

POSLOVNE

FINANSIJE

PROCENA

VREDNOSTI

PREDUZECA

L. H. Rodič
Jovan
Rodić

ekonomika



Prof. dr Jovan Rodić POSLOVNE FINANSIJE
I PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA

Recenzent
Prof. dr Janko Kralj
Urednik
Milan Todorović

Copyright © 1993. IP EKONOMIKA, Lenjinov bulevar 125. 11070 Novi Beograd. Sva prava zadržana. Nije dozvoljeno da ni jedan deo ove knjige bude snimljen, emitovan ili reprodukovano na bilo koji način, uključujući ali ne ograničavajući se na fotokopiranje, fotografiju, magnetni upis ili bilo koji drugi vid zapisa, bez prethodne pismene dozvole Izdavača.

Prof. dr Jovan Rodić

**POSLOVNE FINANSIJE
I PROCENA VREDNOSTI
PREDUZEĆA**

Ekonomika, Beograd, 1991.

ЦИП - Каталогизација у публикацији

658.14/.17

РОДИЋ, Јован

Poslovne finansije i procena vrednosti
preduzeća / Jovan Rodić. - [2. izd.]

Beograd : Ekonomika, 1993. - 454 str. : 24 cm

Tiraž: 1000 primeraka; Bibliografija: str 441-445. - Registar

YU ISBN 86-8113-058-5

336.64 658.003.12

а) Предузећа - Финансијска политика

б) Финансије - Управљање

с) Предузећа - вредновање

16372236

Народна библиотека Србије, Београд

PREDGOVOR

Knjigu sam pisao s namerom da „jedan čo'ek, na jednom mjestu“ (Matija Bećković) nađe što više onog što ga interesuje, ili bi ga moglo interesovati, u vezi i oko poslovnih finansija. Koliko sam u tome uspeo, prosuđivaće čitaoci. Ponekad sam slušao od izvesnih mladih kolega da se problem poslovnih finansija svodi na upravljanje neto obrtnim sredstvima, odnosno obrtnim fondom. E' kad bi to tako bilo, svi bismo bili eksperti za poslovne finansije.

Poslovne finansije su teške i kao naučna disciplina, i kao profesija. Razlog tome je što poslovne finansije ne počivaju samo na naučno-metodološkoj aparaturi već i na idejama, mudrosti i kreativnosti ostvarenja ideja na najbolji mogući način. Naučno-metodološku aparaturu može, dabome, naučiti i njome ovladati prosečan čovek, ali nosioci ideja, mudrosti i kreativnosti mogu da budu samo obdareni ljudi za tu oblast. Otuda u preduzećima, u tržišnom ambijentu, eksperti za poslovne finansije su izuzetno cenjeni, njihova se, po pravilu, ne poriče. Lično, kad god sam ulazio u preduzeće da pomognem da se reši neki finansijski problem, hvatao me je strah: da li ću imati ideja, tim pre što je svako preduzeće u finansijskom pogledu problem za sebe.

Moram da pomenem profesora dr Janka Kralja. Kad god je bilo prilike, dugo smo razgovarali, pisao mi je pisma, upućivao na literaturu koju ja nisam zapazio, prikazivao i recenzirao moje knjige. Recenzirajući ovu knjigu, kao i uvek, dao mi je mnogo sugestija na čemu sam mu izuzetno zahvalan.

Knjiga je namenjena preduzetnicima (direktori preduzeća, finansijski direktori, direktori marketinga), revizorima i računovodama, onima koji to već jesu i onima koji će to biti. Korišćenjem knjige, nadam se, prvi će uspešnije voditi preduzeće, a drugi će steći potrebna znanja iz poslovnih finansija. Budući da samo svi ljudi na svetu sve znaju, jedan malo ili gotovo ništa, biću veoma zahvalan svima onima koji mi ukažu na propuste i nedostatke.

Beograd, decembar 1990.

AUTOR

PREDGOVOR DRUGOM IZDANJU

U ovom izdanju tekst glave jedan di šest preuzet je iz prvog izdanja uz ispravke štamparskih grešaka i manju redakciju. Sedma glava — procena vrednosti preduzeća — jeste novi tekst. Inostrane knjige o proceni vrednosti preduzeća, koje su bile dostupne autoru, obično imaju između 300 i 500 strana. Takav obim knjiga ukazuje na mnoštvo problema vezanih za procenu vrednosti preduzeća. Naš tekst o proceni vrednosti preduzeća sveden je u ovoj knjizi na oko stotinak strana, što je zahtevalo rigoroznu selekciju i izbor onih problema s područja procene vrednosti preduzeća koji su po nama bitni. Ta selekcija odnosno izbor polazila je od kriterijuma — problemi koji se javljaju vrlo retko se izostavljaju, a problemi koji se javljaju ili se u dogledno vreme mogu javiti u našoj praksi procene vrednosti preduzeća uključuju se u tekst.

Biranim rečima, u smislu što kraćeg teksta, opisana je teorijska osnova, metodologija i standardi procene vrednosti preduzeća uz ilustraciju procene vrednosti tipičnog preduzeća. Koliko smo uspeli u tome, čitaoci će prosuditi, a autoru ostaje da ozbiljno razmotri njihove kritike i primedbe.

Na kraju, dugujem zahvalnost Institutu za tržišna istraživanja iz Beograda, koji je pomogao da se tekst tennički uobliči i Izdavaču, koji je prihvatio uključenje teksta o proceni vrednosti preduzeća u ovo izdanje.

Beograd, marta 1993.

Prof. dr Jovan Rodić

SADRŽAJ

PREDGOVOR	5
PREDGOVOR DRUGOM IZDANJU	7
I. FINANSIJSKA FUNKCIJA PREDUZEĆA	17
1. ULOGA FINANSIJSKE FUNKCIJE	13
2. POSLOVI FINANSIJSKE FUNKCIJE	17
2.1. Pribavljanje novca i kapitala	19
2.2. Ulaganje novca i kapitala	19
2.3. Oblikovanje strukture kapitala	23
2.4. Usklađivanje rokova imobilizacije sredstava i rokova raspoloživosti izvora finansiranja	24
2.5. Kreiranje finansijske politike i razvijanje strategije i taktike finansijskog upravljanja	26
2.6. Naplata potraživanja	27
2.7. Prodaja potraživanja i kupljenih deonica	27
2.8. Plaćanje obaveza	27
2.9. Otkup dugova i prodatih deonica	27
2.10. Prodaja i kupovina deviza	28
2.11. Disponiranje novca	28
2.12. Praćenje kretanja kamatnih stopa, tržišne cene hartija od vrednosti i kursa valuta	28
2.13. Obračun ličnih dohodaka	29
2.14. Osiguranje imovine	29
2.15. Kontrola novčanih dokumenata i nadzor racionalnosti korišćenja sredstava	29
2.16. Vođenje blagajne i portfelja hartija od vrednosti	30
2.17. Vođenje operativne evidencije	30
2.18. Finansijsko planiranje	30
2.19. Finansijska analiza	30
2.20. Sačinjavanje programa sanacije	31
2.21. Finansijsko informisanje	31
3. ODNOS FINANSIJSKE FUNKCIJE I DRUGIH FUNKCIJA	32
3.1. Odnos finansijske i nabavne funkcije	32
3.2. Odnos finansijske i proizvodne funkcije	32
3.3. Odnos finansijske i prodajne funkcije	33
3.4. Odnos finansijske i računovodstvene funkcije	33
3.4.1. Razgraničenje poslova između finansijske i računovodstvene funkcije	34
3.4.2. Saradnja finansijske i računovodstvene funkcije u oblasti bilansiranja i vođenja politike bilansa	36

