkcijama. U tom smislu bitno je da se obezbedi sledeći sklad:

- a) politike ekonomske stabilizacije i politike prihoda, gde je bitno da se nađe optimalna srazmera zahvatanja javnih prihoda i nesmetanog poslovanja privrede;
- b) elastičnost sistema prihoda; smisao je da se obezbedi mehanizam za konjunkturane promene;
- c) pravična raspodela javnog tereta, odnosno dosledno sprovođenje obračuna i naplata, prema mogućnostima privrednih subjekata (princip sposobnosti), kao i da razrez javnih prihoda bude srazmeran priraštaju dobiti poreskih subjekata;

Podela javnih prihoda najčešće se vrši na prihode po državnom pravu kao što su porezi, takse, doprinosi i carine.

Takse su vrsta naknade koja nije vezana direktno za delatnost države. Ona se naplaćuje na osnovu izvršene usluge, od strane državne administracije ili nekog drugog organa lokalne samouprave. Pravno ili fizičko lice samo odlučuje da li će da koristi tu vrstu usluge. Taksa se plaća za pružanje nematerijalne usluge, a njena visina je određena tako da obezbedi nadokandu stvarnih troškova organa koji pružaju usluge. Najčešće vrste taksi su usluge koje se pružaju iz domena administrativnih državnih organa, carinskih i sudskih.

Doprinosi predstavljaju vrstu javnog prihoda na osnovu kojih se stiču neka prava. Oni predstavljaju uplatu koja ima karakter obaveznosti. Najčešći oblici prava koji proističu nakon uplate su pravo na starosnu penziju, naknade za bolovanje, naknade za nezaposlenost, naknada za pružanje zdravstvenih usluga i slično.

Carine su vrsta fiskalnog prihoda koje država naplaćuje prilikom spoljnotrgovinske razmene roba i usluga. Carine predstavljaju jedan vid zaštite domaće proizvodnje. Postoje različiti stavovi po pitanju, kako opravdanosti uvođenja carina, tako i njihove visine. One u razvijenim privredama predstavljaju značajan deo javnih prihoda. Uvođenje carina zavisi od opredeljenja ekonomske politike svake države, odn. da li se sprovodi protekcionistička ili liberalna politika.

13.2.1. Porezi

Kao što je već rečeno porez predstavlja najznačajniju grupu javnih prihoda. Postoje tri osnovna načina definisanja poreza⁸⁰:

- da se nametanje poreza uvodi silom,
- da se određuje na osnovu ugovora, i
- da se porez uvodi ustavno.

Porez predstavlja davanje u novcu koji država ubira na osnovu vlasti, bez protivnake, a u cilju prikupljanja za podmirenje svojih troškova. U savremenom kapitalizmu porez se definiše kao doprinos građana za pokriće tereta javne vlasti u okviru ekonomske i socijalne politike. Tako se danas porezima daje više ekonomskih i socijalnih funkcija, dok se fiskalna i finansijska funkcija ne smatraju jedinom i osnovnom funkcijom poreza.

U prilog ovome stavu ide i savremena finansijska teorija i politika koja podrazumeva da država prikuplja sredstva za finansiranje mera iz svoje nadležnosti, a uz pomoć drugih finansijskih instrumenata (doprinosi, takse..). Zato je potrebno objasniti osnovne osobine poreza.

13.2.1.1. Karakteristike i elementi poreza

Neke od osnovnih karakteristika poreza ogledaju se upravo u njihovoj različitosti od ostalih javnih prihoda. Jedna od ključnih karakteristika poreza jeste da se oni prikupljaju u opštem interesu, kako bi se obezbedilo finansiranje javnih rashoda tj. potrošnja. Tako je oporezivanjem omogućena realokacija ekonomskih resursa. Porez predstavlja prinudno davanje, a naplata poreza u svim savremenim državama počiva na prinudi.

Pošto je porez nametnut od strane države koja za to ima ovlašćenje, to sam porez svrstava u derivatne (izvedene) prihode.

Porez je nepovratni prihod, jer država ubirajući porez, koji postaje njeno vlasništvo, nepovratno raspolaže sa njim i raspoređuje ga na zadovoljenje javnih rashoda.

Odsutnost naknade za iznose plaćene na ime zadovoljavanja poreske obaveze, je osobina poreza koja ne dopušta poreskim obveznicima da traže od države neku protivnaku. Ipak ne smatra se da plaćen porez nema korist za poreskog obveznika, jer je upravo svrha poreza njegova opšta korist.

⁸⁰ Sva tri navedena oblika uvođenja poreza mogu se naći u nekim od definicijama poreza.

Porez se plaća po teritorijalnom principu. Fizička i pravna lica, na primer, plaćaju porez iz dohotka na teritoriji gde su taj dohodak i ostvarili. Klasičan primer za to je porez na imovinu, koji se plaća prema mestu gde se imovina nalazi.

Takođe se u osobine poreza ubraja i karakteristika da je on davanje iz viška proizvoda i da ima karakter nedestiniranih javnih prihoda, a to se ogleda u nameni ovih sredstava koja je već unapred utvrđena.

13.2.1.2. Elementi poreza

Porezi se sastoje iz niza elemenata ali u cilju preglednijeg izlaganja obično se dele u dve osnovne grupe:

- A. Lični elementi oporezivanja - koji obuhvataju: poresku vlast, poreskog obveznika, poreskog platioca, poreskog destinataru
- B. Materijalni elementi oporezivanja - poreska sposobnost, poreski izvori, poreski objekat, poreska osnovica, poreska stopa, poreska tarifa, poreske olakšice, poreski katastar, poreska lista, razrez poreza, poreska opomena, zastarevanje poreza .

A. Lični elementi oporezivanja

PORESKA VLAST - predstavlja pravo i organe koji razrezuju i naplaćuju porez. Pravo se odnosi na fiskalni suverenitet koji imaju društveno-političke zajednice. Organi koji razrezuju i naplaćuju porez predstavljaju administraciju koja vrši ove radnje.

PORESKI OBEVZNIK (subjekt) - je fizičko ili pravno lice koje snosi poreski teret. To je ono lice koje zakon odredi da je poreski obveznik. Pri tome razlikujemo aktivnog i pasivnog poreskog subjekta. Pasivno je lice koje je dužno da plaća porez, a aktivno neka niža društveno-politička zajednica koja ima pravo da razrezuje i naplaćuje porez.

PORESKI PLATILAC - je fizičko ili pravno lice koje stvarno vrši plaćanje poreza, ali taj porez prenosi - prevaljuje na drugo lice. Ovde moramo razlikovati poreskog obveznika i platioca jer se oni ne odnose na ista lica, kao što je slučaj kod indirektnih poreza (carina), gde je uvoznik taj koji plaća carinu i koji tu carinu kasnije kroz prodaju robe prevaljuje na kupca robe.

PORESKI DESTINATAR - je lice koje konačno stvarno snosi poreski teret, bez obzira da li je istovremeno i poreski obveznik. Zbog

svega napred navedenog, treba praviti razliku između poreskog obveznika -zakon ga je odredio da snosi porez, poreskog platilaca - onaj koji plaća poreski teret, i poreski destinatar - lice koje definitivno snosi poreski teret. Kao što smo već naveli kod indirektnih poreza nema preklapanja u istom licu, a kod direktnih poreza poreski platilac i destinatar su isto lice.

B. Materijalni elementi oporezivanja

PORESKA SPOSOBNOST - ili snaga označava ekonomsku mogućnost obveznika da plati porez. Ova sposobnost je u direktnoj vezi sa dohotkom, tj. imovinom poreskog obveznika.

PORESKI IZVOR - je sve ono iz čega obveznik može da plati porez, a njegov je vlasnik, i ono predstavlja osnovicu za odmeravanje poreza.

PORESKI OBJEKAT - ili predmet oporezivanja je ekonomsko stanje koje zakonodavcu daje pravo i osnovu da uvede neki poreski oblik.

PORESKA OSNOVICA - je vrednost kojom se utvrđuje poreska obaveza. To je u novcu iskazana vrednost poreskog objekta.

PORESKA STOPA - iznos poreza u odnosu na poresku osnovicu, iskazuje se ili u procentima, ili u nominalnom iznosu.

PORESKA TARIFA - pregled poreskih osnovica sa odgovarajućim stopama.

PORESKE OLAKŠICE- skup ustupaka (povlastica) koje država pruža obveznicima kako bi se njihov teret umanjio. Poreske olakšice se najčešće odnose na obveznika, osnovicu, stopu ili visinu obračunatog poreza.

PORESKI KATASTAR - spisak poreskih obveznika koji se vodi kod nadležnog poreskog organa u koje se uvode svi elementi obveznika potrebni za razrez.

PORESKA LISTA - popis obveznika sa njihovim dugom, odnosno iznosom sredstava koje su poreski obveznici dužni da plate na ime poreza.

RAZREZ POREZA - postupak utvrđivanja poreskog duga, iznosa koji poreski obveznik mora platiti, a proistekao je iz ekonomske snage poreskog obveznika.

PORESKA OPOMENA - mera koja se primenjuje u slučaju da poreski obveznik ne izmiri svoju poresku obavezu u zakonskom

predviđenom roku.

ZASTAREVANJE POREZA - nastupa posle određenog vremenskog perioda (pet godina), i odnosi se na mogućnost naplate razreznog poreza, izricanja odgovarajuće kazne sa poreskim postupkom kao i mogućnost povraćaja već plaćenog poreza.

13.2.2. Poreska kontrola

Evropska poreska zakonodavstva opredelila se za utvrđivanje poreskih obveznika putem podnošenja poreskih prijava od strane poreskih obveznika, i kao takve, poreskoj administraciji predstavljaju relevantan izvor podataka. Istim principom služi se i poreski sistem u Republici Srbiji.

Poreske norme pozitivnog zakonodavstva upućuju na obavezu stalne kontrole zakonitosti i pravilnosti vođenja poreskih knjiga, iskazivanja prihoda u knjigovodstvu, tačnosti iskazanih podataka, pravilnosti primena zakona i plaćanja sa tekućeg računa, što znači da se poreska kontrola vrši i pre nego što je poreski postupak pokrenut. Poreski postupak je inače pokrenut samim činom isteka roka za podnošenje poreske prijave i utvrđivanje akontacionog i godišnjeg poreza. Postupak utvrđivanja akontacionog poreza na neto prihode od samostalnih delatnosti se faktički pokreće prvog aprila tekuće godine, za koju se utvrđuje porez. Kod poreza na dohodak građana i poreza na dobit korporacija obično se uzima 1 .maj naredne godine za prethodnu godinu.

Posle pokretanja poreskog postupka, odnosno podnošenja poreke prijave, poreski organ obavlja niz radnji u cilju utvrđivanja poreske obaveze. On vrši kontrolu podataka iskazanih u poreskoj prijavi i poreskom bilansu, pregled poslovnih knjiga i dokumentacije o poslovanju i drugih propisanih evidencija, prijavljivanja imovine, imovinskih prava i nepokretnosti podložnih oporezivanju, tačnosti iskazanih podataka o pravu na poreske olakšice i oslobađanja, i niz drugih kontrola koje se odnose na sastavljanje poreske prijave i poreskog bilansa, utvrđivanje osnovice za oporezivanje po odbitku, sastavljanje obračuna poreza na promet i sl.

Prema vremenu preduzimanja kotrole, poreska kontrola može biti:

- Poreska kontrola u toku godine (pre pokretanja postupka za donošenje poreskog rešenja),
- Poreska kontrola u toku postupka za donošenje poreskog rešenja,
- Poreska kontrola posle donošenja poreskog rešenja.

Poreski organi su ovlašćeni da kontrolišu poreske prijave, poreske bilanse, poreske knjige, ostvarivanje prihoda, troškova poslovanja, iskazivanje dobiti. Oblici poreske kontrole prema mestu i prema načinu organizovanja mogu

biti:

Formalna poreska kontrola poreske prijave, poreskog bilansa i ostalih dokumenata koje poreski obveznici podnesu poreskim organima. Ostvaruje se u cilju otklanjanja grešaka pre neposrednog utvrđivanja poreske osnovice i poreske obaveze. Kontrolu vrši službeno lice poreskog organa, koje neposredno prima poresku prijavu i poreski bilans, u neposrednom komuniciranju sa poreskim obveznicima.

Kritička kontrola poreske prijave, poreskog bilansa i drugih poreskih dokumenata i papira u prostorijama poreskog organa. Obavlja se posle prijema poreske dokumentacije u prostorijama poreskog organa, koji u postupku utvrđivanja poreske osnovice i poreske obaveze kritički proverava poreska dokumenta, koje je sastavio inspektor prihoda. Ovde se ispituju dokazi u procesu utvrđivanja stvarne poreske sposobnosti poreskog obveznika.

Kontrola poreskog knjigovodstva, poreskih prijava i zaliha u prostorijama poreskog obveznika i prostorijama van registrovanog poslovnog prostora. Vršiti se u poslovnim prostorijama poreskog obveznika, u radnji, preduzeću, kući i stanu, a može se vršiti pre pokretanja postupka za utvrđivanje poreske obaveze, u toku utvrđivanja i posle utvrđivanja poreske obaveze.

Poreska kontrola u prostorijama drugih učesnika u pravnom, poslovnom i finansijskom prometu. Ovaj oblik kontrole može se vršiti posrednim putem, tj. putem kontrolisanja drugih učesnika u pravnom prometu. Obično se ostvaruje u oblasti prometa imovine i to putem saradnje poreskog organa, suda i tužilaštva, i drugih državnih organa.

Poreska kontrola na javnim mestima. Obavlja se na javnim mestima na kojima poreski obveznici obično ostvaruju promete svojih proizvoda (pijacama, vašarima, sajmovima, izložbama, prezentacijama i manifestacijama). Kontrola se obavlja isključivo u cilju utvrđivanja poreske sposobnosti poreskog obveznika i otkrivanja učesnika u prometu koji nisu podneli poresku prijavu ili nisu registrovali svoju delatnost.

U realizaciji poreske kontrole inspektor prihoda vrši inspekcijsku kontrolu i sastavlja zapisnik o obavljenoj kontroli. U zapisnik se unose eventualne povrede zakona i nepravilnosti, inspektor može zabraniti obavljanje delatnosti i raspolaganje sredstvima sa tekućeg računa. Ako je učinjeno krivično delo (privredni prestup), inspektor je dužan da podnese odgovarajuću prijavu nadležnom državnom organu.

Zakon o kontroli, utvrđivanju i naplati javnih prihoda tačno je odredio ovlašćenja područne jedinice i kontrolna ovlašćenja radnika, koji utvrđuju porez. Takođe, u vezi sa vršenjem poreske kontrole, poreskim obveznicima se pružaju određene garancije. To se prvenstveno odnosi na obaveze poreske

administracije da pre početka kontrole obavesti poreskog obveznika koju će vrstu poreza kontrolisati i za koju poslovnu godinu (poreski period). Obvezniku se pruža garancija da se ne može koristiti pravo na ponovno razrezivanje poreza, da se jednom izvršena kontrola ne može ponovo vršiti, ako se radi o istoj vrsti poreza i istom periodu kontrole. Kontrola se može vršiti samo u odnosu na dokumenta koja u vreme sprovođenja prve kontrole nisu bila dostupna poreskim organima, kao i mogućnost da se omogući poreskom obvezniku da pre nego što odgovori na predlog poreskog organa, obavi konsultaciju sa poreskim savetnikom.

13. 2. 3. Ciljevi i principi oporezivanja

Ciljevi oporezivanja zavise od niza faktora koji državu navode da određene oblike poreza uključe u sistem javnih prihoda. Najčešće se navode dva osnovna cilja koja se primenom poreza postiže, a to su:

Fiskalni ciljevi oporezivanja - odnose se na one poreze koji su uvedeni isključivo zbog toga da se njihovom primenom prikupe finansijska sredstva, koja su potrebna za finansiranje javnih rashoda. Ovaj cilj oporezivanja nastao je u vreme tzv. liberalnog kapitalizma.

Nefiskalni ciljevi oporezivanja - oni porezi koji za cilj imaju delovanje i u sferi ekonomske politike, stabilizacije, regulisanja domaće potrošnje i slično. Ovi ciljevi oporezivanja se ostvaruju primenom različitih vrsta poreza. Neki od tih ciljeva su ekonomski, socijalni i mnogi drugi ciljevi. Ekonomski ciljevi su najčešće makroekonomski ciljevi (odnose se na delovanje osnovnih makroekonomskih agregata, stabilnost cena, puna zaposlenost, uravnoteženje platnog bilansa) i mikroekonomski ciljevi (odnose se na podršku fizičkih i pravnih lica u realizovanju njihovih aktivnosti).

Socijalni ciljevi oporezivanja se sastoje u nastojanju države da smanji razlike u materijalnom položaju poreskih obveznika. Ostali ciljevi oporezivanja između ostalog podrazumevaju demografske ciljeve koji obuhvataju poreske olakšice za porodice sa većim brojem dece, kao i veći poreski teret za neoženjene poreske obveznike i sl.

Ovde treba istaći da postojanje nefiskalnih ciljeva ne podrazumeva da je važnost fiskalnih ciljeva manja, već da su fiskalni ciljevi i dalje primarni u obezbeđivanju sredstava za finansiranje javnih rashoda, a da sa razvojem i napretkom društva nefiskalni ciljevi se pojavljuju kao pratilac fiskalnih ciljeva oporezivanja.

Principima oporezivanja nazivamo ona pravila kojih se poreski organi moraju

pridržavati pri izradi poreskog sistema. Oni treba da omoguće sprovođenje i postizanje određenih ciljeva poreske politike koji se u datom trenutku postavlja. Poreski principi koji se utvrđuju važe za poreski sistem u celini, ali ne i za svaki pojedinačni poreski oblik u tom sistemu, što znači da svaka pojedinačna vrsta poreza ne zadovoljava sve poreske principe, već se podrazumeva da svi porezi uzeti zajedno, zadovoljavaju sve poreske principe. Shodno tome, poreski principi su pravila koja moraju omogućiti optimalno i efikasno sprovođenje ciljeva poreske politike kao deo ekonomske politike zemlje. Principi oporezivanja menjali su se u zavisnosti od promena ekonomske, socijalne, kulturne, političke ili neke druge prirode. Iako danas postoje tačno utvrđeni principi oporezivanja, dešava se da između pojedinih poreskih načela postoji kolizija, koja nužno tera na kompromise između suprotnih principa. To znači da pojedini principi oporezivanja ne moraju biti u skladu sa drugim principima na kojima se temelje pojedini poreski sistemi.

Najpotpuniju sistematizaciju poreskih principa dao je Adolf Vagner krajem 19. veka. On je sve poreske principe svrstao u četiri osnovne grupe:

FINANSIJSKA NAČELA OPOREZIVANJA - podrazumevaju da se državnoj vlasti osiguraju dovoljna sredstva za pokriće javnih rashoda. Ovo načelo uključuje dva osnovna načela:

- A) Načelo dovoljnosti ili izdašnosti poreza - porezi treba da obezbede sredstva koja su neophodna za pokriće planiranih javnih rashoda.
- B) Načelo elastičnosti poreza - poreski sistem treba da bude tako izgrađen da porezi mogu lako da se povećavaju ili smanjuju prema potrebama države, tj. da se što potpunije prilagođavaju promenama u visini rashoda.

EKONOMSKA NAČELA OPOREZIVANJA - najvažnije načelo koje se odnosi na fiskalnu politiku i funkcionalne finansije. Zbog oscilacije poreskih prihoda u skladu sa konjunktornim kretanjima društvenog proizvoda treba imati u vidu efekte oporezivanja i izabrati one poreske oblike kojima se postižu optimalni ekonomski i finansijski rezultat. Zato se ekonomska načela klasifikuju u dve grupe:

- A) Načelo izbora poreskog izvora - porezi se ubiraju iz dohotka poreskog obveznika, te se porezom opterećuje samo dohodak poreskog obveznika, i to kao onaj izvor koji se stalno obnavlja.
- B) Načelo izbora poreskog oblika - od poreskih oblika kojima se obavlja oporezivanje u mnogome zavisi da li će se i u kojoj meri ostvariti određeni ekonomski ciljevi oporezivanja, jer se određeni eko-

nomski efekti mogu optimalno ostvariti samo primenom sasvim određenog poreskog oblika, tj. vrste poreza.

SOCIJALNA NAČELA OPOREZIVANJA - ima se u vidu da je pravedno ono oporezivanje koje je opšte i ravnomerno raspoređeno na sve poreske obveznike i ono se javlja u dva oblika:

- A) Načelo opšte poreske obaveze - svi poreski obveznici su dužni da plaćaju porez prema svojoj ekonomskoj snazi koja se ogleda u njihovom dohotku ili imovini. Svi savremeni poreski sistemi predviđaju poreske olakšice za sve kategorije stanovništva koji toj obavezi ne mogu udovoljiti, pa se ovde javlja pojam egzistencijalnog minimuma - iznos dohotka ili vrednosti imovine koji se smatra neophodnim za podmirenje osnovnih potreba. Danas se u praksi mnogo češće sreće izraz neoporezivi deo dohotka, koji je sinonim za egzistencijalni minimum.
- B) Načelo ravnomernosti - podrazumeva da poreska obaveza ne samo da je opšta, već da treba da bude pravilno i ravnomerno raspoređena.

PORESKO-TEHNIČKA (ADMINISTRATIVNA) NAČELA - predstavljaju način utvrđivanja poreske obaveze, regulisanje postupka razreza i naplate poreza. Ovde se susrećemo sa sledećim poreskim načelima:

- A) Načelo određenosti poreza - porezi su precizni i određeni, dok je poreski zakon jasan i razumljiv za svakog poreskog obveznika. To podrazumeva da formulacija poreskih propisa treba da bude takva, da ne iziskuje posebno pravno obrazovanje poreskog obveznika, kako bi on znao koje su njegove poreske obaveze i prava.
- B) Načelo ugodnosti plaćanja poreza - porezi se razrezuju, plaćaju i vrši se njihova kontrole naplate u vreme kada je to najpogodnije za poreskog obveznika. Rok naplate poreza treba da je usaglašen sa rokom pritićanja prihoda poreskog obveznika, postupak oporezivanja treba da je jednostavan i razumljiv za poreskog obveznika.
- C) Načelo ekonomičnosti ubiranja poreza - podrazumeva da ubiranje poreza bude što jeftinije, tj. da troškovi ubiranja poreza budu što manji. To omogućava da neto fiskalni efekat bude veći.

13.2.4. Vrste poreza

Sistematizacija i podela poreza na pojedine oblike vrši se prema određenim zajedničkim karakteristikama poreza, a u cilju lakšeg izučavanja pravnih,

ekonomskih, finansijskih, socijalnih, tehničkih i drugih oblika delovanja oporezivanja. Najčešće se susrećemo sa sledećom klasifikacijom poreza:

DIREKTNI I INDIREKTNI POREZI - da li su porezi direktni ili indirektni zavisi od toga da li se zasnivaju na potrošnji dohotka ili na samom dohotku. Direktni (neposredni) porezi su porez na dohodak, porez na imovinu i porez na prinos. Posredni (indirektni) porezi su oni porezi koji se plaćaju pri trošenju dohotka.

SUBJEKTIVNI I OBJEKTIVNI POREZI - osnovni kriterijum za klasifikaciju je način utvrđivanja poreske sposobnosti. Kod subjektivnih poreza prilikom oporezivanja uzima se u obzir ličnost poreskog obveznika. Kod objektivnih poreza prilikom oporezivanja uzima se u obzir vrednost ili prihod od objekta oporezivanja, pa tako jedan poreski obveznik plaća više takvih poreza, jer ima više objekata oporezivanja.

SINTETIČKI I ANALITIČKI POREZ - Sintetičkim porezima oporezuje se ukupna poreska snaga poreskog obveznika. Analitički porezi su oni kojima se oporezuje pojedini prihod, odnosno pojedina imovina, nezavisno do ličnosti poreskog obveznika. Shodno ovome, subjektivni porezi odgovaraju sintetičkim, dok objektivni porezi odgovaraju analitičkim porezima.

OPŠTI I NAMENSKI POREZ - podrazumeva grupisanje poreza na one čija je namena unapred utvrđena i na one koji služe za podmirenje svih društvenih (javnih) potreba. Tako opšti porezi su oni kojima se podmiruju društvene potrebe i uopšte rashodi vezani za obavljanje aktivnosti i zadataka iz nadležnosti države. Namenski porezi su oni kod kojih je već unapred utvrđena svrha u koju će se utrošiti prihodi prikupljeni oporezivanjem.

KATASTARSKI I TARIFNI POREZI - ova podela zasniva se na tehnici ubiranja poreza. Katastarski porezi su oni kod kojih se poreska obaveza utvrđuje na osnovu podataka sadržanih u katastarskim knjigama, tj. registrima gde su navedene relevantne činjenice koje nisu predmet čestih promena. Kod tarifnih poreza oporezivanje se obavlja na osnovu određenih elemenata sadržanih u poreskoj tarifi. Poreska tarifa je sistematski pregled objekata oporezivanja i odgovarajućih poreskih stopa, najčešće se upotrebljava kod indirektnih poreza (porez na promet i carine).

FUNDIRANI I NEFUNDIRANI POREZI - fundirani porezi predstavljaju poreze kojim se oporezuje prihod od stalnih izvora, kao što su imovina i kapital. Nefundirani porezi predstavljaju poreze kojim

se oporezuje prihod od nesigurnih izvora kao što je porez na prihod od rada.

REDOVNI I VANREDNI POREZI - redovni porezi su oni koji se trajno iz godine u godinu razrezuju i ubiraju, a sredstva prikupljena njihovom naplatom služe za podmirivanje redovnih državnih rashoda. Vanredni porezi služe za finansiranje onih zadataka i aktivnosti države koji nemaju trajan karakter. Zato se ovi porezi sakupljaju povremeno.

PRETPOSTAVLJENI I FAKTIČNI POREZ - podela je izvršena prema utvrđenoj visini poreske osnovice. Kod pretpostavljenih poreza obaveza se utvrđuje na osnovu određene pretpostavke da je poreski obveznik ostvario prihod određene visine. Kod faktičnih poreza obaveza se utvrđuje *ex post* tj. kada su poznati podaci ili činjenice koje se uzimaju u obzir za utvrđivanje poreske obaveze.

POREZI U NOVCU I NATURI - transformacija poreza iz naturalnih u novčana davanja logičan je redosled promena u ekonomskim odnosima u kojima danas isključivu ulogu ima novčana privreda. Ali ipak, i danas u savremenim poreskim sistemim moguće je, mada retko, sresti i slučajeve kada se porezi ubiraju i u naturi.

13.2.5. PORESKI SISTEM I JAVNE FINANSIJE REPUBLIKE SRBIJE

U Republici Srbiji, u periodu od 2001. do 2005. godine, izvršena je reforma javnih finansija, što je uz odgovarajuću makroekonomsku politiku obezbedilo stabilnost i održivost fiskalnog sistema. Reforma je povećala uticaj javnih finansija u ostvarivanju osnovnih ciljeva - makroekonomska stabilnost i održiv privredni rast, a pored toga je učinila fiskalni sistem transparentnim, jednostavnim i usklađenim sa međunarodnim standardima.

Jedna u nizu primenjenih izmena je i reforma poreskog sistema, gde je po zanačaju na prvom mestu donošenje i implementacija Zakona o porezu na dođatu vrednost. Takođe donet je Zakon o javnim nabavkama, Zakon o javnom dugu, Zakon o poreskom postupku i poreskoj administraciji.

Učinjen je napredak u uspostavljanju fiskalnih institucija, otklanjanju budžetskog deficita, a posebno u redefinisanoju uloge države u ovoj oblasti. Sistem javnih prihoda postao je jednostavniji, savremeniji, transparentniji. Poreskim stopama, oslobođenjima i podsticajima sprovode se prvenstveno ekonomski i privredni ciljevi.

Preduzete reforme koje su imale za cilj smanjenje fiskalnog opterećenja ob-

veznika nisu dovele do smanjenja javnih prihoda, već su naprotiv, u posmatranom periodu prihodi imali tendenciju rasta.

Ovakvo kretanje prihoda bilo je omogućeno širenjem poreske osnovice, suzbijanjem poreske evazije (izbegavanje poreske obaveze) i povećanjem poreske discipline.

U periodu od 2001. do 2005.godine u poreskoj oblasti vršene su sledeće promene:

1. Zakonom o porezu na dodatu vrednost donetim u julu 2004. u sistem je uveden novi poreski oblik – porez na dodatu vrednost – PDV, sa primenom od 1. januara 2005.godine. Ovo je svakako najznačajniji poreski zakon, čijim se uvođenjem Republika Srbija pridružila velikom broju zemalja koje primenjuju ovaj poreski oblik. Prevažadni značaj PDV ogleda se u osnovnim prednostima ovog poreza: ima veće finansijske efekte, širu poresku obuhvatnost prometa, doprinosi većoj disciplini i efikasnije suzbija poresku evaziju. Opšta stopa utvrđena je u visini od 18%, a posebna stopa PDV iznosi 8% i odnosi se na određene proizvode i usluge od značaja za standard stanovništva.
Krajem jula 2005.godine izvršene su izmene i dopune Zakona, tako što je proširena lista proizvoda na koje se plaća niža stopa od 8% na proizvode kao što su: lekovi, prirodan gas, prehrambeni proizvodi, prenos prava na novoizgrađenim stambenim objektima i sl. Takođe, proširena su i poreska oslobođenja na promet određenih roba i usluga.
2. Zakonom o porezu na dobit preduzeća u prvoj fazi reforme, smanjena je stopa poreza na dobit sa 20% na 14% koliko je iznosila tokom 2003. godine. Sužen je krug poreskih olakšica u skladu sa opredeljenjem da je za poreske obveznike najbolji stimulanis niska poreska stopa. Zato se od avgusta 2004.godine primenjuje poreska stopa od 10%.
3. Zakonom o porezu na dohodak građana u prvoj fazi reforme u 2001. godini uveden je sistem oporezivanja bruto plate, čime je značajno bila proširena poreska osnovica. Krajem 2004. godine usvojeno je više izmena Zakona sa primenom od 2005.godine, koje su imale za cilj smanjenje poreskog opterećenja određenih obveznika, stimulisanje investicionih fondova, pospešivanje razvoja turizma, poljoprivrede, podsticanje vlasničkog restruktuiranja preduzeća i razvoj tržišta hartija od vrednosti. Pored toga smanjena je stopa poreza za preduzetnike sa 14% na 10% radi usaglašavanja sa stopom poreza na dobit.
4. Zakonom o akcizama u 2001.godini ustanovljene su akcize kojima su integrisane do tada postojeće naknade uvedene posebnim uredbama (za

- naftne derivate, duvan, alkoholna pića). Uvedeno je obeležavanje cigareta i alkoholnih pića kontrolnim akciznim markicama, što je poboljšalo kontrolu naplate, obračuna i uplate akciza za ove proizvode. Akcize su u više navrata bile instrument poreske politike čijim izmenama se postizao željeni cilj u okviru ekonomske, tj. makroekonomske politike.
5. Zakonom o porezima na imovinu donetim u 2001. godini zadržani su isti poreski oblici kao i u prethodnom zakonu, tržišna vrednost nepokretnosti je i dalje poreska osnovica, definicija poreskog obveznika ostala je nepromenjena. Značajnije izmene vršene su u 2005. godini kada su propisane niže stope poreza na prenos apsolutnih prava na poljoprivrednom i šumskom zemljištu, ukinut je porez na imovinu na akcije izdate na ime i na udele u društvu sa ograničenom odgovornošću, povećana je stopa poreza na imovinu fizičkih lica na nepokretnosti koje imaju najveću poresku osnovicu, kao i oslobođenja vezana za dužničke hartije od vrednosti čiji je emitent Republika Srbija, Narodna banka Srbije, odnosno jedinica lokalne samouprave.
 6. Zakonom o porezu na finansijske transakcije donetim u 2001. godini zamjenjenje su dažbine koje su postojale u transakcijama u platnom prometu. Oporezivanje transakcija pravnih lica u platnom prometu trajalo je do kraja 2004. godine. Njegovim ukidanjem smanjeni su troškovi platnog prometa.
 7. Zakonom o porezu na fond zarade u 2001. god. obezbeđena je bruto zarada zaposlenog. Ovaj poreski oblik ukinut je 1. jula 2004. god., i na taj način su smanjeni poreski troškovi rada, ali je zato povećano učešće opština u raspodeli poreza na zarade.
 8. Zakonom o porezima na upotrebu, držanje i nošenje dobara zamenjene su brojne dažbine koje su do 2000. god. bile uvedene uredbama. U 2004. god. ukinut je porez na upotrebu mobilnih telefona i izvršeno je sniženje predmeta oporezivanja u odnosu na određene vrste oružja, vazduhoplova i plovnih objekata.
 9. Zakonom o doprinosima za obavezno socijalno osiguranje smanjeno je fiskalno opterećenje za obveznike ovog doprinosa. Uvedena je najniža mesečna osnovica doprinosa u visini od 40% prosečne bruto zarade isplaćene u Republici, kao i stimulacije za zapošljavanje lica starijih od 45, odnosno 50 godina života, koja u procesu tranzicije ostanu bez posla.
 10. Zakonom o republičkim administrativnim taksama značajnim izmenama sredinom 2005. godine, izvršena su usaglašavanja predmeta taksene obaveze sa spisima i radnjama koji su propisani u okviru nadležnosti

- organa za čiji se rad taksa plaća. Tako su pojedine takse u Taksenoj tarifi na predlog nadležnog organa ukinute, a druge promenjene ili povećane.
11. Zakonom o sudskim taksama izvršena su povećanja, tako da ona sada iznosi 30%, a izvršene su i promene u preraspodeli prihoda naplaćenih sudskih taksi tako da je sada odnos 40:60, gde 40% pripada budžetu republike, a 60% se koristi za pravosudni sistem.
 12. Zakonom o poreskom postupku i poreskoj administraciji donetim u 2002. godini po prvi put je uređena celovita primena poreskih zakona i transformisana je poreska administracija, radi sveukupnog unapređenja i modernizovanja rada.
Formirana je Poreska uprava kao nova organizaciona i funkcionalna institucija. Uspostavljen je registar poreskih obveznika dodelom poreskih identifikacionih brojeva, izvršene su izmene u cilju postizanja efikasnije i kontinuirane naplate javnih prihoda. U 2005. godini vršene su dalje izmene u pravcu skraćivanja rokova u postupku redovne i prinudne naplate, smanjenja troškova prinudne naplate, definisanja novih poreskih krivičnih dela radi daljeg suzbijanja sive ekonomije i evazije i usaglašavanja sa Zakonom o PDV. U toku 2003. godine započete su pripreme za uvođenje fiskalnih kasa, što je bio neophodan uslov za uvođenje PDV, a primena istih otpočela se u 2004. godini, da bi se u 2005. god. fiskalne kase povezale sa Poreskom upravom.
 13. Carinskim zakonom donetim u 2003. god. sistem carina je sa saveznog nivoa prešao na nivo Republike.
 14. Zakonom o Carinskoj tarifi jula 2005. god. propisane su carine (koje čine 9% budžeta RS) u skladu sa rešenjima kojima se postepeno vrše usaglašavanja sa propisima EU i omogućava pristup STO.
 15. Zakonom o igrama na sreću donetim u 2004.god. uređene su na celovit način igre na sreću, i to: vrste, uslovi i način priređivanja igara, ostvarivanje i pripadnost prihoda i nadzor nad priređivanjem ovih igara.

Posmatrajući po poreskim oblicima javne prihode, porez na dohodak građana i porez na dobit preduzeća povećali su svoje učešće u BDP sa 4,6% u 2001. god. na 6,0% u 2005.god. Takođe je porez na promet (PDV od 2005.) zajedno sa akcizama i carinom, povećao svoje učešće u BDP sa 14,4% u 2001. god. na 18,6% u 2005. (60% budžeta RS u 2006.).

Učešće pojedinačnih javnih prihoda u BDP u periodu od 2001. do 2005.god. dato je u sledećoj tabeli.

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|------|------|------|------|------|
| 1. PORESKI PRIHODI | 33.7 | 38.9 | 37.4 | 37.8 | 36.5 |
| 1.1. Porez na dohodak građana | 4.2 | 6.3 | 6.5 | 5.4 | 5.4 |
| 1.1. Porez na dohodak građana | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.6 |
| 1.3. Porez na promet/porez na dodatu vrednost | 9.2 | 10.8 | 10.8 | 11.1 | 12.3 |
| 1.4. Akcize | 3.3 | 4.6 | 5.0 | 4.8 | 4.1 |
| 1.5. Carine i druge uvozne dažbine | 1.8 | 2.4 | 2.5 | 2.4 | 2.2 |
| 1.6. Ostali poreski prihodi | 4.9 | 4.5 | 2.1 | 2.5 | 1.4 |
| 1.7. Doprinosi | 9.7 | 9.8 | 9.9 | 11.1 | 10.5 |
| 2. NEPORESKI PRIHODI | 1.6 | 1.0 | 2.6 | 3.0 | 3.1 |
| 3. KAPITALINI PRIHODI | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| UKUPNO: | 35.3 | 39.9 | 40.3 | 41.2 | 40.1 |

Izvor: MFIN Republike Srbije

Tabela 13.1. Konsolidovani javni prihodi
(u % BDP) od 2001 - 2005

13. 3. BUDŽET

Budžet predstavlja jedan od najznačajnijih stavki javnih finansija. Kretanje novčanih fondova, u okviru javnih finansija, obavlja se na različitim nivoima. Državni budžet obuhvata ceo sistem različitih nivoa budžetskih fondova, počevši od centralne državne vlasti do lokalnih samouprava. Tako postoje državni centralni fondovi, kao što su na primer fondovi socijalnog osiguranja, fond zdravstvenog osiguranja i fond socijalnog osiguranja za slučaj nezaposlenosti. Načini raspolaganja sredstvima državnog budžeta, uređeni su posebnim zakonima. Pojedina pravila poslovanja uređuju se uredbama vlade ili ministra finansija, u skladu sa državnim zakonima.

13.3.1. Budžet kao instrument ekonomske politike

Budžet predstavlja jedan od značajnih instrumenata alokacije (razmeštaja) privrednih resursa. Budžetska politika ostvaruje važnu razvojnu funkcije privrede u savremenim finansijama. Budžet, takođe, svojom politikom utiče na stvaranje stabilnih uslova za poslovanje privrede, podstiče privredni rast. Jačanje i stabilnost privrede, na taj način, podstiče regionalni i globalni, privredni razvoj.

Efikasnost budžetske politike posmatra se u sklopu fiskalne politike. Pod samom efikasnošću fiskalne politike podrazumeva se ostvarenje stabilizacije privrede i postavljenih ciljeva.

Centralni budžet u sistemima svih državnih budžeta ima glavnu ulogu. Usvajanje budžeta i izveštaj o realizaciji, odvija se u obliku zakona. Ovaj zakon definiše rashode, kao i finansiranje eventualnog deficita. Videli smo da se regulisanje prihodne strane budžeta vrši drugim propisima, i to na duži rok nego što je rok trajanja budžetskog ciklusa. Samu izradu i proces realizacije budžeta delimo na nekoliko faza:

1. Izrada koncepta budžeta, obično ga sačinjava izvršna vlast i podnosi na usvajanje skupštini; kao osnovne metode planiranja javnih rashoda i prihoda, u ovoj fazi, koriste se: metoda direktnog procenjivanja, metoda automatskog procenjivanja i normativni metod.
2. Usvajanje koncepta od strane skupštine, a nakon toga podnošenje detaljnog budžeta; budžet se sastoji od opšteg i posebnog dela - opšti deo sadrži podatke o ukupnom iznosu prihoda i rashoda, iznosu budžetske rezerve, prava i obaveza nadležnih organa u izvršenju budžeta i mere za očuvanje budžetske ravnoteže; u posebnom delu budžeta navode se svi pojedinačni elementi izvora kao i svi korisnici sa namenom korišćenja sredstava.
3. Izvršenje budžeta se sprovodi nakon njegovog usvajanja, a poverava se organima uprave koji se dele na naredbodavce i računopolagače.⁸¹
4. Kontrola budžeta se obavlja u pogledu vremena (prethodna i naknadna), prema metodu (dokumentarna ili terenska), prema subjektima (kontrola naredbodavac i kontrola računopolagača) i prema organima koji je vrše (upravna, računsko-sudska i politička).

Koliko je posao budžetske kontrole važan pokazuje i činjenica da je Evropska unija formirala Evropski revizorski sud koji obavlja redovnu i posebnu, naknadnu kontrolu budžeta Evropske unije i svih projekata koji se finansiraju iz ovog budžeta.

⁸¹ Naredbodavci su odgovorna lica koja imaju pravo i ovlašćenje da upravljaju državnom imovinom, da se staraju o prikupljanju prihoda i da donose odluke o raspodeli prihoda; računopolagači su lica koja neposredno rade na poslovima rukovanja i likvidacije, pri realizovanju odluke o trošenju budžetskih sredstava.

13.3.2. Budžetski sistem Republike Srbije*

Početkom 2002. godine usvojen je Zakon o budžetskom sistemu Srbije. Na osnovu njega, doneti su i brojni podzakonski akti koji materiju budžetskog sistema u punoj meri zaokružuju. Među ovim podzakonskim aktima posebno valja podvući usvajanje Pravilnika o standardnom klasifikacionom okviru i kontnom planu za budžetski sistem.

Zakon o budžetskom sistemu predstavlja jedan od najznačajnijih reformskih poduhvata u Srbiji. Budžetski sistem čine:

- Budžet Republike i Autonomne pokrajine
- Budžet gradova i opština
- Finansijski planovi organizacija socijalnog osiguranja

Zakon o budžetskom sistemu jedinstveno uređuje planiranje, pripremu, donošenje i izvršenje budžeta Republike i budžeta teritorijalne autonomije i lokalne samouprave. Zakon, takođe, uređuje zaduživanje i izdavanje garancija Republike, lokalnih vlasti i organizacija socijalnog osiguranja, kao i budžetsko računovodstvo i izveštavanje.