4. ODNOS FINANSIJSKE FUNKCIJE I UPRAVE PREDUZEĆA	37
5. ORGANIZACIJA FINANSIJSKE FUNKCIJE	37
5.1. Determinante organizacije finansijske funkcije	37
5.2. Organizacioni oblik finansijske funkcije	39
5.2.1. Organizacija finansijske funkcije malih preduzeća	39
5.2.2. Organizacija finansijske funkcije srednjih preduzeća	40
5.2.3. Organizacija finansijske funkcije velikih preduzeća	40
II. FINANSIJSKA POLITIKA I PRAVILA FINANSIRANJA	43
FINANSIJSKA POLITIKA	43
1.1. Cilj finansijske politike	44
1.2. Načela finansijske politike	46
1.2.1. Načelo finansijske stabilnosti	47
1.2.2. Načelo rentabilnosti	50
1.2.3. Načelo likvidnosti	52
1.2.4. Načelo finansiranja u skladu s rizikom	53
1.2.5. Načelo finansijske elastičnosti	54
1.2.6. Načelo nezavisnosti	55
1.2.7. Načelo optimalnog aktivizacionog dejstva slike finansiranja	56
2. PRAVILA FINANSIRANJA	57
2.1. Vertikalna pravila finansiranja	57
2.1.1. Odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala	57
2.1.2. Odnos rezervnog i osnovnog kapitala	62
2.2. Horizontalna pravila finansiranja	63
2.2.1. Zlatna pravila finansiranja	63
2.2.1.1. Zlatno bankarsko pravilo finansiranja	63
2.2.1.2. Zlatna bilansna pravila	64
2.2.1.2.1. Zlatno bilansno pravilo u užem smislu	65
2.2.1.2.2. Zlatno bilansno pravilo u širem smislu	66
2.2.1.2.3. Kritika zlatnih bilansnih pravila	70
2.2.2. Ostala pravila finansiranja	70
3. LIKVIDNOST I POLITIKA LIKVIDNOSTI	71
3.1. Shvatanje likvidnosti i merenje likvidnosti	71
3.2. Politika likvidnosti	77
III. FINANSIJSKO TRŽIŠTE I FINANSIRANJE	81
1. TRŽIŠTE NOVCA	81
1.1. Pojam i uloga tržišta novca	81
1.2. Vrste tržišta novca	83
1.3. Institucionalne forme tržišta novca	84
1.4. Kratkoročne hartije od vrednosti - instrumenti tržišta novca	85
1.4.1. Depozitni certifikat	85
1.4.2. Blagajnički zapis poslovnih banaka	86
1.4.3. Blagajnički zapis centralne banke	87
1.4.4. Komercijalni zapis	87
1.4.5. Bankarski akcept	89
1.4.6. Trasirana menica	90
1.4.7. Državne obveznice	91
1.5. Organizacija jugoslovenskog tržišta novca	93

1.5.1. Opšte karakteristike tržišta novca u Jugoslaviji	93
1.5.2. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu	96
1.5.2.1. Funkcionisanje tržišta novca	96
1.5.2.2. Funkcionisanje tržišta kratkoročnih hartija od vrednosti	98
1.5.3. Učešće Narodne banke Jugoslavije na tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti	102
1.5.3.1. Ciljevi učešća Narodne banke Jugoslavije na tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti	102
1.5.3.2. Vrste novčanih operacija Narodne banke Jugoslavije na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti	102
1.5.3.3. Način učešća Narodne banke Jugoslavije na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti	103
2. TRŽIŠTE KAPITALA	105
2.1. Pojam i uloga tržišta kapitala	105
2.2. Formiranje ponude i tražnje kapitala	106
2.2.1. Formiranje ponude kapitala	106
2.2.2. Formiranje tražnje kapitala	111
2.3. Institucionalne forme tržišta kapitala i oblici trgovanja kapitalom	112
2.4. Dugoročne hartije od vrednosti	113
2.4.1. Deonice	114
2.4.1.1. Obična deonica	115
2.4.1.2. Preferencijalne deonice	117
2.4.1.3. Užitničke deonice	119
2.4.2. Dugoročne obveznice	120
2.4.3. Ostale dugoročne hartije od vrednosti	125
2.5. Investicioni trustovi i holding kompanije	126
2.5.1. Investicioni trustovi	126
2.5.2. Holding kompanije	127
2.6. Specijalizovani posrednici u trgovanju dugoročnim hartijama od vrednosti	127
2.7. Načini trgovanja dugoročnim hartijama od vrednosti	128
2.8. Berza dugoročnih hartija od vrednosti (efekata)	129
2.8.2. Pojam i funkcija berze efekata	129
2.8.2. Tipovi berzi efekata	130
2.8.3. Način rada berze efekata	131
2.8.4. Berzanski špekulativni poslovi	135
2.8.4.1. Špekulacija na prolongiranju	135
2.8.4.2. Špekulacija na kursima	136
2.9. Jugoslovensko tržište kapitala	137
2.9.1. Opšte sadašnje karakteristike jugoslovenskog tržišta kapitala	137
2.9.2. Jugoslovenske berze dugoročnih hartija od vrednosti	141
3. DEVIZNO TRŽIŠTE	145
4. SAMOFINANSIRANJE	146
4.1. Skriveni oblici samofinansiranja	146
4.2. Interni izvori samofinansiranja	148
4.3. Eksterni izvori samofinansiranja	150
4.4. Bruto i neto sredstva za samofinansiranje	151
4.5. Razvrstavanje sopstvenih izvora finansiranja po roku raspoloživosti i troškovima finansiranja	152
5. FINANSIRANJE IZ ULOGA TREĆIH LICA	153
5.1. Pojam finansiranja iz uloga trećih lica	153