Zakon o budžetskom sistemu uveo je sasvim nove kategorije (trezor, direktni i indirektni korisnici budžetskih sredstava, kvota i drugo).

Važan segment reformisanja javnih finansija vezan je za određivanje klasifikacija prema kojima se evidentiraju javni prihodi i javni rashodi. Postoje brojne mogućnosti klasifikovanja javnih rashoda:

- Prema nivoima javne potrošnje
- Prema korisnicima budžeta
- Prema funkcijama
- Prema ekonomskim klasifikacijama

* Napomena: Prema www.mfin.sr.gov.yu

Postupak donošenja budžeta je vremenski omeđen u formi tzv. budžetskog kalendara. Budžetski kalendar je dvostruk: jedan važi za Republiku, a drugi za lokalne vlasti.

Kalendar republičkog budžeta izgleda kako sledi:

1. Do 30. aprila ministar finansija i ekonomije u saradnji sa organima nadležnim za ekonomski razvoj priprema Memorandum o budžetu koji sadrži podatke o ekonomskoj i fiskalnoj politici i procenu za budžetsku godinu i dve naredne fiskalne godine.
2. Do 15. maja Vlada usvaja Memorandum o budžetu.
3. Do 1. juna ministar donosi uputstvo za pripremu nacrt budžeta Republike.
4. Do 1. juna ministar dostavlja Memorandum o budžetu lokalnim vlastima i organizacijama za obavezno socijalno osiguranje, kao i predlog okvira u kojem lokalne vlasti mogu učestvovati u prihodima od republičkih poreza.
5. Do 1. avgusta direktni korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja dostavljaju predlog finansijskog plana Ministarstvu.
6. Do 1. oktobra ministar revidira Memorandum o budžetu, uzimajući u obzir, posle 30. aprila, ažurirani makroekonomski okvir.
7. Do 15. oktobra ministar dostavlja Vladi nacrt budžeta Republike i finansijske planove organizacija obaveznog socijalnog osiguranja.
8. Do 1. novembra Vlada usvaja predlog budžeta Republike i dostavlja ga, zajedno sa Memorandumom o budžetu i finansijskim planovima organizacija obaveznog socijalnog osiguranja, Narodnoj skupštini.
9. Do 15. decembra Narodna skupština donosi budžet Republike.

Lokalne vlasti u postupku donošenja budžeta moraju da ispoštuju rokove kako sledi:

1. Do 15. maja Vlada Republike Srbije mora da usvoji Memorandum o budžetu.
2. Do 1. juna ministar dostavlja taj dokument lokalnim vlastima, kao i predlog okvira, u kojem lokalne vlasti mogu učestvovati u prihodima od republičkih poreza.
3. Do 15. juna lokalni organ uprave nadležan za finansiranje izdaje uputstvo za pripremu budžeta.

4. Do 15. jula direktni budžetski korisnici su dužni da dostave predloge svojih finansijskih planova.
5. Do 15. septembra lokalni organ uprave, nadležan za poslove finansija, dostavlja nacrt budžeta izvršnom organu lokalne vlasti.
6. Do 5. oktobra izvršni organ lokalne vlasti je dužan da utvrdi predlog budžeta i da ga dostavi lokalnoj skupštini i ministarstvu finansija i ekonomije.
7. Do 15. decembra lokalna skupština donosi budžet lokalne vlasti.
8. Do 25. decembra lokalni organ, nadležan za poslove finansija, dostavlja usvojeni budžet ministru.

U postupku donošenja budžeta lokalnih vlasti, važno je što se uspostavlja čvrsta komunikacija između višeg i nižeg nivoa vlasti.

Moguće je da se budžet ne donese do kraja godine, kako je to predviđeno budžetskim kalendarom. U takvoj situaciji se vrši privremeno finansiranje u vremenu ne dužom od tri meseca. Privremeno finansiranje se vrši srazmerno sredstvima korišćenim u istom periodu u budžetu prethodne godine, a najviše do jedne četvrtine iznosa ukupnih rashoda raspoređenih u budžetu prethodne godine.

Zakon o budžetskom sistemu Srbije predviđa i mogućnosti izmena i dopuna budžeta u toku godine. Izmene i dopune se vrše radi uravnoteženja prihoda i rashoda, a sprovode se putem dopunskog budžeta, koji se priprema i usvaja prema postupku prema kojem se priprema i donosi budžet.

Takođe, zakon je uveo nekoliko kontrola javnih prihoda i javnih rashoda. Internu kontrolu uspostavljaju direktni i indirektni korisnici budžetskih i drugih sredstava u vidu formiranja odgovarajućih službi internih kontrolora.

Posebna kontrola se obavlja preko budžetske inspekcije i revizija, organizovanih u okviru ministarstva finansija. Oni posebno obavljaju budžetsku inspekciju i reviziju nad: (1) direktnim i indirektnim budžetskim korisnicima, (2) organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja, (3) javnim preduzećima, (4) pravnim licima koja su osnovala javna preduzeća i (5) drugim pravnim licima, u kojima javna sredstva čine više od 50% ukupnog prihoda.

Završni računi svih budžeta, kao i finansijskih planova organizacije obaveznog socijalnog osiguranja, privremeno podležu eksternoj reviziji do uspostavljanja vrhovne revizorske institucije, Narodna skupština će odlučivati o angažovanju revizora sa odgovarajućim kvalifikacijama za obavljanje eksterne revizije završenog računa budžeta i organizacija za obavezno socijalno osiguranje.

◆ DODATAK G: Zakon o budžetu Republike Srbije
za 2006. godinu*

* Napomena: Prema www.mfin.sr.gov.yu

G.1. Opšti deo

Budžet za 2006. godinu sastoji se od:

1. primanja u iznosu od 487,900,000,000.00 dinara;
2. izdataka u iznosu od 448,339,788,000.00 dinara;
3. budžetskog suficita u iznosu od 39,560,212,000.00 dinara.

Primanja po osnovu naplate odobrenih kredita i prodaje finansijske imovine (privatizacioni prihodi) u iznosu od 30,000,000,000.00 dinara koristeće se za pokriće izdataka, po osnovu datih pozajmica i nabavke finansijske imovine u iznosu od 7,136,840,000,00 dinara. Otplata duga u iznosu od 39,407,528,000.00 dinara vršiće se na sledeći način:

- sredstvima ostvarenim po osnovu zaduživanja u iznosu od 6,580,150,000.00 dinara;
- sredstvima budžetskog suficita u iznosu od 32,827,378,000.00 dinara.

Preostali deo sredstava ostvarenih po osnovu naplate odobrenih kredita i prodaje finansijske imovine u iznosu od 29,595,994,000.00 dinaraw čine stanje na računu budžeta na kraju godine.

Deo prihoda namenjen je transferima Srbiji i Crnoj Gori u iznosu od 55,375,000,000.00 dinara, za obavljanje poverenih nadležnosti i dodatnih poslova, na način utvrđen ovim zakonom.

Sredstva za pokriće izdataka budžeta Autonomne pokrajine Vojvodina za 2006. godinu obezbeđuju se iz:

- dela prihoda od poreza na dohodak građana – poreza na zarade, u visini od 18,0% od iznosa ostvarenog na teritoriji Autonomne pokrajine Vojvodina;
- dela prihoda od poreza na dobit preduzeća, u visini od 42,7% od iznosa ostvarenog na teritoriji Autonomne pokrajine Vojvodina;
- transfernih sredstava prenetih iz budžeta u iznosu od 15,505,910,000.00 dinara;
- ostalih prihoda ostvarenih na teritoriji Autonomne pokrajine Vojvodina.

Iznos sredstava obezbeđuje se za finansiranje plata i otpremnina zaposlenih u obrazovanju na teritoriji Autonomne pokrajine Vojvodina u ukupnom iznosu od 14,707,851,000.00 dinara, od čega se sredstva u iznosu od 14,153,851,000.00 dinara odnose na plate, a sredstva u iznosu od 554,000,000.00 dinara za isplatu otpremnina, kao i za obezbeđenje dela sredstava za finansiranje programa u oblasti kulture u iznosu od 798,059,000.00 dinara.

Sredstva za plate isplaćuju se u visini i po dinamici koju utvrđuje Vlada. Budžet Autonomne pokrajine Vojvodina isplaćuje plate narednog dana od dana prijema sredstava za ove namene na račun.

U 2006. godini izdaće se garancije i kontragarancije Republike Srbije do iznosa od 43,150,719,510.00 dinara, i to:

1. Evropskoj banci za obnovu i razvoj, po osnovu četiri kredita u ukupnom iznosu od 14,009,352,000.00 dinara,
2. Evropskoj investicionoj banci po osnovu pet kredita u ukupnom iznosu od 18,398,948,960.00 dinara,
3. Stranim vladama u ukupnom iznosu od 10,742,418,550.00 dinara.

G.2. Izvršavanje budžeta

Obaveze prema korisnicima budžetskih sredstava, izvršavaju se srazmerno ostvarenim primanjima budžeta.

Ako se u toku godine primanja smanje, izdaci budžeta izvršavaće se po prioritetima, i to: obaveze utvrđene zakonskim propisima, na postojećem nivou i minimalni stalni troškovi neophodni za nesmetano funkcionisanje korisnika budžetskih sredstava.

Ako korisnici budžetskih sredstava ne ostvare dodatne prihode, aproprijacije utvrđene iz tih prihoda neće se izvršavati na teret sredstava budžeta.

Ako korisnici budžetskih sredstava ostvare dodatne prihode u iznosu većem od iznosa iskazanog ovog zakona, mogu koristiti sredstva ostvarena iz dodatnih prihoda do nivoa do kog su ta sredstva i ostvarena, a za namene utvrđene ovim zakonom.

Korisnik budžetskih sredstava Republike ne može, bez prethodne saglasnosti Vlade, zasnovati radni odnos sa novim licima do kraja 2006. godine, ukoliko sredstva potrebna za isplatu plata tim licima nisu obezbeđena u okviru iznosa sredstava koja su, u skladu sa ovim zakonom, predviđena za plate tom budžetskom korisniku.

Direktni i indirektni korisnici budžetskih sredstava, koji ostvare uštede u trošenju sredstava budžeta planiranih za rashode za zaposlene i korišćenje usluga i roba, mogu ostvareni iznos ušteta koristiti za isplatu nagrada za posebne rezultate rada zaposlenih.

Direktni i indirektni korisnici budžetskih sredstava, koji koriste poslovni prostor u državnoj svojini korisnika budžeta, ili u celini ili delimično, finansiraju se sredstvima budžeta iza poslovni prostor u državnoj svojini korisnika sredstava budžeta autonomnih pokrajina, gradova i opština, ne plaćaju zakup u 2006. godini.

Direktni i indirektni korisnici budžetskih sredstava, čija se delatnost u celini ili pretežno finansira iz budžeta, umanjije obračunatu amortizaciju sredstava za rad u 2005. godini, srazmerno delu sredstava obezbeđenih iz budžeta.

Transfere prema indirektnim korisnicima budžetskih sredstava mogu vršiti sledeći direktni korisnici budžetskih sredstava, i to: Ministarstvo nauke i zaštite životne sredine, Ministarstvo prosvete i sporta, Ministarstvo kulture, Ministarstvo poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede i Ministarstvo rada, zapošljavanja i socijalne politike.

Gradovi i opštine u 2006. godini mogu planirati ukupna sredstva, potrebna za isplatu plata zaposlenih koje se finansiraju iz budžeta gradova i opština, tako da masu sredstava za isplatu dvanaest mesečnih plata planiraju polazeći od nivoa plata isplaćenih za septembar 2005. godine uvećanih najviše do 9%.

Ukoliko gradovi i opštine ne planiraju u svojim odlukama o budžetu za 2006. godinu i ne izvršavaju ukupna sredstva za isplatu plata, ministar nadležan za poslove finansija, obustaviće prenos transfernih sredstava iz budžeta Republike, dok se visina sredstava za plate ne uskladi sa ograničenjem.

Gradovi i opštine podnose izveštaj Ministarstvu finansija o platama isplaćenim u prethodnom mesecu najkasnije do 15. u tekućem mesecu, počev od januara 2006. godine.

G.3. Prelazne i završne odredbe

Direktni i indirektni korisnici budžetskih sredstava preneće na račun – Izvršenje budžeta Republike, do 31. januara 2006. godine, sva sredstva koja nisu utrošena za finansiranje rashoda u 2005. godini, koja su ovim korisnicima preneti u skladu sa Zakonom o budžetu

Republike Srbije za 2005. godinu, zaključno sa 31. decembrom 2005. godine.

Ministar nadležan za poslove finansija utvrdiće način i postupak za prenos neutrošenih sredstava. Zakon stupa na snagu osmog dana od dana objavljivanja u “Službenom glasniku Republike Srbije”.

PROVERA ZNANJA

1. Šta je to fiskalni sistem? Objasnite.
2. Navedite karakteristike javnih prihoda.
3. Šta je to poreski mehanizam?
4. Navedite vrste poreza.
5. Šta su to principi i ciljevi oporezivanja?
6. Navedite elemente poreza.
7. Objasnite budžet kao instrument ekonomske politike.
8. Objasnite budžetski sistem Srbije.

BIBLIOGRAFIJA

- I. S.Barac, B.Stakić, M.Ivaniš, *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2006.
- II. Dr S.Komazec, dr Ž.Ristić, *Javne finansije*, Viša poslovna škola, Beograd,2001.
- III. D.Popović, *Javne finansije*, Pravni fakultet, Univerziteta u Beogradu, Beograd, 1999.

Internet prezentacije:

www. mfin.sr.gov.yu

14.1 TEORIJE O JAVNOM DUGU

U teoriji su se uglavnom iskristalisala tri osnovna pravca nastanka javnog duga, a to su:

- 1) Klasična teorija javnog duga;
- 2) Savremena teorija duga;
- 3) Socijalistička (državno-pravna) teorija.

Klasična teorija je, u principu, protiv javnog duga. Ukoliko pak i mora da dođe do stvaranja javnog duga on mora biti strogo ograničen i ratkoročan za uravnoteženje budžeta. Kao razlog protiv zaduživanja države klasičari smatraju da je za svaku državu najbolje da privatni sektor najbolje zna da upotrebi (oplođuje) finansijska sredstva, za razliku od države, gde to nije slučaj, jer država troši uglavnom za neproizvodne svrhe. Po klasičnoj teoriji država ne ume da šteti u gazdovanju imovinom, sklona je rasipništvu, sprečavanju privrednog razvoja i lako se zadužuje koje dovodi vrlo često do bankrotstva «državne blagajne». Istovremeno se smanjuje akumulacija privatnog sektora, pa stoga formiranje javnog duga treba pristupiti samo u izuzetnim slučajevima. Savremena finansijska teorija ima nešto drukčiji, realniji pristup javnom dugu i nastala je upravo na kritici klasične teorije. U savremenoj teoriji javni dug se posmatra kao instrument finansijske i razvojne politike, čime se uloga javnog duga bitno izmenila. Prema ovoj teoriji postoje značajni razlozi za formiranje javnog duga, među kojima posebno ističu:

- 1) javni dug je sastavni deo privrednog sistema i razvojne politike (monetarne, fiskalne, formiranja akumulacije itd);
- 2) sredstva iz zajmova upotrebljena za investicije i sama stvaraju izvore za otplatu ranije uzetih zajmova i tako jačaju ukupan ekonomski potencijal države;

⁸² Tekst ovog poglavlja je preuzet od S. Barać, B. Stakič, M. Ivaniš, *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2006, str. 196-206

- 3) sredstva iz zajmova sve više se usmeravaju u privredu i tako jačaju materijalnu osnovu države;
- 4) putem zajmova se mogu u kraćem roku prikupiti veća sredstva nego putem (dodatnog) ubiranja poreza;
- 5) zajmovi stvoreni u inostranstvu uvećavaju nacionalnu akumulaciju, ukoliko se koriste u produktivne svrhe;
- 6) najveći deo javnog duga vraća ista generacija, a samo manji deo se prenosi na nove generacije.

Teorija deficitnog finansiranja polazi od odlučujuće uloge tražnje u regulisanju kapitalističke proizvodnje, od potrebe formiranja dodatne tražnje preko kreditnih operacija, kao i od mogućnosti neograničenog širenja javnog kredita u obliku dugova države kod banaka (preko tzv. otvorenog tržišta). Učešće javnog duga u budžetskim rashodima (1977. godine) kretalo se u pojedinim razvijenim zemljama od 52% (Danska), preko 114% (Italija), 125% (Japan), 156% (V. Britanija) do 203% (SAD). Javni dug po stanovniku, u istoj godini, kretao se od 991 USD (Francuska), preko 2.285 USD (Nemačka), 2716 USD (V. Britanija, do 4.224 USD (SAD). Učešće javnog duga u društvenom proizvodu navedenih zemalja u 1990. godini kretalo se od 15% (Francuska), 27% (Nemačka), 52% (SAD) i 63% (V. Britanija). Teorija javnog duga u nerazvijenim zemljama se graniči sa teorijom javnog duga u klasičnoj teoriji, s tom razlikom da ga posmatra kao faktor koji deluje na stvaranje dohotka i na zaposlenost (tz. proizvodni i stimulatívni pristup). Prema ovoj teoriji država može da se zadužuje samo radi podmirivanja određenih vanrednih potreba (nacionalizacija, agrarna reforma, eksproprijacija, posleratna obnova i izgradnja, industrijalizacija i sl). To znači da se javni dug posmatra samo sa stanovišta pribavljanja vanrednih izvora sredstava. Javni dug u zemljama u tranziciji dobija sve više na značaju, naročito za podmirivanje vanrednih potreba potresi, poplave, energetika, saobraćajnice, razvoj malih i srednjih preduzeća i sl.). Izvori sredstava za formiranje javnog duga su: akumulacija iz dohotka, emisija centralne banke i zaduživanje u inostranstvu.

14.2. KLASIFIKACIJA JAVNIH DUGOVA

Postoji veći broj klasifikacija javnog duga, od kojih su najčešće pominjane sledeće:

- 1) Unutrašnji i spoljni, zavisno od principa teritorijalnosti;
- 2) Dobrovoljni i prinudni, zavisno od metoda pribavljanja sredstava;

- 3) Kratkoročni i dugoročni, zavisno od vremena za koje su formirani;
- 4) Anuitetni, rentni, dugovi sa naplatom i bez naplate kamate, zavisno od načina otplate i garanciji;
- 5) Zajmovi sa zalogom i zajmovi bez zaloga, zavisno od toga da li država istovremeno preuzima i obavezu da daje neki zalog ili garanciju za uredno plaćanje kamatu i otplatu duga.

Stvaranje javnog duga sprovodi se kroz emisiju obveznica koje država uručuje nosiocima dohodaka, odnosno svojim poveriocima koji su spremni da joj stave na raspolaganje svoj dohodak. Postoje dva osnovna sistema emisije zajma (duga): direktni i indirektni. Direktna emisija javnog duga sprovodi se obično u razvijenim privredama, sa razvijenom štednjom i finansijskim tržištem. Obveznice se neposredno uručuju upisnicima zajma, u cilju izbegavanja troškova zajma. Unapred su utvrđeni kamata, otplata i druge pogodnosti za upisnike zajma (poreske olakšice itd). Indirektna emisija javnog duga ili negacija svodi se na to da se dug (zajam) ustupi po unapred utvrđenoj ceni bankama ili bankarskim konzorcijumima. Banke isplaćuju zajam odmah a kasnije formiraju sredstva preprodajom obveznica. Ovom načinu prikupljanja sredstava u budžet putem zajma država pribegava u situacijama kada nije sigurna da će emisija zajma uspeti.

14.3. OSNOVNI UZROCI STVARANJA JAVNOG DUGA

Cetiri su osnovna razlozi stvaranja javnog duga, a to su :

- 1) Vanredni veliki javni rashodi;
- 2) Savremeni državni intervencionizam u privredi sredstvima izvan redovnih (poreza);
- 3) Nepoklapanje vremena formiranja javnih prihoda i trošenja sredstava (rashoda);
- 4) Stalni budžetski deficit koji nije moguće pokriti redovnim javnim prihodima.

Danas se smatra da je isplata kamate na javni dug glavni izvor stalnog rasta javnog duga.

14.4. JAVNI DUG I JAVNI ZAJAM

U finansijskoj teoriji pravi se razlika između pojmova javni dug i javni zajam, pa ne može između njih uvek stajati znak jednakosti. Međutim, razlike se uglavnom svode na subjekte koji otpisuju javni dug ili javni zajam. Javni dug se obično formira kod Centralne banke ili u inostranstvu, a zajam na sredstvima subjekata nosilaca dohotka u privredi (preduzeća, poslovne banke, stanovništvo i sl.). Drugih razlika, osim još u sistemu otplate nema, pa se i u finansijskoj teoriji ova dva pojma sve više poistovećuju. Danas je javni dug jedan od osnovnih oblika javnih prihoda države. Međutim, javni dug ili javni kredit bio je poznat davno pre kapitalizma. U srednjem veku javni dug se stvarao na bazi zaloga državnih dobara, regala, dragocenosti i sl., i po pravilu je služio potrebama vladara i imao je privatno pravni karakter. Javni zajam je oblik javnog prihoda koji ostvaruje država radi pokrića svojih rashoda, odnosno ostvarivanje određenih budžetskih ciljeva. Radi se o izvoru javnih finansija, koji danas sve države redovno koriste kao efikasan instrument ekonomske politike. Javni zajam najčešće nastaje u posebnim prilikama, kada su državi odmah ili u kratkom roku potrebna sredstva za određene, najčešće izvanredne javne rashode, koje ona ne može da osigura redovnim приходima. Raspisujući javni zajam država (kao zajmoprimalac) pozajmljuje određena novčana sredstva od fizičkih pravnih lica (zajmodavac), naravno, sa obavezom da ih uz određenu kamatu (cena zajma) i u određenom roku vrati. Na taj način država dolazi do potrebnih sredstava, a javni zajam se pokazuje kao pogodan metod kojim se to efikasno postiže.