5.2. Vrste ulaganja i oblici ulaganja	154
5.3. Sadržina ugovora o ulaganju	155
5.4. Utvrđivanje neto dobitka i njegova raspodela	156
6. KREDITIRANJE	159
6.1. Vrste kredita	159
6.2. Oblici kredita	160
6.2.1. Kontokorentni kredit	160
6.2.2. Kreditna linija	160
6.2.3. Lombardni kredit	160
6.2.4. Akceptni kredit	161
6.2.5. Rambursni kredit	161
6.2.6. Avalni (garancijski) kredit	162
6.2.7. Vinkulacioni kredit	162
6.2.8. Hipotekarni kredit	162
6.2.9. Investicioni kredit	162
6.3. Cena kredita	163
7. SPECIFIČNI OBLICI FINANSIRANJA	165
7.1. Finansiranje iz spontanih (autonomnih) izvora	165
7.2. Finansiranje iz faktoringa	166
7.2.1. Pojam faktoringa	166
7.2.2. Vrste faktoringa	167
7.3. Finansiranje iz forfertinga	167
7.4. Finansiranje iz lizinga	169
7.5. Franšizing-aranžman	170
IV. FINANSIJSKO PLANIRANJE	173
1. PLANSKI BILANS USPEHA I PLANSKI BILANS STANJA	173
1.1. Prva varijanta planskog bilansa uspeha	174
1.2. Prva varijanta planskog bilansa stanja i utvrđivanje dugoročne finansijske ravnoteže	176
1.3. Ispitivanje mogućnosti poboljšanja dugoročne finansijske ravnoteže u oblasti planskog bilansa stanja i utvrđivanje minimalno i maksimalno potrebne akumulacije	180
1.4. Ispitivanje mogućnosti ostvarenja minimalno i maksimalno potrebne akumulacije	182
1.5. Konačna varijanta planskog bilansa uspeha	185
1.6. Konačna varijanta planskog bilansa stanja	187
1.7. Osnivački planski bilans stanja	188
2. POSLOVNI I FINANSIJSKI RIZIK I POSLOVNI I FINANSIJSKI LEVERIDŽ	189
2.1. Poslovni rizik i poslovni leveridž	189
2.2. Finansijski rezultat i finansijski leveridž	193
2.3. Ukupan rizik i složeni leveridž	197
2.4. Tačka indiferentnosti finansiranja	201
3. PLAN NOVČANIH TOKOVA	202
3.1. Plan tokova poslovnih sredstava	202
3.2. Plan toka obrtnog fonda	204
3.3. Plan tokova gotovine	208

3.4. Planiranje priliva i odliva gotovine	209
4. PLANIRANJE DUGOROČNIH ULAGANJA I FINANSIJSKA OCENA EFIKASNOSTI ULAGANJA	215
4.1. Pojam i kvantifikacija dugoročnog ulaganja	215
4.2. Pojam i kvantifikacija efekta dugoročnog ulaganja	217
4.3. Pojam i kvantifikacija cene izvora finansiranja dugoročnog ulaganja	220
4.4. Ocena efikasnosti dugoročnog ulaganja	221
4.4.1. Dinamičke metode ocene efikasnosti dugoročnog ulaganja	222
4.4.1.1. Metoda neto sadašnje vrednosti	223
4.4.1.2. Metoda interne stope prinosa	227
4.4.1.3. Problem alternativnog izbora projekta u uslovima različite visine dugoročnog ulaganja i veka eksploatacije	229
4.4.2. Statičke metode ocene efikasnosti dugoročnog ulaganja	230
4.4.2.1. Metoda povraćaja dugoročno uložених sredstava	230
4.4.2.2. Metoda računovodstvene stope rentabilnosti	232
4.5. Ocena likvidnosti investicionog projekta	236
V. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA	239
1. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA OSNOVNIH SREDSTAVA	240
1.1. Udaljavanje stepena iskorišćenja kapaciteta od donje tačke rentabilnosti	240
1.2. Ubrzanje mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva	243
1.3. Očuvanje supstance uložene u osnovna sredstva	245
2. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA DUGOROČNIH PLASMANA	247
2.1. Smanjenje rizika dugoročnih plasmana	247
2.2. Maksimiranje prinosa na dugoročne plasmane	251
2.3. Očuvanje supstance uložene u dugoročne plasmane	254
3. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA SOPSTVENOG KAPITALA, DUGOROČNO POZAJMLJENOG KAPITALA I DUGOROČNIH REZERVISANJA	255
3.1. Uskladjivanje obima i strukture sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja i obima i strukture dugoročnih ulaganja	255
3.2. Smanjenje finansijskih rashoda	258
3.3. Izbegavanje dodatnih rashoda u uslovima inflacije	261
3.4. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala u uslovima inflacije	267
4. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA ZALIHA	269
4.1. Zalihe sirovina i materijala	269
4.2. Zalihe nezavršene proizvodnje	275
4.3. Zalihe gotovih proizvoda	279
5. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA KRATKOROČNIH FINANSIJSKIH PLASMANA	284
5.1. Smanjenje rizika naplate kratkoročnog finansijskog plasmana	284
5.2. Očuvanje supstance uložene u kratkoročne finansijske plasmane	285
6. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA KRATKOROČNIH POTRAŽIVANJA PO OSNOVU KOMERCIJALNIH ODNOSA	285
6.1. Uslovi prodaje	286
6.1.1. Uslovi prodaje na otvoren kredit	286
6.1.1.1. Rok naplate potraživanja	287

6.1.1.2. Kasa-skonto	290
6.1.2. Uslovi prodaje na ograničen kredit	292
6.2. Smanjenje rizika kratkoročnih potraživanja po osnovu komercijalnih odnosa	294
6.3. Očuvanje supstance uložene u kratkoročna potraživanja a po osnovu komercijalnih odnosa	295
7. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA KRATKOROČNIH FINANSIJSKIH OBAVEZA	297
7.1. Usklađivanje obima kratkoročnih finansijskih obaveza sa obimom kratkoročno uloženih sredstava u sezonske zalihe i kratkoročne kredite	297
7.2. Smanjenje rashoda finansiranja po osnovu kratkoročnih finansijskih obaveza	298
7.3. Izbegavanje dodatnih rashoda finansiranja u uslovima inflacije	298
8. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA OBAVEZA IZ KOMERCIJALNIH ODNOSA	299
8.1. Maksimiranje obima kratkoročnih obaveza iz komercijalnih odnosa	299
8.2. Smanjenje finansijskih rashoda, odnosno povećanje finansijskog rezultata po osnovu obaveza iz komercijalnih odnosa	300
8.3. Izbegavanje dodatnih rashoda u uslovima inflacije	302
9. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA GOTOVINE	302
9.1. Utvrđivanje roka raspoloživosti gotovine	303
9.2. Određivanje potrebne količine gotovine za održavanje likvidnosti	305
9.3. Ostvarivanje prinosa i očuvanje supstance putem upotrebe gotovine	307
10. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA RASPODELE NETO DOBITKA	310
10.1. Obezbeđenje finansiranja iz sopstvenih sredstava proste reprodukcije i dela proširene reprodukcije	314
10.2. Obezbeđenje rezervi za slučaj očekivanih rizika	315
10.3. Svođenje konflikata učesnika u raspodeli neto dobitka na najmanju moguću meru	316
10.4. Specifičnosti dividende holding preduzeća	317
VI. SANACIJA PREDUZEĆA	319
1. ANALIZA OSTVARENJA FINANSIJSKOG REZULTATA	319
1.1. Analiza strukture ukupnog prihoda i njegovog rasporeda	319
1.1.1. Struktura ukupnog prihoda	320
1.1.2. Raspored ukupnog prihoda	321
1.2. Analiza strukture finansijskog rezultata	323
1.3. Analiza rizika ostvarenja finansijskog rezultata i donje tačke rentabilnosti	324
1.4. Analiza uzroka gubitka	327
2. ANALIZA FINANSIJSKOG POLOŽAJA	331
2.1. Analiza finansijske ravnoteže	331
2.1.1. Kratkoročna finansijska ravnoteža	333
2.1.2. Dugoročna finansijska ravnoteža	333
2.2. Analiza zaduženosti	335
2.3. Analiza održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala	337
2.4. Analiza reproduktivne sposobnosti	338
3. PREDLOG SANACIJE	340
3.1. Utvrđivanje otvorenih i skrivenih gubitaka	341