Javni zajam može biti kratkoročni, srednjoročni i dugoročni. Njegovarealizacija se može obaviti upisom (direktnom emisijom), kada se država direktno obraća potencijalnim upisnicima zajam na javnim mestima, ali i posredovanjem banaka (indirektna emisija), kada jedna ili više banaka otkupe sve obveznice javnog zajma, ili kada država prodaje obveznice, koje mogu glasiti na donosioca ili na ime, javnog zajma na berzi. Pored toga, država javni zajam može realizovati i kod inostranih zajmodavaca. U tom slučaju javni zajam se vraća u stranoj valuti. Javni zajam država vraća postepeno, obično u dužem vremenskom periodu kroz anuitete (otplata delova glavnice i kamate). Pri tom, država koristi svoje redovne prihode (porezi i dr.). To je poseban slučaj kadajavni rashodi iznenada naglo porastu (npr. ratno stanje, naoružavanje i sl.) i za njihovo pokriće ne mogu se osigurati redovni javni prihodi. Zato je državni zajam vrlo pogodan metod da se teret vanrednih rashoda u dužim ili kraćim vremenskim intervalima rasporedi na više generacija, bez prevelikog poreskog opterećenja generacije koja je

trenutno poreski obveznik.

Prema shvatanjima većine teoretičara iz odnosne oblasti, javni zajmovi su postali Tedovna pojava od velike ekonomske krize 1929. godine, tako da javni dugovi imaju tendenciju stalnog rasta u svim privredama. Primera radi, budžet SAD od 1929. do 1996. godine (za 67 godina) imao je višak prihoda nad rashodima samo u sedam godina, dok je u 60 godina zabeležen deficit.

Iz izloženog može se zaključiti da je preovlađujuća odlika savremenih privreda, uz stalno širenje funkcija države, stalni rast deficita budžeta i rast javnog duga. Sredstva pribavljena putem javnog duga koriste se za najraznovrsnije potrebe: za vojne rashode, istraživanja i razvoj, intervencije u poljoprivredi, podsticaj pojedinim poduhvatima u industriji, stambena izgradnja, pomoć za nezaposlenost, regionalni razmeštaj radne snage itd.

Stanje javnog duga u pojedinim kapitalističkim zemljama, na primer, u 1998. godini bilo je sledeće: SAD - 5.880 mlrd USD; V. Britanija 222 mlrd funti; Nemačka 1.450 mlrd DEM, itd.

14.5. AMORTIZACIJA JAVNOG DUGA

Amortizacija javnog duga predstavlja vraćanje duga u obliku otplate i kamate. Sredstva za amortizaciju javnog duga obezbeđuju se iz poreza i drugih izvora kojima se puni državni budžet.

Danas postoje sledeći oblici amortizacije javnog duga:

- direktna amortizacija, kada se dug vraća neposrednim poveriocima;
- indirektna amortizacija, koja se sprovodi preko kupovine i prodaje efekata duga preko berzi hartija od vrednosti;
- ugovorna amortizacija, koja se vrši prema rokovima utvrđenim u ugovorima o zajmu;
- automatska amortizacija se vrši preko specijalne «amortizacione kase» koju država dotira svake godine u cilju otplate zajma. Kasa (trezor) godišnje otkupljuje vrednosne papire (obveznice) javnog duga da bi ih odmah unovčila ili dalje čuvala naplaćujući i dalje kamatu po kuponima tih obveznica;
- fakultativna amortizacija duga daje dosta operativnog prostora javnoj vlasti da u vreme kriza ili ratnog stanja ne vrši amortizaciju, a da amortizaciju vrši u vreme mira;
- monetarna amortizacija javnog duga se javlja kroz depresijaciju novca ili pad vrednosti nacionalne valute, znači svesnom vođenja politike inflacije i depresijacijom domaće valute.

14.6. MAKROEKONOMSKI EFEKAT JAVNOG DUGA

Nije nepoznato da zemlje sa istom stopom inflacije i ukupnim dugom u odnosu na društveni proizvod imaju različite fiskalne deficite u zavisnosti od sastava ukupnog duga. U zemljama bez inflacije standardna definicija fiskalnog deficita zavisi od strukture dospeća neizmirenog domaćeg državnog duga i od stepena monetizacije duga. O uticaju inflacije na fiskalne deficite, korisnije je praviti razliku između delovanja inflacije na prihode i rashode koji nisu vezani za dug i uticaja inflacije na otplatu državnog duga. Neprilagodive poreske osnovice i kašnjenja u naplati poreza dovode do značajnih gubitaka u realnim prihodima države u periodu rastuće inflacije. Kada se prihodi i rashodi usklade sa rastom cena primenom diskrecione mere izbegava se realni pad prihoda i rast deficita. Inflacija, isto tako, utiče na nivo nominalne kamate na državni dug. A da bi se izbeglo ovo inflaciono dejstvo trebalo bi da beskamatni rashodi rastu uporedo sa inflacijom, i da se održava stalan odnos poreskih prihoda prema društvenom proizvodu. U uslovima inflacije učešće standardnog fiskalnog deficita u društvenom proizvodu postaje funkcija stope inflacije, visine domaćeg državnog duga i sastava ukupnog državnog duga. Ali kad je dug izražen u domaćoj valuti na koju se naplaćuje «plivajuća» kamata, fiskalni deficit zavisi od nivoa inflacije i visine državnog duga. Međutim, ukoliko su instrument finansiranja deficita dugoročne obveznice onda u momentu njihovog dospeća mora da se otvori mehanizam finansiranja amortizacije obveznica izdavanjem novih obveznica sa većim nominalnim kamatama usled veće stope inflacije. To indeksiranje važi kako za domaći tako i za strani dug.

14.7. DELOVANJE INO-DUGA NA NACIONALNU PRIVREDU

Prilikom analiziranja uticaja ino-duga na nacionalnu privredu, treba imati u vidu efekat koji se postiže pri uzimanju i pri vraćanju duga.

Prilikom uzimanja zajma država povećava finansijski potencijal koristeći inostranu akumulaciju. Time se stvaraju uslovi za porast proizvodnje, zaposlenosti i investicija, a time i nacionalnog dohotka, a bez obuzdavanja domaće potrošnje. Prilikom otplate ino-duga imamo suprotan efekat - dolazi

do odlivanja dela nacionalnog dohotka. Države koje su upotrebile sredstva iz ino-duga za privredni razvoj, dakle u produktivne svrhe, lakše će podneti otplatu kredita od onih koje su trošile za neproduktivne namene. To ukazuje na potrebu stroge kontrole inostranog zaduživanja i korišćenja sredstava iz ino-zaduženja. U periodu vraćanja ino-dugova javljaju se tipične deflacione pojave: porast izvoza, ograničenje domaće potrošnje, jačanje deviznih rezervi za potrebe vraćanja dugova, ali i ograničavajućeg karaktera na rast nacionalnog dohotka i zaposlenost.

Karakteristike delovanja javnog duga svode se na:

- proces monetizacije i stvaranje i poništavanje monetarne baze u privredi;
- određivanje monetarnih tokova i monetarnih kontrola većeg dela finansijskih tokova;
- delovanje na ponašanje finansijskih institucija (banaka i dr.) u procesu finansiranja i finansijskim operacijama, a time i na neki oblik finansijskog planiranja;
- delovanje na formiranje osnovnih odnosa na kreditnom tržištu;
- često presudan uticaj na celokupan internacionalni mehanizam stabilizacionog karaktera, u smislu ublažavanja konjunktornih oscilacija i dr.

Delovanje javnog duga danas je ne samo značajno već i vrlo raznovrsno i s brojnim ekonomskim, finansijskim i društveno-ekonomskim implikacijama. Pomenimo, na kraju, koje su to finansijske institucije preko kojih se obavlja najveći deo transakcija - kredita finansijskog kapitala. Postoje sledeće, osnovne grupe, a to su:

- međunarodne finansijske organizacije (MMF, Svetska banka - gde spadaju: IBRD, IDA, IFC);
- regionalne finansijske organizacije (EBRD, EIB, ADB, IADB i dr);
- razvijene zemlje (članice Pariskog kluba);
- velike poslovne banke (članice Londonskog kluba);
- ostale finansijske i nefinansijske institucije i organizacije.

Najpovoljnije kredite za projekte infrastrukture srednje razvijenim zemljama, odobrava Međunarodna banka za obnovu i razvoj (IBRD), a za najnerazvijenije zemlje Međunarodna organizacija za razvoj (IDA).

14.8. JAVNI DUG I KRITERIJUMI KONVERGENCIJE EMU

Pravilo je da zdrave državne finansije predstavljaju preduslov za stabilnost-privrede, tj. efikasnu monetarnu politiku, pokretanje privrednog rasta, produktivno zapošljavanje i obaranje inflacije. Kriterijumi stabilnosti budžetske potrošnje ugrađen je u kriterijume konvergencije Evropske monetarne unije. Evropska ekonomska i monetarna unija (EMU) utvrđene su Ugovorom o Evropskoj Uniji iz Mاستrihta (Holandija), koji je potpisan 7. februara 1992. godine. Pomenutim ugovorom izvršena je najradikalnija revizija Ugovora o osnivanju Evropske ekonomske zajednice, jer sadrži i nove elemente.

Monetarna politika Evropske Unije sadržana je u Poglavlju 2. Mاستrhtskog ugovora - od člana 105. do člana 109. Realizacija EMU odvijala se u tri faze:

- Prva faza završena je 31. decembra 1993. godine stvaranjem jedinstvenog tržišta dobara i kapitala.
- Drugom fazom predviđeno je jače usklađivanje ekonomskih politika koje imaju za cilj smanjenje inflacije i kamatnih stopa i ograničavanje budžetskog deficita koji bi trebao da omogući najvećem broju država - članica da ispune kriterijume za uvođenje jedinstvene valute. U tom cilju od 1. januara 1994. godine osnovan je Evropski monetarni institut (EMI) koji je imao zadatak da tehnički pripremi uvođenje jedinstvene monete - evro.
- Treća, finalna faza imala je zadatak stvaranje jedinstvene i stabilne evropske monete i nezavisne Evropske centralne banke (ECB), sa Izvršnim odborom, kao organom upravljanja, koga imenuje Evropski savet na predlog Saveta guvernera i nacionalnih centralnih banaka.

Na osnovu člana 109. Ugovora o Evropskoj Uniji, Savet Evropske Unije doneo je 2. maja 1998. godine Uredbu Saveta o uvođenju evra, kojaje stupila na snagu 1. januara 1999. godine.(Official Journal of the European Communities, L 139/1 od 11. maja 1998.). Kriterijumi konvergencije, koje treba da ispune države pre ulaska u Evropsku monetarnu uniju, su:

- 1) Stabilnost cena - nizak nivo inflacije (ne više od 1,5% od proseka tri najuspešnije zemlje - članice);
- 2) Nizak nivo kamata na dugoročne kredite (ne više od 2% od proseka tri najuspešnije države - članice);
- 3) Stanje javnih finansija (godišnji budžetski deficit od najviše 3% od BNP i ukupan javni dug od najviše 60% od BNP - ili ako se brzo pri

bližava ovim kriterijumima);

- 4) Valutni kurs (poštovanje okvira fluktuacije unutar EMS u posljednje dve godine i izostanak devalvacije monete u posljednje dve godine).

Od ukupno 25 zemalja - članica Evropske Unije, uslove konvergencije ispunilo je, i uključilo se u Evropsku monetarnu uniju - 12 država. Od ranije evropske petnaestorice, jedino Švedska nije izvršila prilagođavanje svog zakonodavstva zakonodavstvu EU niti je donela odluku o prihvatanju propisa o statusu Evropske centralne banke (ECB) i Evropskog sistema centralnih banaka (SECB). Velika Britanija i Danska, iako ispunjavaju sve kriterijume konvergencije, za sada nisu pristupile Evropskoj monetarnoj uniji, ali su prilikom potpisivanja Ugovora o Evropskoj Uniji zadržale pravo da to učine naknadno - dovoljno je da o tome obaveste Savet Evropske Unije. Prema tome, Evropsku monetarnu uniju, sada (krajem 2006.godine) sačinjava sledećih 12 zemalja: Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Grčka, Holandija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemačka, Portugal i Spanija. Očekuje se da će, od 10 novoprimitljenih članica Evropske unije, prva država koja ispunjava kriterijume konvergencije, biti Slovenija (počev od 1.1.2007. godine).

14.9. METODE FINANSIRANJA BUDŽETSKOG DEFICITA

Poznata su tri osnovna oblika finansiranja javnog deficita, a to su:

- 1) Bankarski sistem;
- 2) Državni zajmovi;
- 3) Inostrani zajmovi.

U razvijenim zemljama tržišne privrede sredstva za finansiranje deficita država obezbeđuje posredstvom bankarskih kredita (na tzv. otvorenom tržištu) kao i državnim zajmovima (mobilizacijom slobodnih sredstava na tržištu novca i kapitala, kao i putem inostranih zajmova (SAD).

14.9.1. Kapitalizacija i monetizacija javnog duga

Politika deficita budžeta (rashodi veći od prihoda) redovna je pojava u savremenim privredama, sa tendencijom stalnog povećanja. U tom smislu, načelo budžetske ravnoteže u savremenim privredama se respektuje i deklarativno ceni, ali se, po pravilu, ne ostvaruje. Zato je svesno vođena politika budžetskog deficita prisutna u svim zemljama sveta i kreće se od 4-76% u odnosu na rasho-

de budžeta. Svesno vođena politika deficita budžeta je posledica ekonomske depresije. U tim uslovima budžet kroz svoje rashode postaje najmoćnije sredstvo za intervenciju države u privredi. Deficit budžeta postaje najsnažniji ekonomski instrument države za podsticanje privredne aktivnosti u uslovima recesije privrede. Na taj način ravnoteža budžeta žrtvuje se u korist ravnoteže privrede kao celine i politike pune zaposlenosti. Naravno, kao posledica toga menja se i način pokrića javnih rashoda. Javni dugovi (zajmovi) dobijaju vrlo značajnu ulogu u finansiranju budžetskih deficita. U savremenim privredama budžetski deficit se finansira na dva načina: javnim zajmovima, kroz kupovinu i prodaju vrednosnih papira od strane države (kapitalizacija duga) i čistom emisijom novca, odnosno direktnim zaduživanjem države kod centralne banke (monetizacija duga). Ova politika finansiranja budžetskog deficita je potpuno suprotna klasičnoj teoriji. Po klasičnoj teoriji država je u periodu krize (pad cena, porast nezaposlenosti) da bi sačuvala budžetsku ravnotežu nužno pristupala smanjenju budžetskih rashoda, što je bila normalna posledica opadanja budžetskih prihoda od poreza, zbog pada dohotka i uopšte pada aktivnosti privrede. Na kraju, sve to je pogoršavalo još više privrednu i finansijsku situaciju i brže vodilo još većem produbljivanju krizne faze ciklusa. To su i razlozi zbog kojih se i pristupilo uvođenju principa «anticikličnog» delovanja budžeta. Zapravo, to je akcija kada se u periodu privredne depresije pristupa povećanju javnih rashoda, smanjivanju poreza i stvaranju budžetskog deficita. Nasuprot tome, u periodu visoke konjunktura i inflacije pristupa se politici smanjivanja javnih rashoda, uz istovremeno povećavanje poreza i drugih oblika javnih prihoda. Na taj način i politika uravnoteženja budžeta nije više vezana za godinu dana, već za jedan srednji vremenski period od 5-7 godina. Deficit budžeta nastao u vreme depresije u privredi, zapravo treba da se pokriva njegovim suficitom ostvarenim u fazi prosperiteta i inflacije u privredi.

14.9.2. Deficitno budžetsko finansiranje putem emisije novca

Prema Gregori Mankju (udžbenik: Principi ekonomije) od deset principa ekonomije, desti princip glasi: “Društvo se na kratak rok suočava s izborom između inflacije i nezaposlenosti.”Ovaj nezaobilazni princip ekonomije primenjivale su sve države svojoj istoriji, a ne retko ga primenjuju i danas, kada dođu u situaciju da nisu u stanju da finansiraju bilo privredu bilo budžetsku potrošnju (što se svodi na isto). Finansiranje budžetskog deficita putem emisije novca neminovno dovodi do pokretanja spirale inflacije i troškova, kao i do rasta kamatnih stopa. Emisija državnih vrednosnih papira od centralne banke, takođe, dovodi do emisije novca, tj. do monetarizacije javnog duga, što vodi ka desta-

bilizaciji državnih finansija. Budžetski deficiti redovno su praćeni porastom javnog duga, bez obzira na to iz kojih sredstava se on pokriva i ko su njegovi nosioci.

Primeru radi, u SAD javni dug u 1996. godini iznosio je oko 3.800 mlrd USD (oko 38% društvenog proizvoda) a osnovni nosilac (držaoc) obveznica javnog duga je privatni sektor (oko 80%), a zatim slede osiguravajući fondovi i državne agencije.

(Izvor, IFS, oct. 1997.)

14.9.3. Konverzija javnog duga

Konverzija javnog duga vrši se u cilju oslobađanja prevelikog tereta državnog duga putem pretvaranja kratkoročnih dugova u dugoročne ili preko snižavanja kamata, pri čemu se javni dug ne smanjuje. Razlozi za konverziju javnog duga mogu biti ekonomski, politički i pravni. Ekonomski razlozi nastaju kada, na primer, na tržištu kapitala dođe do pada kamatne stope. Politički razlozi nastaju u situacijama kada država plaća veću kamatnu stopu od tržišne, što država postiže putem konverzije. Pravni aspekt konverzije nastaje u situaciji kada istekne rok jednog zajma, pa se sklapa novi. Praktično, novacija i amortizacija zajma slivaju se u jednu operaciju, jer cilj operacije nije isplata zajma već olakšanje budžetskog tereta, što je smisao konverzije dugova. I vlasnik obveznice ima interes za konverziju jer postiže povoljniju kamatnu stopu od tržišne (na primer 8%, u odnosu na 6% koliko iznosi na tržištu). Konverzija duga može se ostvariti na tri moguća načina: dobrovoljno, prinudno i konverzija novijeg datuma (kombinacijom dobrovoljne i prinudne konverzije).

PROVERA ZNANJA

1. Navedite i objasnite teorije o javnom dugu.
2. Koji su osnovni uzroci stvaranja javnog duga?
3. Objasnite javni dug i javni zajam.
4. Šta je to amortizacija javnog duga?
5. Objasnite makroekonomski efekat javnog duga.
6. Šta je to konvergencija EMU?
7. Kako se finansira budžetski deficit? Objasnite metode.
8. Objasnite pojam, značaj i razloge konverzije javnog duga.

BIBLIOGRAFIJA

- I. S. Barać, B. Stakić, M. Ivaniš, *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2006.
- II. Dr J. Lovčević, *Institucije javnih finansija*, Službeni list, Beograd, 1997.

* Napomena: prema *www.nbs.yu***A**

Akcije Vlasničke korporativne hartije od vrednosti čijom kupovinom se stiče vlasništvo nad delom kapitala akcionarskog društva. Mogu biti obične (redovne) akcije, koje svojim vlasnicima daju pravo na dividendu, pravo glasa na skupštini akcionara i pravo da, u slučaju likvidacije ili bankrotstva akcionarskog društva, raspodele preostalu imovinu nakon izmirenja obaveza akcionarskog društva i izvršene isplate vlasnicima prioritetnih akcija, odnosno prioritetne (povlašćene, preferencijalne) akcije, koje svojim vlasnicima daju prioritet u isplati dividende u odnosu na obične akcionare

Amortizacija Godišnji otpis osnovnih sredstava

ANNA (Association of National Numbering Agencies) Međunarodno udruženje agencija za dodelu ISIN brojeva, čiji je član Centralni registar hartija od vrednosti.

Anuitet je redovna, najčešće polugodišnja ili godišnja, isplata novčanog iznosa (kvote) sastavljenog od dela glavnice i dela kamate, koji dužnik mora da plati na ime postepene otplate kredita.

Autorizacija Definisani proces kojim izdavalac kartice odobrava transakciju.

B

Bankarski dan Deo dana u kome je banka otvorena za prijem, obradu i prenos naloga za plaćanje i drugih obaveštenja koja se odnose na transakcije plaćanja.

Bankarski konzorcijum Udruženje većeg broja banaka koje angažovanjem finansijskog kapitala realizuje pojedinačne ili redovne kreditne poslove.

Bankarski sistem Srbije čine centralna banka (Narodna banka Srbije) i poslovne banke. Banke u Srbiji su opšteg i univerzalnog tipa.

Bankomat ATM Uređaj koji je najčešće instaliran na prometnom mestu ili u ekspozituri banke i korisniku kartice omogućava podizanje gotovog novca sa njegovog računa 24 časa dnevno. Za podizanje gotovog novca preko bankomata korisnik kartice mora da, kao identifikaciju, otkuca svoj PIN broj, koji je dobio od banke u zatvorenoj koverti i koji samo on zna.

Baza finansijskih izveštaja Jedinствена, elektronska baza podataka koja se vodi u Narodnoj banci Srbije i sadrži podatke iz propisanih obrazaca i drugih dokumenata finansijskih izveštaja koje dostavljaju pravna lica i preduzetnici u skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji; podaci iz baze finansijskih izveštaja daju se na zahtev svim zainteresovanim korisnicima putem Interneta.

Bazelski komitet za kontrolu banaka osnovali su 1974. godine guverneri centralnih banaka zemalja grupe G10. Komitet nema nadnacionalni autoritet kontrole i njegovi zaključci nemaju pravnu snagu. On formuliše osnovne standarde kontrole i daje preporuke na osnovu najbolje prakse, u očekivanju da ovlašćeni kontrolori to primene na način koji je pogodan za pojedinačne nacionalne sisteme. Na taj način Komitet obezbeđuje istovetan pristup i zajedničke standarde kontrole u zemljama članicama.

Bazelski sporazum I ustanovljen je 1988. godine i predstavlja sporazum o kapitalu banaka. Njime se definišu elementi kapitala banaka – osnovni i dopunski, ponderi za izračunavanje kreditnog rizika po bilansnoj aktivi i faktori kreditne konverzije za izračunavanje kreditnog rizika po vanbilansnoj aktivi, kao i odnos između kapitala i ukupne aktive ponderisane kreditnim rizikom, s ciljem izračunavanja pokazatelja adekvatnosti kapitala.

Bazelski sporazum II nastao je iz potrebe za promenama u načinu obračuna pokazatelja adekvatnosti kapitala. U odnosu na Bazel I, pored aktive ponderisane kreditnim rizikom, uključuju se i kapitalni zahtevi za tržišni i operativni rizik. Novi sporazum o kapitalu, Bazel II, zasniva se na tri stuba: definisanje izračunavanja pokazatelja adekvatnosti kapitala, uloga supervizije i tržišna disciplina.

Bazna inflacija se obračunava na osnovu promena cena na malo nesezonske robe i usluga koje se formiraju prema uslovima tržišta. Ne obuhvata cene robe u nekim od režima regulacije (energenti, komunalne i druge usluge, lekovi i dr.), kao ni poljoprivrednih proizvoda.

BELEX15 Indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom koja se nalazi u slobodnom prometu (free float). Sastoji se od akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje su ispunile kriterijum za ulazak u indeksnu korpu na Beogradskoj berzi.

BELIBOR (Belgrade Interbank Offered Rate) Referentna kamatna stopa za dinarska sredstva ponudena od strane banaka Panela, na srpskom međubankarskom tržištu. Računa se kao aritmetička sredina kotacija preostalih posle eliminisanja najviše i najniže stope, sa dva decimalna mesta.

Beokliring - Centralni registar hartija od vrednosti Beokliring je osnovan kao jedinstvena institucija za registrovanje svih emitovanih hartija od vrednosti, kliring i saldiranje novčanih transakcija po osnovu poslova sa hartijama od vrednosti, kliring i saldiranje hartija od vrednosti i za izvršavanje transakcija po osnovu principa DvP - delivery versus payment (istovremeno plaćanje i isporuka hartija od vrednosti)

BEONIA (Belgrade Overnight Index Average) Efektivna prekononoćna stopa izračunata kao ponderisani prosek svih prekononoćnih pozajmica sa srpskom međubankarskom tržištu, koje su plasirale banke Panela, uključujući i plasmane date drugim bankama van Panela.

Berza - vrste berzi Institucija finansijskog tržišta na kojoj ovlašćeni berzanski posrednici po unapred poznatim pravilima trguju standardizovanim tržišnim ma-

terijalom, a cene se formiraju u zavisnosti od ponude i tražnje. Prema predmetu trgovine, berze se dele na efektne (trguje se hartijama od vrednosti, devizama, finansijskim derivatima), robne (robom) i mešovite.

Berzanski indeksi Prosek cena hartija od vrednosti izražen u odnosu na ranije utvrđenu bazičnu tržišnu vrednost. Indeks se koristi za analizu funkcionisanja berze. Najpoznatiji berzanski indeksi su DOW JONES, NASDAQ i FTSE. Tri su glavna faktora po kojima se berzanski indeksi razlikuju: po brojčanoj zastupljenosti akcija koje indeks predstavlja, po relativnoj težini koja se daje akcijama i po korišćenoj metodi uprosečavanja koja se koristi. Predstavljaju jedan od najznačajnijih pokazatelja razvoja finansijskog tržišta, ali i privrede u celini.

Berzanska kapitalizacija Predstavlja ukupnu tržišnu vrednost određene kategorije emitovanih akcija jedne kompanije po tekućoj kursnoj listi berze.

Berzanski kurs akcija Odnos tržišne cene akcije i njene nominalne vrednosti.

Berzanski posrednik Pravna lica koja imaju dozvolu za pristup berzi i ovlašćeni su da sklapaju berzanske poslove kao kupci i kao prodavci. Posluju sa drugim ovlašćenim posrednicima, a predmet trgovine su hartije od vrednosti i roba koja je zvanično registrovana na berzi. Berzanski posrednici su brokери, koji rade za tuđ račun, i dileri, koji kao finansijski posrednici rade za svoj račun.

Berzanske provizije Za svoje posredovanje na berzi berzanski posrednici obično naplaćuju proviziju, tzv. brokeražu, koja se određuje kao procenat od obavljenog prometa, koji opada sa porastom vrednosti transakcije.

Bilans stanja Deo finansijskog izveštaja u kome se prikazuje stanje imovine i obaveza jednog pravnog lica, odnosno preduzetnika, na dan bilansiranja u poslovnoj godini. Aktivu bilansa stanja čine podaci o sredstvima, a pasivu - podaci o sopstvenim i pozajmljenim izvorima sredstava (kapital i obaveze).

Bilans uspeha Deo finansijskog izveštaja u kome se prikazuju podaci jednog pravnog lica, odnosno preduzetnika, o prihodima, rashodima i rezultatu u periodu od početka godine do dana bilansiranja u poslovnoj godini.

BIS (Banka za međunarodna poravnanja) “Banka centralnih banaka” osnovana 1930. godine sa sedištem u Bazelu. Osnovni zadatak joj je da koordinira i unapređuje saradnju centralnih banaka, u prvom redu u oblasti monetarne politike, kao i da posreduje u međunarodnom obračunu evropskih centralnih banaka.

Blagajnički zapisi Narodne banke Srbije Kratkoročne diskontne hartije koje emituje Narodna banka Srbije s ciljem povlačenja viškova likvidnih sredstava iz bankarskog sektora. Njihovi kupci su isključivo banke.

Blu čip akcije Akcije velikih, poznatih i visoko rangiranih preduzeća, koja se odlikuju redovnim isplata dividendi, kvalitetnim menadžmentom, dobrim plasmanima proizvoda i usluga.

Bonitet Sposobnost korisnika kredita da preuzme i ispuni finansijsku obavezu plaćanja o roku, kao i sve prispele kamate. Bonitet obuhvata stepen lične

kreditne sposobnosti (ugled, preduzetnička sposobnost, stručno znanje, prodornost), opštu materijalnu sposobnost i solidnu poziciju na tržištu. Bonitet se često ne poklapa sa pojmom likvidnosti, budući da dužnik može biti dobrog bonitetnog statusa, a ipak kratkoročno nelikvidan.

Bretonvudski sporazum Međunarodna konferencija UN o monetnim i finansijskim pitanjima održana u Breton Vudsu (u američkoj državi Nju Hempšajr) 1944. godine, na kojoj je zaključen Sporazum o osnivanju Međunarodnog monetarnog fonda i Međunarodne banke za obnovu i razvoj. Učesnici konferencije odlučili su se za uvođenje fiksnih pariteta kurseva valuta, sa maržom fluktuacije +/-1% oko SAD dolara. Bretonvudski sporazumi stupili su na snagu 1946. godine.

Brokerske firme Posredničke finansijske institucije koje u trgovanju hartijama od vrednosti nastupaju u svoje ime, a za račun svojih klijenata (komisionari) ili u ime i za račun svojih klijenata (zastupnici).

Brokerski poslovi Poslovi koje obavlja brokerska kuća: trgovanje finansijskim instrumentima, delatnosti na primarnom tržištu, izrada analiza i pružanje savetodavnih usluga, naplata dividende i kamatnih kupona, zastupanje klijenata u skupštini akcionara, čuvanje hartija od vrednosti, vođenje portfelja hartija od vrednosti za račun korisnika usluga, pružanje usluga trgovanja na kredit, pozajmljivanje hartija i sl.

Brzina opticaja novca Brzina kojom se određena količina novca (gotov novac i depozitni novac) u određenom vremenskom intervalu angažuje u nacionalnoj privredi jedne zemlje, kako bi se izvršio nominalan obim transakcija. Brzina opticaja novca je indikator koji ukazuje koji obim novčane mase je potreban da bi se obavio određeni obim operacija plaćanja ili transakcija.

C

CAMEL CAMEL predstavlja jedinstveni sistem rangiranja banaka. Spisak kriterijuma za rangiranje: Capital adequacy (adekvatnost kapitala), Accet quality (kvalitet aktive), Management quality (kvalitet upravljačke strukture), Earnings (zarada) i Liquidity (likvidnost).

Cash flow Oslobođena godišnja sredstva upotrebljiva za refinansiranje, dodatno investiranje i razduženje.

CEECSDA (Central and Estearn European Central Securities Depository Association) Udruženje centralnih registara centralne i istočne Evrope, čiji je član Centralni registar hartija od vrednosti.

Cedent Osiguravač koji deo svog rizika ustupa reosiguraču - cesionaru, kako bi smanjio rizike.

Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti Institucija koja vodi jedinstvenu evidenciju o vlasnicima svih hartija od vrednosti koje su emitovane na području Republike Srbije. Pored toga, predstavlja klirinšku kuću koja vrši kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu.

Uskladio je svoje poslovanje sa svim drugim akterima na finansijskom tržištu - Beogradskom berzom, Ministarstvom finansija i Narodnom bankom Srbije. Takođe, član je međunarodnih organizacija koje su relevantne za kliring i saldiranje hartija od vrednosti (ANNA, SEESSDA, ISSA)

Cesionar Reosiguravač koji preuzima deo rizika osiguravača - cedenta.

CHIPS Platni sistem za kliring velikih plaćanja u realnom vremenu, u dolarima. Koristi bilateralno i multilateralno izračunavanje neto pozicija za maksimalni efekat likvidnosti. CHIPS je jedini sistem velikih plaćanja sa mogućnošću prenosa velikih plaćanja u komercijalne svrhe. Procesira preko 257.000 transakcija dnevno u bruto vrednosti od preko 1,3 triliona dolara. Najveća je platna platforma koju koriste vodeće svetske banke u 22 zemlje sveta.

Ciljana inflacija Stopa inflacije koju centralna banka planira za određeni period. Kao mera za inflaciono targetiranje koristi se: 1) indeks cena na malo, 2) harmonizovani indeks cena na malo i 3) bazna (core) inflacija.

D

Davalac finansijskog lizinga je privredno društvo koje, uz zadržavanje prava svojine na predmetu lizinga, prenosi na primaoca lizinga ovlašćenje držanja i korišćenja na predmetu lizinga, na ugovoreno vreme i uz ugovorenu naknadu. Ovakvo privredno društvo mora da ima dozvolu NBS za obavljanje poslova finansijskog lizinga i dužno je da obezbedi da u svom poslovanju njegov osnovni kapital ne bude ispod 100.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu NBS.

Datum valute Bankarski dan na koji je potrebno izvršiti nalog za plaćanje, prema instrukcijama pošiljaoca.

Debitna kartica Kartica za čije se transakcije račun korisnika zadužuje odmah.

Depozit je dinarsko ili devizno novčano potraživanje prema banci koje proizlazi iz novčanog depozita, uloga na štednju, bankarskog tekućeg računa ili drugog novčanog računa i na osnovu koga nastaje zakonska ili ugovorna obaveza banke na povraćaj sredstava.

Depozitar Podrazumeva instituciju kod koje se vode računi međunarodne finansijske organizacije, preko kojih se obavljaju sve transakcije u nacionalnoj valuti po osnovu svih obaveza zemlje članice prema MFO.

Depozitne olakšice Deponovani viškovi likvidnih sredstava banaka koje banke mogu preko noći deponovati kod Narodne banke Srbije

Derivati Izvedene hartije od vrednosti; kreiraju se na neku drugu osnovnu aktivu, kao npr. na robu, druge hartije od vrednosti, devize, kamatne stope ili tržišne indekse. Kretanje cena osnovne aktive vrši direktan uticaj na visinu cena derivata. Najznačajniji derivati su: forvardi, fjučersi, opcije, varanti, konvertibilne hartije od vrednosti i sl.

Devize Deviza je svako potraživanje u inostranstvu (po bilo kom osnovu) koje glasi na stranu valutu.

Devizne rezerve Narodne banke Srbije čine: inostrane hartije od vrednosti, depoziti na računima u inostranstvu, efektivni strani novac, zlato i specijalna prava vučenja. Devizne rezerve poslovnih banaka čine: efektivni strani novac u trezorima banaka, devize na računima u inostranstvu i hartije od vrednosti koje banke imaju u svom portfelju. Te devizne rezerve predstavljaju dopunsku rezervu likvidnosti za premošćavanje neusklađenosti međunarodnih plaćanja.

Devizni kurs je međusobni odnos vrednosti domaće i strane valute, tj. cena koja se u jednoj zemlji plaća za neku stranu valutu, odnosno cena strane valute izražena u domaćem novcu, koja pokazuje odnos njihovih realnih vrednosti (kupovne moći).

Devizni rizik Rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene deviznog kursa.

Devizno tržište Mesto na kome se sučeljavaju ponuda i tražnja deviza i efektivnog stranog novca između subjekata u okviru jedne nacionalne ekonomije ili između različitih nacionalnih ekonomija.

Dividendna stopa Odnos dividende po akciji i berzanskog kursa akcije (interesantna za kupce akcija).

Dobrovoljni penzijski fond Institucija kolektivnog investiranja u okviru koje se prikuplja i ulaže penzijski doprinos u različite vrste imovine s ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja.

Državne obveznice Obveznice koje emituje država ili neki njen organ ili agencija, s namenom prvenstveno finansiranja budžetskog deficita, odnosno za pokriće državnih dugova. Smatraju se prvoklasnim jer nose najmanji kreditni rizik, s obzirom na to da je garant ispunjenja obaveza država, a na prihod od njih se uglavnom ne plaća porez. Postoji veći broj tih hartija od vrednosti i one se razlikuju u pogledu namene i ročnosti. Njihovi kupci mogu biti banke, finansijske institucije i privatni investitori.

Državni zapisi Kratkoročne diskontne hartije od vrednosti koje emituje Trezor (Ministarstvo finansija RS) radi premošćavanja vremenske neusklađenosti između priticanja prihoda i izvršavanja rashoda saveznog budžeta i budžeta republika članica. Obaveze po njima za naplatu dospevaju najdocnije do kraja budžetske godine.

Dužničke hartije od vrednosti Prikazuju dužničko-poverilački odnos koji se izmiruje i prestaje istekom roka dospeća hartije. To su hartije od vrednosti koje se ukamaćuju po unapred utvrđenoj kamatnoj stopi i isplaćuju u određenom momentu - na kraju roka dospeća ili u tačno utvrđenim periodima dospeća.

Dužnik Fizičko ili pravno lice koje vrši plaćanje u transakciji plaćanja.

Dužnik po inostranom kreditu Pravno lice ili preduzetnik koji je zaključio

ugovor o kreditu i obavezao se da ga otplaćuje prema inostranstvu.

DvP (Delivery vs. Payment) Istovremeno plaćanje i isporuka hartija od vrednosti osnovni je princip u saldiranju transakcija sa hartijama od vrednosti, koji poštuje i Centralni registar hartija od vrednosti. Primenom ovog principa, nikada se ne može desiti da kupac hartije od vrednosti plati, a da ih na svom računu ne dobije.

E

E-Banking Savremeni, elektronski način vođenja računa u obavljanju platnog prometa. Sistem je na raspolaganju u bilo koje vreme i sa bilo kog PC računara koji ima pristup Internetu uz korišćenje čitača kartica i Smart kartice. Korisnici e-Bankinga imaju uvid u stanje na računu i u dnevni promet, mogu preuzimati izvode i kreirati naloge za prenos novčanih sredstava. Sistem je potpuno zaštićen od zloupotrebe tehnologijama bezbednosti koje se koriste u savremenom elektronskom svetu. S druge strane, tarifa za naloge koji se dostavljaju elektronskim putem je znatno niža od one za naloge koji se predaju na šalteru banke.

ECB - Evropska centralna banka Središnja institucija Evrosistema i Evropskog sistema centralnih banaka; osnovana je 1. juna 1998. godine sa sedištem u Frankfurtu na Majni. Od 1. januara 1999. godine ECB je odgovorna za vođenje monetarne politike u evrozoni.

Efektivna kamatna stopa Dekurzivna kamatna stopa koja se obračunava na godišnjem nivou primenom složenog kamatnog računa - obračun komfornom metodom, kojim se diskontovana novčana primanja izjednačavaju sa diskontovanim novčanim izdacima primljenih depozita, odnosno odobrenih kredita.

Efikasnost poslovanja Pokazuje učešće operativnih troškova u ukupnim rashodima.

Ekspanzivna kreditno-monetarna politika Monetarna politika centralne banke orijentisana na davanje olakšica za funkcionisanje bankarskog sistema, odnosno tržišta novca, koja time doprinosi oživljavanju ekonomskih aktivnosti u zemlji.

Elektronski prenos Način prenosa naloga za plaćanje i drugih podataka u transakciji plaćanja - telekomunikacijski ili fizičkom isporukom traka, disketa i sličnih nosilaca podataka.

ELIN - efektivna stopa lizing naknade ELIN predstavlja ukupnu cenu finansiranja koja pored kamate uključuje i sve druge troškove vezane za zaključivanje ugovora.

Emisija hartija od vrednosti Izdavanje kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti odlukom emitenta, u kojoj se propisuju najvažniji elementi hartija.

Emisija novca Puštanje novca u opticaj.

Emisioni poslovi Poslovi izdavanja novca i hartija od vrednosti.

Emitenti hartija od vrednosti Pravna lica koja su, prema važećim zakonskim propisima, ovlašćena da emituju hartije od vrednosti, a čijom prodajom priku-

pljaju nedostajuća novčana sredstva.

ERM (Exchange Rate Mechanism) Mehanizam deviznih kurseva Evropskog monetarnog sistema (EMS) uveden 1979. godine, čiji je cilj bio usklađivanje vrednosti valuta uoči stvaranja jedinstvenog valutnog tržišta. Njegovo važenje prestalo je uvođenjem ERM II u trećoj fazi izgradnje EMU.

ERM II Mehanizam deviznih kurseva koji valute država koje ne učestvuju u EMU povezuje preko zajednički usvojene osnovne kursne stope i fluktuacionih margina.

Eskont Razlika između eskontovane vrednosti menice (vrednosti po kojoj se menica iskupljuje) i njene nominalne vrednosti.

Eskontna stopa Stopa po kojoj se vrši eskontovanje menica. Najniža kamatna stopa po kojoj emisiona banka daje kredite drugim bankama, ili po kojoj od tih banaka prima u eskont menice i državne hartije od vrednosti.

Eskontni kredit Kratkoročni kredit koji banka svom klijentu odobrava kao vid pribavljanja likvidnih sredstava otkupom menica pre njihovog roka dospeća. Iznos eskontnog kredita zavisi od slobodnih sredstava koje banka može da plasira za tu svrhu, a što pak zavisi od monetarne politike centralne banke.

EURIBOR (European Interbank Offered Rate) Referentna kamatna stopa na pozajmice u evrima među prvoklasnim bankama. Dana 1. januara 1999. EURIBOR je zamenio nacionalne referentne kamatne stope za pojedine zemlje (FIBOR, PIBOR). Ova kamata se obračunava dnevno na međubankarske depozite sa rokom od nedelju dana, jedan mesec i do 12 meseci.

EUROCLEAR Klirinška organizacija u međunarodnoj trgovini hartijama od vrednosti sa sedištem u Bazelu.

Evropska centralna banka (ECB) Centralna banka Evropske unije sa sedištem u Frankfurtu na Majni (počela sa radom 4. januara 1999); kao nezavisna monetarna institucija, preuzela je ulogu svih 12 nacionalnih centralnih banaka zemalja evrozona. Njena nezavisnost je funkcionalna (garantuje stabilnost cena), institucionalna (ne prihvata uputstva trećih lica), personalna (dugi mandati članova organa odlučivanja) i finansijska. S nacionalnim bankama zemalja učesnica u Evropskoj uniji obrazuje Evropski sistem centralnih banaka (ESCB).