3.2. Ispitivanje mogućnosti poboljšanja finansijskog položaja prestrukturiranjem sredstava i izvora finansiranja	342
3.3. Projekcija sanacionog bilansa	345
3.4. Bilans uspeha posle sanacije	348
4. MERE ZA USPEŠNO POSLOVANJE PREDUZEĆA POSLE SANACIJE	352
4.1. Finansijsko planiranje	352
4.2. Upravljanje troškovima	352
4.2.1. Upravljanje direktnim troškovima	353
4.2.2. Upravljanje režijskim troškovima	354
4.3. Upravljanje obrtnim sredstvima	355
4.3.1. Razjašnjenje problema upravljanja obrtnim sredstvima	355
4.3.2. Koncept obračuna troškova finansiranja, držanja i osiguranja obrtnih sredstava	357
4.3.3. Korekcija ličnih dohodaka odgovornih radnika po osnovu sniženja, odnosno povećanja troškova finansiranja, držanja i osiguranja obrtnih sredstava	363
4.3.4. Normiranje broja dana vezivanja obrtnih sredstava i broja dana raspoloživosti autonomnih izvora	366
4.3.5. Preduslovi za realizaciju koncepta upravljanja obrtnim sredstvima	368
VII. PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA	371
1. OPŠTA TEORIJA	371
2. DEFINICIJA VREDNOSTI PREDUZEĆA I PRIMENA STANDARDARDA I PREPORUKA ZA PROCENU VREDNOSTI PREDUZEĆA	375
2.1. Definicija vrednosti preduzeća	375
2.2. Preporuke za procenu vrednosti preduzeća	380
3. RAZLOZI PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA	381
4. PRISTUP PROCENI VREDNOSTI PREDUZEĆA	383
4.1. Definisane zadatka procene	383
4.2. Ocena privrednih prilika, tržišta roba i usluga i kurentne sposobnosti preduzeća	385
4.3. Finansijska analiza	387
5. METODE PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA	387
5.1. Metode procene supstance	388
5.1.1. Knjigovodstvena vrednost supstance	388
5.1.2. Korigovana knjigovodstvena vrednost supstance	391
5.1.3. Reproductivna vrednost supstance	392
5.1.3.1. Reproductivna vrednost nematerijalnih i materijalnih ulaganja	393
5.1.3.2. Reproductivna vrednost zaliha i aktivnih vremenskih razgraničenja	395
5.1.3.3. Reproductivna vrednost monetarne aktive	395
5.1.3.4. Reproductivna vrednost obaveza i tranzitorne pasive	396
5.1.3.5. Sačinjavanje bilansa reproductivne vrednosti	398
5.2. Prinosne metode	399
5.2.1. Cena kapitala	399
5.2.2. Statičke prinosne metode	405
5.2.2.1. Korekcije ostvarenog dobitka	405
5.2.2.2. Projekcija očekivnog dobitka	407
5.2.2.3. Procena vrednosti preduzeća kapitalizacijom dobitka	408
5.2.2.3.1. Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog na osnovu ostvarenog korigovanog dobitka	408

5.2.2.3.2. Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog kombinacijom ostvarenog i očekivanog dobitka	409
5.2.2.3.3. Kapitalizacija stabilizovanog očekivanog dobitka	410
5.2.2.3.4. Kapitalizacija pri rastu dobitka	411
5.2.3. Dinamičke prinosne metode	411
5.2.3.1. Procena vrednosti preduzeća na bazi sadašnje vrednosti očekivanog dobitka	413
5.2.3.2. Procena vrednosti preduzeća na bazi sadašnje vrednosti očekivanog neto novčanog toka	416
5.3. Ostale metode	421
5.3.1. Metoda srednje vrednosti	421
5.3.2. Štugardska metoda	422
5.3.3. Metoda ekstra dobitka	423
5.3.4. Metoda multiplikacije (P/F)	424
6. TESTIRANJE PRIHVATLJIVOSTI PROCENJENE VREDNOSTI PREDUZEĆA	426
7. SMISAO PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA U KRIZNOM VREMENU	436
8. SADRŽINA IZVEŠTAJA O PROCENI VREDNOSTI PREDUZEĆA	436
8.1. Preporuke profesionalnih asocijacija	436
8.2. Struktura i sadržaj izveštaja o proceni	438
8.3. Lista pitanja za ocenu valjanosti izveštaja o proceni	443
LITERATURA	447
PREDMETNI REGISTAR	

I. FINANSIJSKA FUNKCIJA PREDUZEĆA

1. ULOGA FINANSIJSKE FUNKCIJE

Polazeći od vrhunskog cilja preduzeća — maksimiranje dobitka u dugom roku finansijska funkcija kreira finansijsku politiku u skladu sa finansijskim načelima, pravilima finansiranja, i razvija strategiju i taktiku finansijskog upravljanja koja će:

- sa poslovno-finansijskog aspekta obezbediti stalnost, razvoj i rast preduzeća,
- stalno čuvati, jačati i širiti dobar finansijski ugled preduzeća,
- maksimalno iskoristiti povoljne trendove konjunktura, naročito na tržištu novca i kapitala,
- minimizirati negativne uticaje dekonjunktura i monetarnih premećaja i
- minimizirati finansijske rizike poslovanja preduzeća.

Stalnost preduzeća znači, u stvari, većiti opstanak preduzeća, što je povezano sa razvojem, jer bez stalnog razvoja preduzeća u smislu prilagođavanja proizvodnje i poslovanja uopšte nemoguće je izdržati tržišnu konkurenciju, a razvoj najčešće zahteva i rast preduzeća utoliko veći što je uspešnija borba sa konkurencijom a time i širenje tržišta. Međutim nezamislivo je sve to ostvariti ako nema finansijskih mogućnosti. Finansijske mogućnosti, pak, teško se stiču a lako gube, i upravo toga radi mora se stalno čuvati, jačati i širiti dobar finansijski ugled preduzeća. Dobar finansijski ugled preduzeća ne može se ostvariti bez dobrog finansijskog položaja i bez korektnog finansijskog odnosa prema poveriocima i dužnicima.

Dobar finansijski položaj znači:

- održavanje takve ročne strukture sredstava i izvora finansiranja koja obezbeđuje trajno održavanje likvidnosti,
- održavanje strukture kapitala sa stanovišta vlasništva u skladu s rizikom poverilaca i finansijskim rizikom ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata,
- sposobnost finansiranja proste u celini i dela proširene reprodukcije iz sopstvenih sredstava, što je, između ostalog, povezano s visinom sopstvenog kapitala, održavanjem njegove realne vrednosti u uslovima inflacije i njegovog realnog uvećanja iz finansijskog rezultata.