Evropski sistem centralnih banaka (ESCB) Evropski sistem centralnih banaka uključuje Evropsku centralnu banku (ECB) i centralne banke zemalja članica Evropske unije, bez obzira na to da li su usvojile evro.

Evrozona Evrozona (evroblast ili evroland) obuhvata 12 zemalja Evropske unije koje su uvele evro kao nacionalnu monetu: Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Nemačka, Grčka, Irska, Italija, Luksemburg, Holandija, Portugal i Španija. Evropska centralna banka je odgovorna za vođenje monetarne politike unutar evrozona.

FED Sistem američkih centralnih banaka.

Fiksni režim deviznog kursa Valutna cena koju centralna banka veže za određenu vrednost tokom određenog vremena

Filijala je organizacioni deo banke bez statusa pravnog lica, koji obavlja poslove koje može obavljati banka u skladu sa Zakonom o bankama.

Filijala strane banke je pravno lice koje ima dozvolu za rad Narodne banke Srbije (afilijacija) i koje delatnost obavlja na teritoriji Republike Srbije pod uslovima propisanim zakonom kojim se uređuju banke i druge finansijske organizacije.

Finansijska aktiva Količina trenutno raspoloživog gotovog (novčanice i kovani novac) ili žiralnog (depozitnog) novca kojim neki privredni subjekt raspolaže, kao i ostala potraživanja od drugih ekonomskih subjekata.

Finansijski lizing Posao u kome davalac lizinga sa isporučiocem predmeta lizinga zaključuje ugovor na osnovu koga se stiče pravo svojine na predmet lizinga, a sa primaocem lizinga zaključuje ugovor o finansijskom lizingu kojim se obavezuje da na primaoca lizinga prenese ovlašćenje držanja i korišćenja predmeta lizinga na ugovoreno vreme, a primalac lizinga se obavezuje da mu za to plaća ugovorenu naknadu u ugovorenim ratama.

Finansijski sektor Srbije čine bankarski sektor, sektor hartija od vrednosti, sektor osiguranja, sektor lizinga, sektor dobrovoljnih penzijskih fondova i drugi sektori koji obavljaju srodne delatnosti.

Fiskalne kase Trgovačka registar-kasa sa ugrađenom i zaključanom (tzv. fiskalnom) memorijom za smeštaj podataka o prometu prodajnog mesta. Otvara se po nalogu poreskih i ovlašćenih organa kontrole.

Fiskalni agent Podrazumeva instituciju zemlje članice koja sa međunarodnom finansijskom institucijom obavlja sve poslove finansijskih transakcija (poslovi u vezi s uzimanjem i otplaćivanjem zajmova, transakcije u vezi s uplatom i povećanjem kapitala kod MFO). Narodna banka Srbije određena je za fiskalnog agenta za Srbiju i Crnu Goru kod MMF-a.

Fjučersi Visokostandardizovani terminski ugovori o kupoprodaji određene aktive (robe, deviza, instumenata finansijskog tržišta) čija će se isporuka i plaćanje izvršiti u budućnosti.

Fluktuirajući režim deviznog kursa Valutna cena koja je određena ponudom i tražnjom na deviznom tržištu, sa malim ili nikakvim uplitanjem države.

Fond revolving kredita Fond koji se formira povraćajem glavnica i kamata ranije odobrenih kredita i čija se sredstva ponovo koriste za iste namene i pod istim uslovima.

Forfeting Forfeting je kupovina trgovinskog duga, odnosno potraživanja, uz

popust i bez prava na regres, pri čemu se dug, odnosno potraživanje potvrđuju različitim prenosivim instrumentima (vučena menica, vlastita menica, akreditiv sa odloženim plaćanjem i sl.) koje uvoznik daje izvozniku.

Funds Flow Tok izvora sredstava (finansijski tok), odnosno povećanje ili smanjenje bilansnih pozicija; objašnjava promenu neto obrtnog fonda i način rasporeda odnosne promene (upotrebljiv za prognozu likvidnosti).

H

Hartije od vrednosti Pisani dokument ili isprava koja svom držaocu daje određena imovinska prava, koja može da iskoristi samo pod uslovima zakonitog vlasništva nad tim hartijama od vrednostima. Predstavljaju najveću i najznačajniju grupu finansijskih instrumenata kojima se trguje na finansijskim tržištima.

Hedž fondovi Specifična vrsta investicionih fondova, koji u svojim spekulativnim poslovima koriste tehniku hedžinga kako bi smanjili rizike. Imaju visok stepen zaduženosti u odnosu na sopstvena sredstva.

Hiperinflacija "Inflacija van kontrole" predstavlja veoma brz rast cena (po Caganu, preko 50% mesečno) i drastičan pad vrednosti novca, najčešće kao posledica visoke budžetske potrošnje finansirane štampanjem novca bez pokrića.

I

Instrumenti plaćanja Instrumenti kojima se vrše plaćanja ili naplate sa računa - gotovim novcem ili bezgotovinski: nalog za uplatu ili nalog za isplatu, nalog za prenos i nalog za naplatu.

Interkalarna kamata Interkalarna kamata je kamata koja se obračunava i naplaćuje samo za vreme korišćenja kredita, odnosno do momenta kada se počinje sa otplatom kredita. Obračunava se od momenta odobravanja kredita pa do prve uplate rate.

Interna konvertibilnost Interna konvertibilnost određene valute označava pravo rezidenata da određenu valutu razmenjuju za strane valute u neograničenom iznosu, po važećem deviznom kursu.

Intervencija centralne banke na tržištu Intervencija direktnom kupovinom, odnosno prodajom deviza ili indirektnim uticajem na ponudu i tražnju preko tržišta novca.

Investicioni fondovi Specijalni fondovi koje formiraju institucionalni investitori. Postoji više kategorija investicionih fondova: otvoreni, zatvoreni, specijalni, akcijski, mešoviti itd.

ISIN broj International Securities Identification Number - međunarodna identifikaciona oznaka hartija od vrednosti, koju dodeljuju nacionalne agencije (u Srbiji Centralni registar hartija od vrednosti).

Izdavaoci hartija od vrednosti Subjekti koji emituju hartije od vrednosti radi

prikupljanja finansijskih sredstava. To mogu biti domaća pravna lica, državna zajednica, članice državne zajednice, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave i Narodna banka Srbije.

Izveštaji o bonitetu Sistematizovani set podataka, pokazatelja i dokumenata o bonitetu pravnih lica i preduzetnika. Odeljenje za registre izrađuje ih u formi standardizovanih (višenamenskih) i specijalizovanih (za određenu namenu) izveštaja.

Izveštaj o tokovima gotovine Deo finansijskog izveštaja u kome se prikazuju podaci o prilivima i odlivima gotovine jednog pravnog lica po osnovu poslovnih aktivnosti, aktivnosti investiranja i finansiranja, u periodu od početka poslovne godine do dana bilansiranja.

Izveštaj o promenama na kapitalu Deo finansijskog izveštaja u kome se prikazuju podaci o promenama (povećanjima i smanjenjima) sopstvenog kapitala jednog pravnog lica u periodu od početka poslovne godine do dana bilansiranja.

J

Javna ponuda hartija od vrednosti Ponuda hartija od vrednosti upućena neodređenom broju lica radi upisa i uplate hartija od vrednosti prilikom njihove distribucije, odnosno svaka ponuda za kupovinu ili prodaju hartija od vrednosti na organizovanom tržištu.

Javni fondovi Finansijske institucije javnog sektora za finansiranje određenih socijalnih potreba, prvenstveno zdravstveno i invalidsko-penijsko osiguranje, kao i zapošljavanje. Alimentiraju se doprinosima, budžetskim dopunskim sredstvima i participacijama.

Javni spoljni dug Dug javnog sektora (države, državnih organa, lokalne samouprave i javnih preduzeća) prema inostranstvu, kao i dug sa državnom garancijom. .

K

Kamata je naknada u novcu za privremeno pozajmljivanje na korišćenje novčanih sredstava ili, u procentima izražena naknada (cena) koju zajmoprimac (dužnik) plaća zajmodavcu (kreditoru, poveriocu) za privremeno korišćenje ustupljenog novca ili kapitala.

Kamatna marža Razlika između aktivne i pasivne kamatne stope.

Kamatna stopa je u procentima izražena cena koja se plaća za korišćenje tuđih sredstava - novca ili kapitala.

Kamatna stopa tržišta novca Cena angažovanja novca na kratak rok.

Kamatne stope Narodne banke Srbije Kamatne stope prema kojima Narodna banka Srbije obračunava i naplaćuje kamate na plasmane iz primarne emisije i na sva druga potraživanja. Narodna banka Srbije plaća kamate na sredstva deponovana na računu kod nje.

Kamatni rizik Rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene kamatnih stopa.

Kastodi banka Banka koja ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za poslove vođenja računa hartija od vrednosti u svoje ima a za račun svojih klijenata i koja svojim klijentima pruža usluge kliringa i saldiranja transakcija sa hartijama od vrednosti, kao i druge usluge vezane za korporativne radnje (isplata dividende, glasanje na skupštini akcionara).

Kliring i saldiranje Radnje koje se, u registru hartija od vrednosti - posebno specijalizovanoj instituciji, obavljaju nakon realizacije naloga kupovine i prodaje. Odnose se na međusobno poravnavanje obaveza i potraživanja, kao i prenos prodatih hartija sa starog na novog vlasnika i istovremeno prenos novca sa računa kupca na račun bivšeg vlasnika hartije.

Klirinška kuća Institucija na finansijskom tržištu koja se bavi kliringom (utvrđivanje obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu) i saldiranjem (izvršenje obaveza prenosom hartija od vrednosti ili plaćanjem) i koja upravlja rizikom u saldiranju transakcija, između ostalog, vođenjem marginskih računa.

Knjigovodstvena vrednost po akciji Odnos sopstvenog kapitala i broja akcija.

Koeficijent obrta obaveza prema dobavljačima Brzina izmirenja obaveza prema dobavljačima, a pri pokrivenosti zaliha neto obrtnim kapitalom odgovara brzini naplate potraživanja.

Koeficijent obrta osnovnih sredstava Nivo poslovnih prihoda koji produkuju ulaganja u osnovna sredstva.

Koeficijent obrta potraživanja od kupaca Brzina oslobađanja potraživanja.

Komercijalni zapisi Dužnički vrednosni papiri koje izdaju preduzeća u svrhu pribavljanja kratkoročnih sredstava, radi obezbeđenja likvidnosti u uslovima poremećaja u prilivima i odlivima sredstava. Po svojim karakteristikama i nameni, komercijalni zapisi su gotovo identični s kratkoročnim obveznicama. Kratkoročno finansiranje nesklada u tokovima gotovine (engl. cash-flow) preduzeća mogu ostvariti: direktno (emisijom komercijalnih zapisa ili kratkoročnih obveznica preduzeća) ili indirektno (uzimanjem kredita od poslovnih banaka). Rokovi na koje se te hartije emituju su najčešće 180 dana. Kamatne stope koje nose komercijalni zapisi su na najvišem nivou od svih hartija kod nas i kreću se između 0,5 i 3,50% na mesečnom nivou, što direktno zavisi od kredibiliteta i boniteta kompanije koja ih izdaje.

Komisija za hartije od vrednosti Nadzorno telo na finansijskom tržištu, koje, između ostalog, donosi akte za sprovođenje Zakona o tržištu hartija od vrednosti, daje dozvole za rad učesnicima na finansijskom tržištu, vrši kontrolu i nadzor nad tim učesnicima i pokreće pred sudom postupak radi zaštite interesa investitora.

Konsolidovani finansijski izveštaj Finansijski izveštaj u kome se prikazuje finansijski položaj ekonomske celine koju čine matično pravno lice i sva zavisna pravna lica u zemlji i inostranstvu na dan 31. decembra i poslovne promene od 1. januara do 31. decembra poslovne godine, a dostavlja se Narodnoj banci Srbije do kraja aprila naredne godine.

Kontni plan Sistemsko prikazivanje svih računa pravnih lica i preduzetnika, prema određenoj šemi (kontnom okviru).

Kontrolno učešće Kontrolno učešće postoji kada jedno lice ima: 1) direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 50% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 50% kapitala tog pravnog lica, ili 2) mogućnost izbora najmanje polovine članova upravnog odbora ili drugog organa rukovođenja i upravljanja tog pravnog lica, ili 3) mogućnost efektivnog vršenja dominantnog uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Konvertibilnost valute označava njenu zamenljivost za druge valute, po važećem deviznom kursu, bez ograničenja. Ispunjavanjem svih obaveza po članu 8 Statuta MMF-a valuta je konvertibilna u svim tekućim transakcijama sa inostranstvom, odnosno omogućena je njena zamena za sve svetske valute.

Kopenhaški kriterijumi doneti 1993. godine, odnose se na zemlje pridružene članice Evropske unije, koje moraju da ispune političke uslove (stabilnost demokratskih institucija i vladavina prava, čvrsto uspostavljanje tržišnih instrumenata) kako bi stekle punopravno članstvo u EU.

Korpa valuta Slučaj kada se varijacije kursa domaće valute drže u fiksiranim razmerama u odnosu na vrednost nekoliko drugih valuta.

Kratkoročni depoziti Depoziti kod banaka čiji je rok dospeća ili otkazni rok do jedne godine.

Kredit je ugovorni sporazum po kojem klijent - zajmotražioc (dužnik) prima novac od zajmodavca (poverioca) uz dogovor da u utvrđenom roku taj novac vrati.

Kredit centralne banke Aktivna operacija centralne banke koja ima za cilj kreiranje primarnog novca. Glavni oblici kredita centralne banke su krediti bankama i krediti državi.

Kredit centralne banke državi Limitirani krediti koje centralna banka odobrava državi za finansiranje nepredviđenog uskog grla likvidnosti.

Kredit centralne banke za likvidnost Sredstva koja centralna banka odobrava komercijalnim bankama za obezbeđivanje dodatne likvidnosti.

Kredit za održavanje dnevne likvidnosti Kredit koji se odobrava bankama za održavanje dnevne likvidnosti na bazi zaloge hartija od vrednosti.

Kreditna kartica Kartica koja korisniku omogućava da kod banke koja je izdala karticu zaduženja plati u skladu s ugovorenim kreditnim aranžmanom.

Kreditna linija Maksimalan iznos kredita koji banka odobrava klijentu - zajmotražiocu (dužniku), tj. maksimalan iznos koji klijent može povući ako su mu potrebna dodatna novčana sredstva u određenom periodu (obično u rokovima od nekoliko meseci), pri čemu taj iznos može biti i revolviran (obnovljen).

Kreditna politika centralne banke Mere i propisi koje centralna banka primenjuje u okviru svoje monetarne politike, kao dela ekonomske politike zemlje, pomoću kojih se, u okviru ostalih mera monetarne politike, korišćenjem instrumentarijuma (grupe instrumenata) monetarne politike utiče na obim kredita i obim novca u opticaju.

Kreditni biro Elektronski centar za evidentiranje dugovanja građana i privrede. U početku, njegove usluge će koristiti samo banke, a od kraja 2005. godine trebalo bi da se uključe i lizing kompanije, a potom i Uprava prihoda. Za dve godine u Birou će se naći i podaci o dugovanjima građana prema komunalnim službama. Sudovi će biti poslednji koji će svoje podatke prosleđivati Birou.

Kreditni registar obavlja posao prikupljanja i obrade podataka banaka o kreditnoj zaduženosti pojedinih dužnika po bilansnim potraživanjima i vanbilansnim stavkama u iznosu od najmanje 5 miliona dinara. Istovremeno, pruža bankama kvalitetne i kompletne informacije o ukupnoj zaduženosti pojedinih pravnih subjekata, koje mogu uticati na njihove odluke u vezi s korišćenjem kreditnog potencijala, na smanjenje kreditnog i tržišnog rizika, kao i na održavanje njihove likvidnosti.

Kreditni rizik Rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled neizvršavanja obaveza dužnika prema banci.

Kreiranje novca Stvaranje novog, odnosno dodatnog novca. To je proces puštanja u promet novca koji nije robni novac (zlatu), odnosno emisija (izdavanje) novčanica, kovanog novca i depozitnog (žiralnog) novca.

Kriterijumi konvergencije za ulazak u EMU Kriterijumi koje moraju da ispunje članice Evropske unije koje žele da postanu deo jedinstvenog monetarnog područja sa zajedničkom valutom - evrom. Kriterijumi konvergencije odnose se na cenovnu stabilnost, visinu budžetskog deficita, odnos javnog duga i BDP-a, stabilnost deviznog kursa i učešće u Mehanizmu deviznih kurseva (ERM II).

Kvalifikovano učešće Kvalifikovano učešće postoji kada jedno lice ima: 1) direktno ili indirektno pravo ili mogućnost da ostvari najmanje 5% glasačkih prava u pravnom licu, odnosno direktno ili indirektno vlasništvo nad najmanje 5% kapitala tog pravnog lica, ili 2) mogućnost efektivnog vršenja uticaja na upravljanje pravnim licem ili na poslovnu politiku tog lica.

Kvazinovac Depoziti nižeg stepena likviditeta, koji se ne koriste za tekuća plaćanja i sastavni su deo novčane mase (M2).

Kvota kod MMF-a Predstavlja učešće u kapitalu MMF-a koje zemlja članica

uplaćuje prilikom stupanja u članstvo. Kvote se utvrđuju prema ekonomskoj snazi zemlje i iskazuju u specijalnim pravima vučenja. One čine osnovni izvor finansijskih sredstava MMF-a. Zemlja članica 25% kvote uplaćuje u konvertibilnim sredstvima, a 75% u nacionalnoj valuti.

L

Leveridž akcija Akcija finansirana zajmom.

Leveridž faktor Odnos stope prinosa na sopstveni kapital i ukupna sredstva.

Leveridž otkup Odnosi se na preuzimanje kompanije korišćenjem pozajmljenih finansijskih sredstava.

LIBOR (London Interbank Offered Rate) Kamatna stopa na kratkoročnom međubankarskom tržištu u Londonu po kojoj banke, jedna drugoj, nude novac. LIBOR je referentna kamatna stopa za međunarodne banke i služi kao reper pri odobravanju kredita. Određuju je pet glavnih londonskih banaka svakog radnog dana u 11.00 pre podne.

Lični ček Lični (personalni) ček je instrument bezgotovinskog plaćanja. Prvenstveno služi za bezgotovinska plaćanja robe i usluga, a u posebnim slučajevima i za gotovinske isplate. Izdavalac ličnog čeka je fizičko ili pravno lice i na njemu je sva odgovornost za naplatu ličnog čeka.

Likvidacija Postupak u kome prestaje pravni subjektivitet pravnog lica, uz potpuno namirenje njegovih poverilaca. Razlozi za likvidaciju mogu biti: odluka vlasnika pravnog lica, prestanak pravnih uslova za postojanje pravnog lica, prestanak prirodnih uslova za obavljanje delatnosti pravnog lica, istek roka na koji je pravno lice osnovano i dr.

Likvidnost Spособnost da se bezuslovno mogu ispuniti dospele obaveze u jednom vremenskom intervalu.

Lizing poslovi Oblik finansiranja iz eksternog izvora ili finansiranja iz pozajmljenih izvora.

Lizing ugovor Ugovor o uslovima najma (zakupa), zaključen između jednog davaoca i jednog primaoca lizinga za određeni period, s ciljem finansiranja pokretnih i nepokretnih dobara.

Lombardni kredit Kredit koji se odobrava na bazi zaloge hartija od vrednosti.

M

M1 Agregat novčane mase koji obuhvata gotov novac u opticaju i sredstva na žiro, tekućim i drugim računima vlasnika novčanih sredstava u pasivi banaka, uključujući i novčana sredstva na računima lokalne samouprave, tj. račune na kojima se mogu vršiti plaćanja bez ikakvih ograničenja.

M2 Agregat novčane mase koji, pored M1, uključuje i ostale dinarske depozite, kratkoročne i dugoročne.

M3 Agregat novčane mase koji, pored M2, uključuje i kratkoročne i dugoročne devizne depozite (bez stare devizne štednje).

Magični četvorougao Četiri primarna, iako nekompatibilna, cilja makroekonomske politike: puna zaposlenost, stabilnost cena, stabilnost deviznog kursa (platnobilansna ravnoteža) i stabilan privredni rast.

Makroekonomska ravnoteža Makroekonomska ravnoteža je osnovni ekonomski cilj svake zemlje, a podrazumeva istovremeno postizanje stabilnosti cena, visokog nivoa zaposlenosti i spoljnoekonomske ravnoteže (platnog bilansa), uz stalan privredni rast.

Market mejkeri Firme koje su spremne da istovremeno kupe ili prodaju određenu količinu hartija od vrednosti po konkretnoj ceni. Istovremeno daju ponudu i tražnju za određenom hartijom i održavaju tržište te hartije likvidnom.

Mastrihtski kriterijumi Mastrihtske “kriterijume konvergencije” moraju da ispune one članice Evropske unije koje žele da postanu deo jedinstvenog monetarnog područja sa zajedničkom valutom - evrom. Kriterijumi konvergencije su: 1) cenovna stabilnost, 2) određeni nivo dugoročne kamatne stope, 3) visina budžetskog deficita, 4) nivo javnog duga i 5) stabilnost deviznog kursa i učešće u Mehanizmu deviznih kurseva (ERM II).