Međutim, dobar finansijski položaj nije dovoljan za čuvanje, jačanje i širenje dobrog finansijskog ugleda u javnosti, već je uz to nužan korektan finansijski odnos prema dužnicima i poveriocima, jer dobar glas se čuje daleko a loš još dalje. Otuda je od presudnog značaja dobar finansijski ugled u najširoj javnosti, tačnije, od finansijskog ugleda zavisi kako će se kotirati hartije od vrednosti preduzeća na tržištu novca i kapitala a to ima višestruke reperkusije — omogućava pribavljanje dodatnog kapitala i novca, čak i uz zaradu (primera radi, ako se nova serija emitovanih deonica prodaje iznad nominalne vrednosti, preduzeće razliku između tržišne vrednosti i nominalne vrednosti uključuje u kapitalni dobitak; to je čista zarada od emisije nove serije deonica, pri čemu ne povlači za sobom isplatu dividende,

jer se dividenda isplaćuje srazmerno nominalnoj vrednosti deonice), a sa rastom tržišne cene hartija od vrednosti raste i širi se finansijski ugled preduzeća.

Stalnost, razvoj i rast preduzeća i njegov finansijski ugled ne mogu se ostvariti ako se maksimalno ne iskoriste povoljni trendovi na tržištu novca i kapitala, minimiziraju negativni uticaji dekonjunktura i monetarnih poremećaja i ne minimiziraju finansijski rizici. U vreme povoljne konjunktura obim poslovanja preduzeća se povećava a time se, u principu, povećava i finansijski rezultat, ali ako se iz ostvarenog finansijskog rezultata što više ne akumulira za sopstveni kapital preduzeća, ta šansa je propuštena s finansijskog gledišta. Isto tako, kad je visoka ponuda na tržištu novca i kapitala, novac i kapital se pribavljaju podnajpovoljnijim uslovima, a ako se to ne iskoristi, opet je propuštena šansa. Dakako, situacija na tržištu roba, novca i kapitala je promenljiva. Pad obima poslovanja a time i finansijskog rezultata lakše će se podneti ako je preduzeće finansirano što više iz sopstvenog kapitala i što su viši prikriveni oblici samofinansiranja — a i jedno i drugo stvara se upravo u povoljnim konjunktturnim trendovima. Monetarni poremećaji obično su praćeni padom vrednosti novčane jedinice i oni će se utoliko manje negativno odraziti na finansijski položaj ukoliko se više uspe u smanjenju inflatornih gubitaka, povećanju inflatornih dobitaka i održanju realne vrednosti sopstvenog kapitala.

Finansijski rizik je uvek prisutan u oblasti ostvarenja finansijskog rezultata i u oblasti naplate potraživanja. Minimiziranje finansijskog rizika u oblasti finansijskog rezultata postiže se strukturiranjem kapitala sa stanovišta vlasništva u zavisnosti od poslovnog rizika i prevremenom otplatom dugova kada oni postanu preskupi, što je, opet, uslovljeno visinom sopstvenog kapitala i skrivenim oblicima samofinansiranja. Minimiziranje fi-

nansijskog rizika u oblasti naplate potraživanja postiže se izborom dužnika s visokom kreditnom sposobnošću i obezbeđenjem potraživanja hipotekom, zalogom, garancijom trećih lica i prodajom uz obezbeđenje sigurnosti naplate kad god je kreditni bonitet kupca slab ili nepoznat (plaćanje avansom, potvrđenim neopozivim dokumentarnim akreditivom, avaliranom menicom, na primer).

Finansijska funkcija ne može sa uspehom svoju prethodno opisanu ulogu trajno ostvariti, što je preko potrebno, ako se ne uspe da se druge funkcije preduzeća i njegova uprava privole da prihvate ciljeve finansijske politike i sa svojim odlukama i ponašanjem ne ometaju sprovođenje finansijske strategije i taktike. Otuda je posebna uloga finansijske funkcije u tome da se izbori da ostale poslovne funkcije i uprava preduzeća prihvate finansijski način mišljenja, finansijsku filozofiju upravljanja i što u tome finansijska funkcija više uspe, utoliko će lakše biti prihvaćeni i ciljevi finansijske politike i bolje poštovana strategija i taktika finansijskog upravljanja.

Ponekada, čak i kada finansijska funkcija uspešno ostvaruje svoju ulogu, usled krupnih tržišnih ili monetarnih poremećaja ili dejstva nekomercijalnih rizika, preduzeće dolazi u krizni finansijski položaj. Naravno, u krizni finansijski položaj preduzeće može doći i u relativno normalnim uslovima utoliko pre ukoliko finansijska funkcija lošije ostvaruje svoju ulogu. Ako preduzeće iz makog razloga dođe u težak finansijski položaj, njegov opstanak je ugrožen. I upravo u takvoj situaciji dolazi do posebnog izražaja uloga finansijske funkcije u saniranju finansijskog položaja. Ta uloga je nezahvalna, jer je sanacija najvećim delom uslovljena voljom poverilaca a donekle i dužnika. Otuda raniji korektan odnos s njima nesumnjivo utiče na njihove odluke o prihvatanju, odnosno neprihvatanju zahteva preduzeća u vezi sa sanacijom ali, naravno, i težinom finansijskih

posledica, koje kod njih izazivaju zahtevi sanacije i u kojoj meri ispunjenje tih zahteva garantuje finansijsko ozdravljenje preduzeća. Uloga finansijske funkcije je da pronađe takve oblike sanacije koji će biti najbezbol-

2. POSLOVI FINANSIJSKE FUNKCIJE

2.1. Pribavljanje novca i kapitala

Pod novcem podrazumevamo novčana sredstva koja će se koristiti u kraćem periodu (do godine dana), a pod kapitalom podrazumevamo novčana sredstva koja će koristiti u dužem periodu (preko godinu dana). Pre pribavljanja novca i kapitala neophodne su informacije o obimu potrebnog novca i kapitala, momentu potrebe i vremenu imobilizacije, potencijalnim mogućnostima pribavljanja i o ceni i uslovima pribavljanja novca i kapitala.

Obim potrebnog novca i kapitala, moment potrebe i vreme imobilizacije. Informacije o obimu potrebnog novca i kapitala, momentu potrebe i vremenu imobilizacije dobijaju se iz planskog bilansa stanja, plana priliva i odliva gotovine i investicionog projekta.

Za tekuće poslovanje dobro sačinjen planski bilans stanja pokazaće ukupan nedostatak izvora finansiranja i s obzirom na strukturu sredstava sa stanovišta roka vezivanja i strukturu izvora finansiranja sa stanovišta roka raspoloživosti, a saglasno finansijskim načelima i pravilima finansiranja, pokazaće da li se radi o kratkoročnom ili dugoročnom nedostatku izvora finansiranja. Dakle, iz planskog bilansa stanja dobija se informacija o ukupno nedostajućim izvorima finansiranja i o njihovoj ročnoj strukturi — nedostatak kratkoročnih izvora finansiranja i nedostatak dugoročnih izvora finansiranja. Za ulaganje u nove investicione projekte sam investicioni projekt pokazaće iznos kapitala koji treba pribaviti, pri čemu dobar investicioni projekt iskazuje i

niji za poverioce, pa i za dužnike, a time lakše prihvatljivi, ali istovremeno da pokaže da predložena sanacija sa sigurnošću obezbeđuje opstanak i uspeh preduzeća, što minimizira buduće rizike poverilaca.

dinamiku ulaganja. Plan priliva i odliva gotovine, koji se radi po kvartalima za celu godinu, po mesecima za svaki naredni mesec i po dekadama ili sedmicama za svaku narednu dekadu odnosno sedmicu, pokazaće moment kada se javlja nedostatak gotovine. Ta informacija povezana sa informacijom o ročnoj strukturi nedostatka izvora finansiranja iz planskog bilansa stanja i investicionog projekta daje osnov za zaključivanje: koliko i kada treba obezbediti dodatnih kratkoročnih izvora finansiranja a koliko treba obezbediti dodatnih dugoročnih izvora finansiranja.