Matično pravno lice Pravno lice koje ima kontrolu nad ekonomskom celinom koju čini zajedno sa jednim ili više zavisnih pravnih lica u zemlji i inostranstvu, a po osnovu učešća u kapitalu ili u upravljanju.

Meke valute U meke valute ubrajaju se valute zemalja koje su izrazito podložne devalvacijama, odnosno valute koje imaju delimičnu konvertibilnost.

Međunarodna investiciona pozicija Međunarodna investiciona pozicija je statistički prikaz eksternih finansijskih potraživanja i dugovanja rezidenata jedne privrede u određenom trenutku. Ona na kraju jednog perioda odražava finansijske transakcije, promene vrednosti i ostala prilagođavanja koja su se dogodila tokom tog perioda, a koja utiču na nivo finansijske aktive i pasive. Eksterna finansijska aktiva jedne zemlje obuhvata potraživanja od nerezidenata, monetarno zlato i specijalna prava vučenja u posedu monetarnih vlasti. Neto međunarodna finansijska pozicija zemlje predstavlja razliku između njene finansijske aktive i pasive.

Menica Obligaciono-pravna hartija od vrednosti čiji je sadržaj novčano potraživanje. Predstavlja безусловni pismeni nalog izdavaoca menice (trasanta) upućen drugom licu (trasatu) da, u određeno vreme i na određenom mestu, isplati određeni iznos novca licu naznačenom u menici (remitentu) ili drugom licu po njegovoj naredbi.

Menjački poslovi Poslovi kupovine od fizičkih lica i prodaje tim licima efektivnog stranog novca i čekova koji glase na stranu valutu i mogu biti unovčeni u stranu valutu. Mogu ih obavljati banke, Narodna banka Srbije i rezidenti - pravna lica i preduzetnici koji imaju ovlašćenje Narodne banke Srbije za obavljanje

menjačkih poslova i s bankom, odnosno Narodnom bankom Srbije zaključen ugovor o obavljanju tih poslova.

Mere monetarne politike Skup pravila i mera koje centralna banka preduzima da bi ostvarila utvrđene ciljeve monetarne politike.

Međunarodni monetarni fond (MMF) Međunarodna finansijska organizacija osnovana 1945. godine u Bretonvudsu. Ciljevi MMF-a su: razvoj međunarodne monetarne saradnje, obezbeđenje ravnomernog rasta međunarodne trgovine radi povećanja nivoa zaposlenosti, proizvodnje i realnog dohotka, obezbeđenje stabilnosti kurseva i aranžmana za kurseve između članica, uspostavljanje multilateralnog sistema plaćanja po tekućim transakcijama i uklanjanje deviznih ograničenja koja koče porast svetske trgovinske razmene, pružanje finansijske pomoći zemljama sa platobilansnim problemima i otklanjanje neravnoteže u međunarodnim platnim bilansima članica. Danas MMF ima 184 članice, koje svoja prava i učešće u radu ove institucije ostvaruju preko predstavnika u organima upravljanja. Najviši organ upravljanja MMF-a je Odbor guvernera, u kome svaka zemlja ima po jednog predstavnika i njegovog zamenika. Poslovima rukovodi Odbor izvršnih direktora, koji čine 24 izvršna direktora. Pet zemalja članica sa najvećom kvotom (SAD, Japan, Nemačka, Francuska, V. Britanija), zajedno sa Kinom, Rusijom i Saudijskom Arabijom, imenuju po jednog izvršnog direktora, a ostale izvršne direktore biraju zemlje organizovane u okviru 16 konstitueneci.

Monetarna baza Primarni novac koji predstavlja ukupan iznos likvidnih obaveza centralne banke prema sektoru banaka, države i stanovništva.

Monetarna politika Aktivnosti koje preduzimaju država i organi koje ona ovlasti, a kojima se reguliše novčani opticaj s ciljem da se postignu odgovarajući ekonomski efekti.

Monetarni indikatori Oznaka za one monetarne parametre koje centralna banka može kontrolisati i koji brzo i pouzdano mogu pokazati uticaj mera monetarne politike.

Monetarni odbor Narodne banke Srbije Čine ga guverner i viceguverneri Narodne banke Srbije. Utvrđuje monetarnu politiku, a posebno: uslove i način izdavanja kratkoročnih hartija od vrednosti, uslove pod kojima se sprovode operacije na otvorenom tržištu, politiku kursa dinara, način upravljanja deviznim rezervama, eskontnu stopu i druge kamatne stope Narodne banke Srbije, kao i mere za održavanje likvidnosti banaka. Donosi odluke većinom glasova prisutnih članova, a u slučaju izjednačenog broja glasova odlučuje glas guvernera.

Monetarni pokazatelji Pokazatelji koji mere efikasnost i određuju pravac i intenzitet monetarne politike; reprezentuju varijabilu koju kontroliše centralna banka.

Monetarno zlato Zlato koje državi služi da podmiri svoje obaveze prema inostranstvu kada nije u stanju da ih podmiri drugim izvorima plaćanja (izvozom robe ili kreditima).

N

Monetizacija Pretvaranje delova aktive, pre svega hartija od vrednosti, u novac.

Nalogodavac Pošiljalac prvog naloga za plaćanje, kojim se inicira transakcija plaćanja.

Nalog za plaćanje Bezuslovna instrukcija data banci da izvrši plaćanje ili naplati određeni iznos novca s naznačenog računa.

Nebankarske platne kartice Nebankarske platne kartice izdaju nebankarske organizacije. Kod nas su najpoznatije Diners i American Express.

Neto devizna aktiva Sastoji se iz devizne aktive umanjene za deviznu pasivu.

Neto domaća aktiva Definiše se kao razlika između primarnog novca i neto devizne aktive.

Neto obrtni kapital (neto obrtni fond) Deo dugoročnog kapitala koji finansira obrtna sredstva.

Nezavisnost centralne banke Podrazumeva personalnu (ima je guverner), finansijsku, institucionalnu i funkcionalanu nezavisnost u vođenju monetarne politike centralne banke u odnosu na vladu.

Nominalni efektivni kurs Nominalni efektivni kurs je promena indeksa vrednosti domaće valute u odnosu na vrednost korpe inostranih valuta zemalja najvažnijih ekonomskih partnera nacionalne ekonomije.

Novčana sredstva Gotov novac i depoziti koji se drže na računima kod banaka.

Novčani multiplikator Predstavlja odnos između novčane mase i primarnog novca i pokazuje sposobnost bankarskog sistema da na bazi određene dodatne mase primarnog novca formira veću ili manju masu depozitnog novca, odnosno novčane mase.

O

Obavezna rezerva Instrument monetarne politike kojim centralna banka obavezuje banke da deo svojih likvidnih sredstava drže kod centralne banke.

Obračun trgovanja hartijama od vrednosti Trgovanje na berzi, svojim nalogima, inicira vlasnik i budući vlasnik hartija od vrednosti (investitor). Proces obračuna završava se trećeg dana (T + 3) od dana trgovanja na berzi, kada su u pitanju obveznice, dok u slučaju blagajničkih zapisa dan obračuna je dan trgovanja (T + 0).

Obveznice Hartije od vrednosti instrumenata duga; odražavaju dužničko-poverilačke odnose. Obveznice vlasniku garantuju isplatu kamate i glavnice u unapred određenom periodu vremena. Prema prinosu koji donose, dele se na one sa fiksnom i sa varijabilnom kamatnom stopom.

Obveznice Republike Srbije izdate po osnovu stare devizne štednje U skladu sa Zakonom o regulisanju javnog duga SRJ po osnovu devizne štednje građana, celokupna stara devizna štednja obavezno se konvertuje u obveznice RS, sa rokovima dospeća do 2016. godine. Vlasnici obveznica RS imaju mogućnost da ih, pre roka dospeća, uz diskont, prodaju na Beogradskoj berzi. Visina diskonta se određuje za svaku godinu posebno i zavisi od roka dospeća i ponude i tražnje na berzi. Za dospeće u narednoj godini cena na Berzi se kreće oko 95% nominalne vrednosti. Postignute cene obveznica na Berzi objavljuju se na sajtovima Beogradske berze, Narodne banke Srbije i u dnevnoj štampi (npr. u Politici).

Off-site nadzor banaka Najvažniji cilj off-site nadzora banaka jeste da se sistemom ranog upozorenja otkriju finansijski problemi u banci. To se postiže analizom ključnih finansijskih pokazatelja i drugih podataka koje banka, kroz finansijske izveštaje, periodično dostavlja sektoru kontrole. Rano otkrivanje problema u banci kontrolorima omogućava da blagovremeno preduzmu mere kojima sprečavaju propast banke. Osnovne oblasti koje se analiziraju takvim nadzorom su - kvalitet aktive, likvidnost, profitabilnost, kapital i rezerve, osetljivost kamatnih stopa i rizici vanbilansne aktive. Off-site izveštaji i analize služe kao pomoć kontrolorima koji se pripremaju za on-site kontrolu tako što ukazuju na probleme u pojedinim oblastima poslovanja.

On-site kontrola On-site kontrolu kontrolori vrše neposredno u banci pregledom dokumentacije i uvidom u poslovne knjige, kao i neposrednim komuniciranjem sa ovlašćenim licima i zaposlenima u banci s ciljem pribavljanja dodatnih objašnjenja.

Opcija Pravo (ali ne i obaveza) da se iskoristi neka ponuda - da se u određenom periodu, i po utvrđenoj ceni, kupi ili proda određena aktiva (imovina). Kod opcije postoji mogućnost da se pravo koje se njome priznaje ne realizuje ako to ne odgovara vlasniku opcije. Prema roku važenja, one se dele na američke (realizacija je moguća u toku njihovog važenja) i evropske (moguće ih je realizovati samo određenog dana).

Operacije na otvorenom tržištu Indirektni tržišni instrument monetarne politike koji se sprovodi transakcijama kupovine i prodaje hartija od vrednosti od strane centralne banke radi regulisanja, tj. finog podešavanja likvidnosti bankarskog sistema. Osim na regulisanje nivoa likvidnosti bankarskog sistema, operacijama na otvorenom tržištu se utiče i na visinu i strukturu kamatnih stopa, kreditni potencijal banaka, njihovu kreditnu aktivnost i likvidnost, a samim tim i na ukupnu privrednu aktivnost.

Operacije na tržištu novca Transakcije na tržištu novca čiji je rok dospeća kraći od jedne godine. Na tom tržištu najčešće se obavljaju sledeći poslovi: a) transakcije sa žiralnim novcem, b) uzimanje, odnosno davanje kratkoročnih kredita, v) eskontni poslovi, g) lombardni poslovi i d) poslovi sa kratkoročnim hartijama od vrednosti.

Operativni rizik Rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled propusta u radu zaposlenih, neodgovarajućih unutrašnjih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim sistemima u banci, kao i usled nepredvidivih eksternih događaja.

Opšti racio likvidnosti Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnim sredstvima, kao prvi indikator sigurnosti kojim su zaštićeni interesi kratkoročnih poverilaca.

Osigurani depozit je depozit fizičkog lica koji osigurava Agencija za osiguranje depozita, a koji ne obuhvata depozite: 1) fizičkog lica koje delatnost obavlja radi sticanja dobiti; 2) direktora, člana upravnog ili nadzornog odbora banke; 3) akcionara banke - fizičkog lica koje ima najmanje 5% akcija s pravom upravljanja i fizičkog lica koje je sa ovim akcionarom povezano imovinskim ili upravljačkim odnosima; 4) direktora, člana upravnog ili nadzornog odbora pravnog lica - akcionara banke koje ima najmanje 5% akcija sa pravom upravljanja i fizičkog lica koje je sa ovim licima povezano imovinskim ili upravljačkim odnosima; 5) članova porodice lica. Članovima porodice smatraju se supružnici, deca i ostali potomci, roditelji i ostali preci, pobočni srodnici do trećeg stepena srodstva, usvojenici, usvojlac, kao i lica koja nemaju potpunu poslovnu sposobnost, te su stavljena pod Starateljstvo lica iz podtač. 2), 3) i 4); 6) koji glase na šifru ili na donosioca; 7) nastale kao posledica pranja novca u smislu Zakona kojim se uređuje sprečavanje pranja novca; 8) Lica koja su obavljala reviziju finansijskih izveštaja banke u stečaju, kao i reviziju finansijskih izveštaja lica koja su povezana imovinskim i upravljačkim odnosima sa bankom u stečaju.

Osigurani iznos je iznos osiguranog depozita do 3000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu koji važi na dan donošenja rešenja Narodne banke Srbije o oduzimanju dozvole za rad banci, po deponentu, utvrđen nakon prebijanja potraživanja između deponenta i banke.

Osiguranje depozita građana Banke su u obavezi da depozite građana do iznosa od 5.000 dinara po pojedinom deponentu osiguraju kod Agencije za osiguranje depozita, sanaciju, stečaj i likvidaciju banaka ili kod druge osiguravajuće organizacije. Ako se nad bankom otvori postupak stečaja i likvidacije, Agencija ili druga osiguravajuća organizacija imaju obavezu da osigurane depozite isplate.

Osnivački kapital Osnivači banke obezbeđuju sredstva za osnivački kapital banke, a ona mogu biti u novčanom i nenovčanom obliku (stvari i prava koja su u funkciji poslovanja banke). Novčani deo osnivačkog kapitala banke ne može biti manji od 10.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti prema zvaničnom srednjem kursu na dan uplate. Osnivači banke ne mogu povlačiti sredstva uložena u osnivački kapital banke.

Osnivanje banaka Banka se osniva kao akcionarsko društvo osnivačkim aktom i obezbeđenjem sredstava za osnivački kapital banke. Mogu je osnovati domaća ili strana pravna i fizička lica. Osnivači banke podnose Narodnoj banci Srbije zahtev za preliminarno odobrenje za osnivanje banke uz dokumentaciju propisanu Zakonom o bankama. Nakon dobijanja preliminarnog odobrenja, a pre upisa banke u registar privrednih subjekata, osnivači banke mogu, u ime banke u osnivanju, obavljati samo poslove koji se odnose na ispunjenje uslova neophodnih za dobijanje dozvole za rad. Dozvolu za rad banke Narodna banka Srbije daje posle davanja preliminarnog odobrenja i podnošenja zahteva za davanje ove dozvole, kao i dokumentacije propisane Zakonom o bankama.

Osnovne funkcije centralne banke Najznačajnije funkcije centralne banke su vođenje monetarne politike, odnosno kontrola ponude novca, s ciljem da se osigura niska stopa inflacije bez kreiranja visoke stope nezaposlenosti, kao i osiguranje normalnog funkcionisanaj bankarskog i finansijskog sistema.

Osnovni monetarni agregati U osnovne monetarne agregate spadaju novčana masa i primarni novac (prema užoj i široj definiciji).

Osnovni principi za sistemski važne platne sisteme Osnovni principi za sistemski važne platne sisteme, definisani 2001. godine od strane centralnih banaka zemalja grupe G 10 - deset principa koji pokrivaju svih pet osnovnih rizika, upravljanje i efikasnost sistema: dobra pravna osnova, pravila i procedure, menadžment kreditnog i likvidnosnog rizika, trenutno konačno poravnanje, dnevno okončanje poravnanja u sistemu na bazi multilateralnog netinga, sigurna sredstva za poravnanje, bezbednost i operativna pouzdanost, praktičnost i efikasnost metoda plaćanja, objektivni i javni kriterijumi za priključenje sistemu i efikasno, merljivo, transparentno upravljanje sistemom.

Otpis sumnjivih potraživanja Otpis potraživanja koja su u kategoriji nenaplativih ili čija je naplativost sumnjiva.

Otvorena duga pozicija Ako je vrednost potraživanja banke u određenoj stranoj valuti veća od vrednosti njenih obaveza u istoj valuti.

Otvorena kratka pozicija Ako je vrednost potraživanja banke u određenoj stranoj valuti manja od vrednosti njenih obaveza u istoj valuti.

Ovlašćeni menjač Privredni subjekt (pravno lice ili preduzetnik) koji ima ovlašćenje Narodne banke Srbije za obavljanje menjačkih poslova i te poslove obavlja u svoje ime a za račun banke, odnosno Narodne banke Srbije, kao i banka koja je s Narodnom bankom Srbije zaključila ugovor o obavljanju menjačkih poslova u svoje ime a za račun Narodne banke Srbije.

P

Pariski klub Forum zemalja poverilaca čiji predstavnici na ad hoc sastancima razmatraju reprogramiranje zvaničnih kredita odobrenih zemljama koje nisu u stanju da ispunjavaju obaveze servisiranja duga.

Pasivne kamatne stope Kamatna stopa po kojoj dužnik plaća kamatu na dobijena sredstva.

Penzijski plan Ugovor zaključen između poslodavca, udruženja poslodavaca, profesionalnog udruženja ili sindikata (u daljem tekstu: organizator) i društva za upravljanje, a na osnovu koga se organizator obavezuje da uplaćuje penzijski doprinos u korist svojih zaposlenih.

PIN kod Lični identifikacioni broj (personal identification number).

Plasmani banaka Plasiranje raspoloživog depozitnog potencijala banaka. Može biti u vidu kredita i u vidu vrednosnih papira.

Platna kartica Instrument bezgotovinskog plaćanja. Platne kartice se po funkciji dele na debitne, kod kojih se račun zadužuje u istom trenutku kada se vrši plaćanje ili podizanje gotovine i čiji korisnik sredstva može koristiti samo do iznosa kojim raspolaže na svom računu, i kreditne, čiji vlasnik može koristiti sredstva kojima u trenutku korišćenja kartice ne raspolaže, ali za čije korišćenje ima ugovoreni kreditni limit, a zaduženje se najčešće vrši jedanput mesečno.

Platni bilans Sumarni statistički prikaz ekonomskih transakcija jedne privrede sa ostatkom sveta tokom određenog perioda. Te transakcije se najvećim delom obavljaju između rezidenata i nerezidenata i odnose se na robu, usluge i prihod, zatim na finansijska zaduženja i odobrenja u odnosu na ostatak sveta, kao i na transfere kao jednostrane transakcije.

Pokazatelji profitabilnosti Prinosni položaj, sposobnost zarađivanja, politika raspodele i opterećenost kamatama.

Pokazatelji strukture kapitala Finansijski položaj opredeljen strukturom izvora finansiranja; ukazuje na sigurnost i nezavisnost.

Pokazatelji tržišne vrednosti Tržišna vrednost, pozicija na tržištu hartija od vrednosti i mogućnost ocene isplativosti investiranja u akcije.

Pokriće na računu Dovoljan iznos raspoloživih sredstava - sastoji se od salda prethodnog bankarskog dana, sredstava dospelih na račun u toku bankarskog dana i uplata u toku tog dana, umanjeno za plaćanja izvršena u toku tog bankarskog dana, za isplate i predviđene bankarske tarife do momenta utvrđivanja pokrića, ali ne označava sredstva evidentirana kao privremeni kredit na računu.

Politika jeftinog novca Politika niskih realnih kamatnih stopa putem povećanja ponude novca.

Politika neutralnog novca Politika emitovanja novca svakome ko ponudi bilo koju vrstu aktive iste vrednosti u zamenu.

Porteri Vlasnici domaćih hartija od vrednosti u inostranstvu (bondholdersi).

Portfolio, diversifikacija portfolija Skup finansijskih instrumenata različitih vrsta i karakteristika koji su u posedu jednog imaoa. U osnovi diversifikacije je kombinacija dva ili više instrumenata čiji se prinos kreće u različitom smeru, tako da se pojedinačni prinosi kompenziraju držanjem portfolija. Što je u portfoliju manji broj finansijskih instrumenata, koncentracija rizika je veća. Diversifikacija plasmana - držanje portfolija - predstavlja optimalno rešenje za investitora, budući da se time smanjuje ukupan obim rizika kome je investitor izložen. Rizik portfolija je manji od rizika svakog instrumenta koji konstituise portfolio pojedinačno uzetog.

Portfolio hartija od vrednosti Ukupna količina hartija od vrednosti (akcija, obveznica i dr.) kojima portfolio menadžer upravlja za svoj račun ili za račun klijenta koji je svoje hartije od vrednosti predao menadžeru na čuvanje i rukovanje.

Posebna rezerva za procenjene gubitke Obračunava se kao zbir iznosa dobijenih primenom propisanih procenata na iznose potraživanja klasifikovanih u kategorije od A do D. Obračunata posebna rezerva za procenjene gubitke umanjuje se za iznose ispravki vrednosti bilansne aktive i rezervisanja za gubitke po vanbilansnim stavkama koji su, u skadu sa unutrašnjim aktima banke, obračunati i iskazani na teret rashoda, pri čemu se utvrđena razlika evidentira na posebnim računima u okviru rezervi iz dobiti - Rezerve iz dobiti za procenjene gubitke po bilansnoj aktivni i Rezerve iz dobiti za procenjene gubitke po vanbilansnim stavkama.