Potencijalna mogućnost pribavljanja novca i kapitala. Razlikujemo interne mogućnosti pribavljanja i eksterne mogućnosti pribavljanja. Interne mogućnosti pribavljanja nedostajućeg novca i kapitala su: prodaja dela preduzeća, prodaja nekog osnovnog sredstva koje nije preko potrebno, prodaja kupljenih deonica od drugih preduzeća i banaka i prodaja potraživanja. Eksterne mogućnosti pribavljanja nedostajućeg novca i kapitala su: emisija kratkoročnih hartija od vrednosti, emisija dugoročnih hartija od vrednosti, zaključenje ugovora o trajnom ulogu trećih lica, zaključenje ugovora o kreditu (kratkoročnom ili dugoročnom) i zaključenje lizing aranžmana. Da bi se finansijska funkcija mogla opredeliti za jednu ili više pomenutih potencijalnih mogućnosti pribavljanja novca i kapitala, neophodne su informacije o:

- realnim izgledima korišćenja nekog od pomenutih izvora finansiranja,
- promeni strukture kapitala odnosno poslovne pasive pri korišćenju raznih oblika

eksternih izvora finansiranja i

- ceni potencijalnih izvora finansiranja.

S gledišta održavanja nepromenjene postojeće vlasničke strukture pasive, ako je ona prihvatljiva, prioritet bi trebalo da imaju interni izvori finansiranja i lizing aranžmani, ali to nikako ne znači da je sa stanovišta cene izvora finansiranja to najprihvatljivije. Međutim, postojeća vlasnička struktura pasive može se takođe i održati i pomeriti bilo u korist sopstvenog, bilo u korist pozajmljenog kapitala. Ako se dodatni potrebni kapital pribavlja emisijom novih serija deonica ili zaključenjem ugovora o trajnom ulaganju trećeg lica, vlasnička struktura pasive pomeriće se ka vlastitom kapitalu; suprotno, ako se dodatni potreban novac i kapital pribavljaju putem zaduženja (emisijom hartija od vrednosti izuzimajući deonice, ili kreditnim zaduženjem), vlasnička struktura pasive će se promeniti ka pozajmljenom kapitalu. Otuda pri izboru pribavljanja potrebnog novca i kapitala bitnu ulogu igraju: vlasnička struktura, cena i uslovi pribavljanja.

Cena i uslovi pribavljanja novca i kapitala. Kod internih izvora finansiranja cena se javlja u različitom vidu. Ako se prodaje deo preduzeća, cena tako pribavljenog kapitala je, u stvari oportunitetni trošak, konkretnije, to je stopa neto dobitka na sopstveni kapital na nivou dela preduzeća koji se prodaje, koja se može utvrditi ako se za taj deo preduzeća bilansira finansijski rezultat, odnosno, to je stopa neto dobitka na sopstveni kapital na nivou preduzeća ako se za deo preduzeća koji se prodaje ne utvrđuje finansijski rezultat. Za osnovno sredstvo koje se prodaje, cena kapitala dobijena po tom osnovu je oportunitetni trošak u visini stope neto dobitka na sopstveni kapital. Cena kapitala dobijenog prodajom kupljenih deonica je opet oportunitetni trošak u vidu stope dividende koja se ostvaruje po osnovu tih deonica. Treba, međutim, imati u vidu da se po osnovu prodaje dela preduzeća, osno-

vnog sredstva i kupljene deonice može ostvariti dobitak ako je prodajna cena iznad knjigovodstvene vrednosti (kod kupljenih deonica iznad nominalne vrednosti), što koriguje prethodno definisanu cenu naniže, i gubitak ako je prodajna cena niža od knjigovodstvene vrednosti odnosno od nominalne vrednosti kupljene deonice, što koriguje cenu navise. Prilikom prodaje potraživanja cena tog kapitala, odnosno novca je diskontna stopa koja će se tada odobriti.

Cena kapitala pribavljenog emisijom deonica je, u stvari, stopa dividende koja se plaća ili se očekuje da će se plaćati na nominalnu vrednost deonica. Međutim, ako se emitovane deonice prodaju iznad nominalne vrednosti, ostvaruje se premija, (ažija) koja povećava sopstveni kapital a nije osnovica za raspodelu dividende, pa to smanjuje cenu pribavljenog kapitala putem emisije deonica. Cena kapitala po osnovu trajnog uloga je stopa naknade na ulog, koja može da bude fiksna (dakle ugovorena) ili varijabilna (zavisna od ostvarenog finansijskog rezultata). Cena pribavljenog novca i kapitala emisijom hartija od vrednosti (izuzev deonica) i zaključenjem ugovora o kreditu je kamatna stopa koja, u principu, može da bude fiksna (ugovorena) ili varijabilna u visini kamatnih stopa na tržištu kapitala u momentu plaćanja kamata, odnosno otplate duga. Cena lizing aranžmana je, u stvari, cena zakupa.

Uslovi pribavljanja novca i kapitala za pojedine izvore finansiranja. Deonice mogu biti s fiksnom dividendom (preferencijalne odnosno povlašćene deonice) i bez prava učešća u upravljanju. Prvi uslov je manje privlačan jer vlasnik povlašćene deonice ne snosi rizik ostvarivanja neto dobitka, a drugi uslov je privlačan za deoničko društvo jer ne dele upravu s novim povlašćenim deoničarima. Obične deonice su s varijabilnim dividendama (dividenda zavisi od ostvarenog neto dobitka) što je povoljnije sa stanovišta rizika neto dobitka, ali i s pravom učešća u

upravi, što je za postojeće deoničare često neprihvatljivo. Pribavljanje novca i kapitala po osnovu zaduženja (izdavanjem hartija od vrednosti osim deonica ili zaključenjem ugovora o kreditu) može da bude bez obezbeđenja i sa obezbeđenjem putem garancije trećeg lica, hipoteke ili zalog. Kad je zaduženje sa obezbeđenjem, naravno da je taj izvor finansiranja nepovoljniji jer garancija trećeg lica izaziva dodatne troškove (provizija za garanciju), dok hipoteka i zalog onemogućuju disponiranje stvari i sredstva pod hipotekom i zalogom, što smanjuje finansijsku elastičnost. Najzad, i uslovi lizing aranžmana mogu da budu različiti, sa obavezom ili bez obaveze otkupa posle isteka lizing aranžmana. Sa obavezom otkupa je nepovoljniji uslov nego bez obaveze otkupa, jer nije izvesno da će osnovno sredstvo pribavljeno lizing aranžmanom biti potrebno posle isteka lizing aranžmana ili možda biti i potrebno, ali će se u međuvremenu pojaviti osnovno sredstvo sa boljim tehničko-tehnološkim karakteristikama, što, opet, otkup osnovnog sredstva iz lizing aranžmana čini neprihvatljivijim. Najprihvatljivije bi bilo kada bi lizing aranžman predviđao samo opciju, pravo na otkup ali ne i obavezu.

Iz svega što je rečeno o pribavljanju novca i kapitala jasno je da opredeljenje za jedan ili više izvora nije jednostavno, a to opredeljenje i ne može se ostvariti bez uzimanja u obzir u šta će se pribavljeni novac i kapital uložiti i kakva će vlasnička struktura kapitala biti posle pribavljanja, što je povezano s finansijskim rizikom, o čemu će u narednom odeljku biti reči.

2.2. Ulaganje novca i kapitala

S područja ulaganja novca i kapitala neophodne su informacije o riziku i rentabilnosti ulaganja i vremenu imobilizacije ulaganja.

Rizik i rentabilnost ulaganja. Rizik i rentabilnost ulaganja su usko povezani — veća rentabilnost manji rizik i obrnuto. Pri tome razlikujemo tri rizika — poslovni, fi-

nansijski i ukupni. Poslovni rizik je, u stvari, neizvesnost ostvarenja prinosa na ukupno uložena sredstva, a poslovni rezultat (poslovni dobitak) je ravan razlici između prihoda i varijabilnih rashoda uvećanih za fiksne rashode bez rashoda finansiranja. Što se god sa manje prihoda pokrivaju varijabilni rashodi i fiksni rashodi bez rashoda finansiranja, što tačka neutralnog poslovnog dobitka na grafikonu rentabilnosti leži bliže koordinatnom početku, stopa rentabilnosti ukupnih ulaganja računata iz odnosa poslovnog dobitka i ukupnih ulaganja je viša, a time je manji poslovni rizik ulaganja. Finansijski rizik je, u stvari, neizvesnost ostvarenja bruto dobitka, koji je ravan razlici između poslovnog dobitka i rashoda finansiranja, a time i neto dobitka, koji je ravan razlici između bruto dobitka i poreza na finansijski rezultat. Što su god finansijski rashodi viši pri datom poslovnom dobitku za ostvarenje neutralnog bruto dobitka je potrebno više prihoda, tačka neutralnog bruto dobitka na grafikonu rentabilnosti udaljenija je od koordinatnog početka, stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala, računata iz odnosa neto dobitka i sopstvenog kapitala, je niža, finansijski rizik je viši i obrnuto. Ukupan rizik ostvarenja neto finansijskog rezultata je zapravo kumuliran poslovni i finansijski rizik.

Kada ulaganja prouzrokuju manje fiksne troškove (amortizacija i režijski troškovi), pri datim prihodima i varijabilnim troškovima poslovni rizik je manji, a štoje poslovni rizik manji moguće je prihvatiti viši finansijski rizik, što znači moguće je veće finansiranje iz dugova, jer ukupni rizik zahvaljujući malom poslovnom riziku uprkos relativno visokom finansijskom riziku još uvek je relativno prihvatljiv. Obrnuto, kada je poslovni rizik visok, da bi ukupan rizik bio relativno prihvatljiv, finansijski rizik mora da bude niži, a to zahteva više finansiranje iz sopstvenog kapitala a manje iz dugova. Naravno, visina finansijskog rizika ne zavisi sa-

mo od veličine dugova nego i od visine njihove cene (tačnije, kamatne stope).

Sve što je rečeno o riziku i rentabilnosti jasno je da je izbor potencijalnog izvora finansiranja uslovljen i rizikom i rentabilnošću, što znači da se to mora ceniti preko planskog bilansa uspeha i metoda ocene rentabilnosti ulaganja.

Vreme imobilizacije ulaganja. Vreme imobilizacije ulaganja može biti trajno, dugoročno i kratkoročno. Trajno imobilisana su ulaganja u zemljište (jer se ne amortizuje), trajna obrtna sredstva (jer se ona pri datom obimu poslovanja i pri datim cenama u finansijskom izvoru ne smanjuju) i trajna ulaganja u druga preduzeća. Dugoročno imobilisana su osnovna sredstva i dugoročni finansijski plasmani. Oni će se mobilisati u skladu sa amortizacionim periodom (osnovna sredstva) i rokom naplate (dugoročni plasmani izuzev kupljenih deonica, koji se mogu mobilisati samo putem prodaje). Međutim, i kod osnovnih sredstava amortizacioni period je veoma različit. Postoje osnovna sredstva čiji je amortizacioni period nekoliko godina (oprema, na primer) i osnovna sredstva čiji je amortizacioni period više desetina godina (građevinski objekti, na primer). Kratkoročna imobilizacija je za sva druga ulaganja (sezonske zalihe, kratkoročna potraživanja), ona će se mobilisati u kratkom roku, u roku koji nije duži od godine dana.

Vreme imobilizacije ulaganja takođe utiče na izbor potencijalnog izvora finansiranja. Ulaganja sa trajnom imobilizacijom radi održavanja finansijske stabilnosti i likvidnosti zahtevaju trajne izvore finansiranja (tačnije, sopstveni kapital). Naime, ako bi se trajna ulaganja finansirala iz dugoročnih dugova, budući da se trajna ulaganja ne mobilišu a da se dugoročni dugovi otplaćuju u skladu s rokom dospeća, da bi se održala finansijska stabilnost i likvidnost otplaćena glavnica dugoročnih dugova, morala bi biti supstituisana sopstvenim kapitalom iz raspo-

dele neto dobitka ili emisije nove serije deonica, a kako je neizvesno ostvarenje neto dobitaka i njegovo akumuliranje za sopstveni kapital pri raspodeli i kako preduzeće ne može svaki čas emitovati novu seriju deonica, pogotovo ne može kad je u finansijskim teškoćama, očito je da je s aspekta finansijske stabilnosti i likvidnosti najprihvatljivije finansiranje trajnih ulaganja iz sopstvenog kapitala.