Poslovi osiguranja Zaključivanje i izvršavanje ugovora o osiguranju i preduzimanje mera za sprečavanje i suzbijanje rizika koji ugrožavaju osiguranu imovinu i lica.

POS terminal Elektronski terminal (point of sale - POS) koji, postavljen na prodajnom mestu, omogućuje plaćanje robe i usluga. Opremljen je softverom za procesiranje transakcija platnim karticama (očitanje podataka sa kartice, prosleđivanje ka banci prihvatocu i prihvatanje odgovora banke izdavaoca, na osnovu koga se vrši naplata za kupovinu robe).

Poslovi finansijskog lizinga Poslovi u kojima učestvuje davalac, isporučilac i primalac lizinga; davalac lizinga zaključuje ugovor sa isporučiocem lizinga, na osnovu koga stiče pravo svojine na predmetu lizinga, a sa primaocem lizinga ugovor o finansijskom lizingu, kojim na primaoca prenosi ovlašćenje držanja i korišćenja predmeta lizinga na ugovoreno vreme i uz ugovorenu naknadu.

Poslovi reosiguranja Poslovi osiguranja su zaključivanje i izvršavanje ugovora o osiguranju i preduzimanje mera za sprečavanje i suzbijanje rizika koji ugrožavaju osiguranu imovinu i lica.

Poslovi saosiguranja Poslovi saosiguranja su zaključivanje i izvršavanje ugovora o osiguranju sa više društava za osiguranje koja su se sporazumela o zajedničkom snošenju i raspodeli rizika.

Potkapitalizovana banka Banka čiji je pokazatelj adekvatnosti kapitala niži od propisanog, odnosno čiji je kapital niži od propisanog, ali koja nije znatno potkapitalizovana banka.

Poverilac Fizičko ili pravno lice koje prima uplatu u transakciji plaćanja.

Povezana lica Povezana lica su lica koja ispunjavaju najmanje jedan od sledećih uslova: 1) da su dva ili više pravnih ili fizičkih lica povezana tako da jedno od njih ima učešće u drugom pravnom licu; 2) da su dva ili više pravnih ili fizičkih lica među kojima ne postoji odnos iz tačke 1) povezana tako da postoji mogućnost da se usled pogoršanja ili poboljšanja finansijskog položaja jednog lica pogorša ili poboljša finansijski položaj drugog ili drugih lica a Narodna banka Srbije proceni da postoji i mogućnost prenosa gubitka, dobiti ili kreditne sposobnosti; 3) da su pravno i fizičko lice povezani tako da je fizičko lice punomoćnik pravnog lica; 4) da su dva ili više pravnih i fizičkih lica povezana tako da je fizičko lice član upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja drugog ili

drugih pravnih lica; 5) da su dva ili više pravnih i fizičkih lica povezana tako da su članovi porodice fizičkog lica članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja drugog ili drugih pravnih lica; 6) da su članovi porodice fizičkih lica koja su članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja ili lica sa posebnim ovlašćenjima i odgovornostima jednog pravnog lica istovremeno članovi upravnog ili izvršnog odbora ili drugog organa upravljanja ili lica sa posebnim ovlašćenjima i odgovornostima drugog ili drugih pravnih lica.

Predmet lizinga Predmet lizinga, po Zakonu o finansijskom lizingu, može biti samo pokretna nepotrošna stvar (oprema, postrojenja, vozila i sl.).

Predstavništvo strane banke Strana banka može, po prethodno dobijenoj dozvoli Narodne banke Srbije, na teritoriji Srbije da osnuje svoje predstavništvo radi obavljanja istraživanja tržišta u oblasti bankarskih i finansijskih transakcija i preliminarnih aktivnosti koje su u vezi s zaključivanjem ugovora u toj oblasti ili u vezi sa sopstvenim predstavljanjem.

Primarna emisija Predstavlja osnovne tokove kreiranja primarnog novca od strane centralne banke.

Primarni novac Dinarski primarni novac, tj. primarni novac po užoj definiciji, obuhvata gotov novac u opticaju i bankarske dinarske rezerve. Primarni novac po široj definiciji uključuje još i devizne depozite banaka kod Narodne banke Srbije i ostale dinarske depozite banaka i nebankarskog sektora.

Primarno tržište hartija od vrednosti Tržište na kome se vrši prvobitna kupoprodaja emitovanih hartija od vrednosti između emitenata i prvih investitora.

Prinos - stopa prinosa Prinos predstavlja profit koji vlasnik dobija od posjedovanja određenih hartija od vrednosti (kod deonica u vidu dividende i kapitalnog dobitka, kod obveznica u vidu kamata i glavnice, kod opcija u vidu premija). Stopa prinosa pokazuje vezu između blagostanja investitora u hartije od vrednosti na početku i kraju nekog vremenskog perioda. Najčešće se izračunava za period od jedne godine.

Prospekt Dokument koji se izdaje uz svaku novu emisiju akcija i s kojim se svako akcionarsko društvo predstavlja. U prospektu se obično iznose poslovni ciljevi, imovina i struktura kapitala akcionarskog društva, tj. statističke informacije.

Prospekt dobrovoljnog penzijskog fonda Prospekt koji sadrži informacije o penzijskom fondu na osnovu kojih zainteresovana lica mogu steći jasnu predstavu o fondu i doneti razboritu odluku o učlanjenju u fond.

R

Racio pokrića kamata Odnos ostverenog dobitka i plaćenih kamata prema plaćenim kamatama.

Racio pozajmljenog kapitala Učešće pozajmljenog u ukupnom kapitalu, a značaj visine stope je u korelaciji s potrebom sopstvenog kapitala, iznosom

leveridža i zaštitom poverilaca.

Racio sopstvenog kapitala Učešće sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu, čija je visina diktirana potrebom sopstvenog finansiranja stalnih sredstava i iznosom leveridža.

Račun Tekući, žiro i drugi račun za izvršenje jedne transakcije plaćanja, otvoren na osnovu ugovora između klijenta i banke.

Računi hartija od vrednosti pri Centralnom registru hartija od vrednosti U Centralnom registru hartija od vrednosti (CrHoV) vode se sledeći računi hartija od vrednosti: 1) emisijski računi, 2) računi hartija od vrednosti članova CRHoV i njihovih klijenata (vlasnički računi, založni računi, računi upravljanja) i 3) računi deponovanih hartija od vrednosti. Takođe se vode računi novčanih sredstava namenjenih trgovanju hartijama od vrednosti, i to: devizni računi, obračunski dinarski računi i računi garantnih fondova članova CrHoV.

Rata je ugovoreni iznos koji primalac lizinga uplaćuje davaocu lizinga za korišćenje predmeta, rata se uplaćuje prema planu otplate iz ugovora o lizingu. U ratu su uključeni deo glavnice i pripadajuća kamata.

Realna novčana masa Nominalna novčana masa korigovana za godišnji iznos inflacije.

Reeskont hartija od vrednosti Dalja prodaja centralnoj banci hartija od vrednosti (najčešće menica) koje je poslovna banka eskontovala kupovinom od svojih komitenata. Odobravanje kredita bankama na osnovu kupovine eskontovanih menica vrši se pre roka njihovog dospeća.

Reeskontna stopa Stopa po kojoj se vrši reeskontovanje hartija od vrednosti.

Referentna kamatna stopa Kamatna stopa prema čijim promenama se upravljaju druge kamatne stope.

Rejting agencije Agencije koje se bave procenom kreditne sposobnosti i rangiranjem kreditne sposobnosti emitenata hartija od vrednosti. U najpoznatije spadaju Standard&Poors Corporation, Moody's.

Renome, gudvil Nematerijalna imovina preduzeća, u koju spada nematerijalna aktiva/reputacija, ugled, dobar glas.

Renta Novčani iznos koji se isplaćuje redovno, u određenim vremenskim razmacima, na temelju nekog pravno zasnovanog potraživanja.

Rentabilnost Zahtev (težnja) da se ostvari maksimalni profit sa što manje angažovanih sredstava u procesu reprodukcije.

Repo operacija Transakcija kupovine i prodaje hartija od vrednosti kojom je prodavac saglasan da ih proda kupcu koji je saglasan da prodavcu plati kupovnu cenu, uz istovremenu obavezu da će kupljene hartije od vrednosti na tačno utvrđeni datum prodati prodavcu, koji je obavezan da za te hartije plati kupcu unapred utvrđenu reotkupnu cenu. Te transakcije se obavljaju na aukcijama ili

neposrednom kupovinom/prodajom.

Restriktivna monetarna politika Kreditno-monetarna politika putem koje centralna banka ograničava tražnju za novcem i bankarskim kreditima, odnosno utiče na smanjenje kreditne aktivnosti poslovnih banaka.

Revizorski izveštaj Izveštaj, sastavljen nakon obavljanja postupka revizije, koji daje stručno mišljenje u vezi s finansijskim izveštajem, koji treba da je u skladu sa zakonskim propisima i međunarodnim računovodstvenim standardima. Prilaže se uz finansijski izveštaj kompanije zainteresovanim korisnicima, koji time dobijaju uvid u pouzdanost finansijskog izveštaja.

Revolving kredit Kratkoročni kredit čije je obnavljanje unapred dogovoreno. Kada se kredit delimično ili u celini odobri, on se automatski prolongira pod istim uslovima i u istom iznosu.

Rizik likvidnosti Rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled nesposobnosti banke da ispunjava svoje dospele obaveze.

Rizik zemlje Rizik zemlje podrazumeva rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke zbog nemogućnosti banke da od određenog dužnika naplati potraživanja iz razloga koji su posledica političkih, ekonomskih ili socijalnih prilika u zemlji porekla tog dužnika.

Rok otplate inostranog kredita Period od prvog korišćenja do poslednje otplate glavnice.

RTGS (real time-gross settlement) RTGS (obračun u realnom vremenu po bruto principu) obavlja Narodna banka Srbije za učesnike u RTGS sistemu. Učesnici u ovom sistemu su Narodna banka Srbije, banke, Ministarstvo finansija - preko konsolidovanog računa trezora koji se vodi kod Narodne banke Srbije i Centralni registar. Međusobna komunikacija učesnika u RTGS sistemu ostvaruje se porukama u SWIFT formatu, i to po prioritetima od 1 do 99, pri čemu je 1 najviši, a 99 najniži prioritet. Oznake prioriteta od 1 do 10 rezervisane su za transakcije Narodne banke Srbije.

S

Sastanak Međubankarskog deviznog tržišta Sastanak Međubankarskog deviznog tržišta organizuju ovlašćene banke i Narodna banka Srbije u skladu s Odlukom o uslovima i načinu rada deviznog tržišta. Održava se svakog radnog dana u 11.30 časova u obliku fiksnog sastanka u elektronskoj formi. Na sastanku se može kupovati i prodavati samo evro.

Savet Narodne banke Srbije Savet Narodne banke Srbije ima predsednika i četiri člana, koje bira Narodna skupština na period od pet godina. Savet, na predlog guvernera, između ostalog, usvaja i finansijski plan i godišnji račun Narodne banke Srbije.

Sekjuritizacija Finansiranje poslovanja pretvaranjem bankarskih kredita u utržive hartije od vrednosti i, potom, njihova prodaja na finansijskom tržištu.

Sekundarno tržište hartija od vrednosti Tržište na kome se obavlja svaka sledeća kupoprodaja (preprodaja) hartija od vrednosti. Investitori trguju između sebe, dok emitenti ne dobijaju nikakva novčana sredstva. Sekundarno tržište može biti u formi organizovane berze ili vanberzanskog tržišta (OTC - over the counter market).

Sistem nacionalnih računa Povezan i konzistentan skup računa makroekonomskih tokova, bilansa stanja i tabela, zasnovanih na međunarodno priznatim konceptima, definicijama, klasifikacijama i računovodstvenim pravilima. Osnovni ciljevi sistema nacionalnih računa odnose se na podršku pri kreiranju politike i donošenju odluka, kao i na ocenu ekonomskih rezultata.

Skraćeni prospekt dobrovoljnog penzijskog fonda Prospekt koji se isključivo koristi radi oglašavanja dobrovoljnog penzijskog fonda i mora odgovarati sadržini prospekta.

Skup novac Pozajmice koje banke odobravaju uz izrazito visoke kamatne stope - u periodima restriktivne monetarne politike centralne banke.

Smart kartica/čitač Smart kartice Sigurnosni uređaj sa ugrađenim čipom, na kome se čuvaju digitalni sertifikati i kriptografski ključevi neophodni za korišćenje e-banking servisa i zaštitu korisnika. Čitač je uređaj namenjen čitanju podataka sa Smart kartice.

Solventnost Sposobnost da se izmire obaveze po dugovima, ne o roku dospeća, već po mogućnostima, makar i iz likvidacione mase.

Specijalizovana banka Nasuprot univerzalnim bankama, ove banke obavljaju samo pojedine bankarske poslove, kao što su npr. investicioni poslovi ili samo poslovi čuvanja i rukovanja hartijama od vrednosti ili izvozno-uvozni poslovi. Tu spadaju hipotekarne banke, lombardne banke itd.

Spoljna konvertibilnost Spoljna konvertibilnost određene valute označava pravo nerezidenata da razmenjuju datu valutu za druge valute u neograničenom iznosu, po važećem deviznom kursu.

Spread, marža Raspon između kurseva - kupovnog i prodajnog.

Stand-by aranžman Predstavlja formu korišćenja finansijskih sredstava MMF-a koju MMF odobrava zemlji članici radi prevazilaženja kratkoročnih platnobilansnih teškoća sa kojima se suočava. Sredstva se odobravaju, na osnovu odluke MMF-a, kao finansijska podrška sprovođenju utvrđenog ekonomskog programa. Obim i dinamika korišćenja sredstava uslovljavaju se primenom odgovarajućih mera ekonomske politike od strane zemlje članice, dogovorenih prilikom zaključivanja finansijskog aranžmana.

Stečaj Postupak u kome prestaje pravni subjektivitet pravnog lica čije su obaveze veće od njegove imovine, uz delimično namirenje njegovih poverilaca.

Stopa obavezne rezerve banaka Procentualni iznos depozita koji banke moraju da izdvajaju i drže kod centralne banke.

Stopa prinosa na sopstveni kapital Ukamaćenje prosečnog sopstvenog kapitala.

Stopa prinosa na ukupna sredstva Ukamaćenje prosečnog ukupnog kapitala ili imovine bez obzira na vlasničku strukturu kapitala.

Stopa rasta Odnos godišnjih ulaganja u stalnu imovinu i otpisa te imovine.

Strane direktne investicije Investicije kod kojih rezident jedne privrede stiče trajni interes u preduzeću rezidentnom u drugoj privredi, pri čemu postoji značajan uticaj stranog investitora na upravljanje tim preduzećem, zasnovan na posedovanju najmanje 10% običnih akcija ili glasačke snage, odnosno ekvivalenta u slučaju neinkorporiranih preduzeća.

Strateški rizik Rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled loših poslovnih odluka, neodgovarajućeg sprovođenja tih odluka ili nedostatka sagledavanja promena u finansijskom sistemu, odnosno nepostojanja dugoročne razvojne komponente u upravljačkom i rukovodećem timu banke.

Suficit platnog bilansa Nastaje kada zbir salda tekućeg bilansa i salda kapitalnog i finansijskog bilansa, korigovan iznosom grešaka i propusta, ima pozitivan predznak, što se izražava kroz porast neto devizne aktive, odnosno porast neto deviznih rezervi centralne banke.

Svop stopa Razlika između terminskog i promptnog kursa jedne valute na deviznom tržištu.

SWAP Konverzija duga.

SWIFT Međunarodna bankarska mreža koju je, 1973. godine, osnovalo 239 banaka iz 15 zemalja. Postala je operativna 1977. godine, kada su prve evropske banke razmenile poruke.

Switch Komunikacioni čvor koji prosleđuje transakcije između prihvatilaca i izdavalaca kartica.

T

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System) Elektronski platni sistem bruto plaćanja u realnom vremenu u zoni evra. Omogućava brzo uravnoteženje likvidnosti i kamata između nacionalnih tržišta novca, iz čega rezultira jedinstvena kamatna stopa na tržištu novca kao izraz jedinstvene monetarne politike u EMU. TARGET omogućava kako plaćanja između banaka, tako i između klijenata. Plaćanja u evrima preko TARGETA mogu obavljati i zemlje EU koje ne učestvuju u EMU ako raspolažu sistemima za bruto plaćanja. TARGET 2 predviđa da se do 2007. godine uspostavi još viši stepen harmonizacije elektronskog plaćanja u evrozoni.

Tekući platni bilans Obuhvata sve transakcije osim onih koje se tiču finansijskih stavki koje se odnose na ekonomske vrednosti i obavljaju se između rezidenata i nerezidenata, uključujući i ekonomske vrednosti koje se dobijaju ili pružaju bez

nadoknade. Obuhvata robu, usluge, prihod i tekuće transfere.

Transakcija plaćanja Prenos poverioca novčanih sredstava s računa dužnika ili na račun poverioca. U transakciji plaćanja dužnik i poverilac mogu biti različita fizička ili pravna lica ili isto fizičko ili pravno lice.

Transakcioni depozit Likvidna sredstva koja su potrebna privrednim subjektima, kao i bankama, za obavljanje tekućih poslova.

Transmisioni mehanizam monetarne politike Proces posredstvom koga odluke monetarne politike utiču na ekonomiju u celini i, posebno, na nivo cena.

Trezorski zapisi Republike Srbije Kratkoročne, dužničke, diskontne hartije od vrednosti koje izdaje Ministarstvo finansija Republike Srbije, sa rokom dospeća od 91 i 182 dana. Primarna prodaja ovih hartija obavlja se putem aukcija, uz posredovanje Centralnog registra hartija od vrednosti. Učesnici na aukciji mogu biti samo članovi Centralnog registra, preko kojih ove hartije mogu kupovati sva pravna i fizička lica.

Tržišna kapitalizacija Indikator veličine i obima operacija na berzi. Dobija se multiplikovanjem tržišne cene svih kotiranih akcija na berzi sa ukupnim brojem svih akcija.

Tržišni rizik Rizik mogućnosti nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital usled promene kamatnih stopa, promene kurseva valuta i promene vrednosti portfolija finansijskih instrumenata i robe.

Tržište kapitala Mesto gde se susreću ponuda i tražnja kapitala, tj. različitih oblika dugoročnih finansijskih instrumenata, čiji je rok dospeća duži od jedne godine. Omogućava usmeravanje slobodnih finansijskih sredstava u najrentabilnije investicione projekte. Sastoji se iz tri segmenta: 1) kreditnog tržišta, tržišta instrumenta duga na kome se trguje kreditnim instrumentima, tj. hartijama od vrednosti koje odražavaju dužničko-poverilačke odnose; 2) hipotekarnog tržišta i 3) tržišta vlasničkih instrumenata (berze akcija).

Tržište novca Mesto gde se susreću ponuda i tražnja različitih oblika kratkoročne finansijske aktive, čiji je rok dospeća kraći od godine dana (transakcije žiralnim novcem, uzimanje/davanje kratkoročnih kredita, eskontni poslovi, lombardni poslovi, poslovanje kratkoročnim hartijama od vrednosti). Glavni učesnici na tržištu novca su: a) centralna banka, b) depozitne finansijske institucije, naročito banke, i c) posredničke i druge finansijske organizacije. Preko tih učesnika u radu tržišta novca mogu učestvovati i ostali učesnici, pošto ostala pravna i fizička lica ne mogu biti direktni učesnici na ovom tržištu.

Tržište obveznica Republike Srbije Organizovani tržišni prostor na kome se susreće ponuda i tražnja dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti koje izdaje Republika Srbija.

U

Ugovor o finansijskom lizingu Ugovor između davaoca i primaoca lizinga kojim se na primaoca lizinga prenosi ovlašćenje držanja i korišćenja predmeta lizinga (pokretna nepotrošna stvar u svojini davaoca lizinga) na ugovoreno vreme

i uz ugovorenu naknadu.

Unakrsna klauzula Klauzula u ugovoru o inostranom kreditu kojom se predviđa da je nastupio "slučaj neizvršenja" po konkretnom kreditu ukoliko dužnik ne izvršava svoje obaveze po nekom drugom poslu. Omogućava inokreditoru da proglasi kredit dospelim ili da zahteva ubrzavanje otplate kredita.

Univerzalna strana u transakciji (Central Counter Party - CCP) Klirinška kuća postaje univerzalna strana u transakciji kada se obaveže da će svim kupcima isporučiti kupljene hartije od vrednosti, a svim prodavcima isplatiti novac po osnovu prodatih hartija od vrednosti, tj. kupac svim prodavcima i prodavac svim kupcima.

Usvojeni finansijski izveštaj Finansijski izveštaj koji se sastavlja posle izvršene revizije, a sadrži mišljenje ovlašćenog revizora; dostavlja se Narodnoj banci Srbije posle usvajanja na skupštini ili drugom organu upravljanja pravnog lica; može biti usvojeni godišnji i usvojeni konsolidovani finansijski izveštaj.

Uvezena inflacija Rast cena na domaćem tržištu pod uticajem rasta cena uvoznih dobara, i to direktno preko rasta cena uvezenih gotovih proizvoda, ali i indirektno, preko rasta cena uvezenih inputa koji se koriste u proizvodnji domaćih proizvoda.