Ulaganja s dugoročnom imobilizacijom, u načelu, mogu se finansirati iz dugoročnih dugova. Međutim, da bi se finansijska stabilnost i likvidnost bila održana, razlika između dospele glavnice dugoročnih dugova i amortizacije osnovnih sredstava plus naplaćena glavnica dugoročnih plasmana mora biti svake godine supstituisana sopstvenim kapitalom. Ta supstitucija je utoliko teže ostvarljiva ukoliko je veća razlika u rokovima mobilizacije dugoročnih ulaganja i roku dospeća otplate dugoročnih dugova u korist rokova mobilizacije dugoročnih ulaganja. Na drugoj strani, dugoročni dugovi kojim su pokrivena dugoročna ulaganja u osnovna sredstva na kraju veka njihovog trajanja, odnosno prilikom njihove zamene novim osnovnim sredstvima, radi finansijske proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava moraju biti u potpunosti supstituisani sopstvenim kapitalom. U protivnom, zamena dotrajalih osnovnih sredstava mogla bi se izvršiti samo uz ponovno dugoročno zaduženje, a to znači da preduzeće nije sposobno da finansira prostu reprodukciju iz sopstvenih sredstava, čime je automatski dovedena u pitanje njegova kreditna sposobnost (bonitet) a time i mogućnosti ponovnog dugoročnog zaduženja. Iz svega što je rečeno jasno je da će finansijsku stabilnost i sposobnost finansiranja proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava utoliko biti lakše izvesti što su ulaganja dugoročne imobilizacije više finansirana iz sopstvenog kapitala i što su rokovi otplate dugoročnih dugova duži; što takođe utiče na izbor potencijalnih izvora finansiranja.

Ulaganja s kratkim rokom imobilizacije i gotovinu finansiraju se iz spontanijh izvora finansiranja i kratkoročnih dugova. Što su spontani izvori finansiranja veći (a to zavisi kako od apsolutnog iznosa na primer, nabavki, ličnih dohodaka, poreza i dažbina i drugih spontanijh izvora tako i od rokova dospeća za plaćanje), utoliko je manje potrebno kratkoročnih dugova za finansiranje kratkoročne imobilizacije i gotovine. Kako su spotnani izvori finansiranja u granicama roka raspoloživosti, u principu, besplatni, jasno je da s aspekta troškova finansiranja, odnosno finansijskog rizika treba težiti da ulaganja kratkoročne imobilizacije budu što manja (što se postiže kraćim rokovima vezivanja) a da spontani izvori finansiranja budu što veći (što se postiže dužim rokovima raspoloživosti, odnosno dospeća) i time će biti manji kratkoročni dugovi a, dakako, manji i troškovi finansiranja.

2.3. Oblikovanje strukture kapitala

Struktura kapitala sa stanovišta vlasništva treba da finansijski rizik ostvarenja dobitka svede na prihvatljiv nivo, rizik poverilaca takođe svede na prihvatljiv nivo, obezbedi autonomiju dužnika i eliminiše inflatorne gubitke.

Finansijski rizik. Ako su visoka ulaganja u osnovna sredstva, visoki su i fiksni troškovi po osnovu amortizacije i kada se tome dodaju i fiksni režijski troškovi, to izaziva visok poslovni rizik, rizik ostvarenja poslovnog dobitka. U takvim okolnostima, da bi ukupan rizik bio prihvatljiv, finansijski rizik treba da bude nizak, a to se jedino može ostvariti pomeranjem strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala jer će tada troškovi finansiranja biti niži. Obrnuto, kada su niska ulaganja u osnovna sredstva, niski su i fiksni troškovi po osnovu amortizacije, zbog čega su ukupni fiksni troškovi (amortizacija plus režijski fiksni troškovi) relativno niski a time je relativno nizak i poslovni rizik, što dozvoljava pomeranje strukture kapitala u korist pozajmljenog a time i prihvatanje ve-

ćeg finansijskog rizika (zbog povećanja rashoda finansiranja), pri čemu će ukupni rizik ostvarenja bruto odnosno neto dobitka još uvek biti prihvatljiv zahvaljujući niskom poslovnom riziku.

Rizik poverilaca. Rizik poverilaca u smislu mogućnosti naplate potraživanja ne o roku dospeća već uopšte zavisn je od roka naplate potraživanja i od strukture kapitala dužnika. Što je rok naplate potraživanja duži, veća je neizvesnost šta će se u tom dugom roku dogoditi sa dužnikom u smislu njegovog finansijskog položaja i finansijskog rezultata, pa otuda je rizik naplate potraživanja utoliko veći što je duži rok naplate potraživanja. Kad je struktura kapitala i suviše pomerena ka pozajmljenom kapitalu, dužnik, dabome, ima visok finansijski rizik, ali budući da uz to ima relativno nizak sopstveni kapital, pretpri opasnost da gubitak bude veći od sopstvenog kapitala. U takvim okolnostima dužnik je izgubio sav sopstveni kapital i uz to izgubio i deo pozajmljenog kapitala u visini razlike između gubitaka i sopstvenog kapitala. Otuda će stečajna odnosno likvidaciona masa biti manja od obaveza i poverioci će izgubiti na svojim potraživanjima (neće ih moći naplatiti, odnosno moraće ih otpisati) u visini razlike između obaveza i likvidacione mase. Da bi poverioci uticali na smanjenje rizika naplate potraživanja ako dužnik ima relativno nizak sopstveni kapital, oni će zahtevati obezbeđenje svojih potraživanja bilo garancijom trećih lica, što izaziva dodatne troškove po osnovu provizije po garanciji, bilo hipotekom ili zalogom, što smanjuje finansijsku elastičnost.

Autonomija dužnika. Autonomija dužnika je ostvarena ako dužnik ima potpunu slobodu u vođenju poslovne politike i politike njegovih funkcionalnih područja kao delova poslovne politike. Ako dužnik ima relativno visok sopstveni kapital i uz to ostvaruje visoku stopu rentabilnosti i permanentnu likvidnost, poverioci nemaju razloga da se

mešaju u poslovnu politiku dužnika, dužnik je nezavisan u vođenju poslovne politike. U takvim okolnostima poverioci nemaju razloga da se mešaju u poslovnu politiku dužnika jer je njihov rizik naplate potraživnja s obzirom na visinu sopstvenog kapitala i njegovo stalno uvećavanje iz akumuliranog neto dobitka relativno mali. Uz to, visoka rentabilnost i permanentna likvidnost potvrđuju da je poslovna politika dužnika ispravna, pa je to dodatni razlog da se poverioci ne mešaju u poslovnu politiku. Suprotno, ako je sopstveni kapital dužnika relativno nizak a uz to još i rentabilnost niska i likvidnost slaba, poverioci će se mešati u poslovnu politiku dužnika, tražiće da se prihvate njihovi zahtevi i ako oni ne odgovaraju dužniku, težiće da time smanje sopstvene rizike a dužnik će gubiti autonomiju, odnosno, postaće zavisen od poverilaca u vođenju poslovne politike.

Eliminisanje inflatornih gubitaka. U uslovima inflacije, kada je stopa inflacije zemlje dužnika viša od stope inflacije zemlje u čijoj je valuti izražen dug prema inostranim poveriocima, dolazi do inflatornih gubitaka na dugovima prema inostranim poveriocima u visini razlike između duga obračunatog po kursu u momentu njegovog nastanka i duga obračunatog po kursu u momentu njegove otplate. Otuda je razumljivo da će inflatorni gubici (negativne kursne razlike) biti utoliko veći što je devizni dug veći, što je njegov rok otplate duži i što je veća razlika između stope inflacije zemlje dužnika i stope inflacije zemlje u čijoj je valuti izražen devizni dug. Da bi se izbegli inflatorni gubici, u vreme inflacije treba izbegavati zaduženje u inostranstvu. Ako ipak dođe do toga zaduženja, treba birati mekše valute, valute čiji kurs na deviznom tržištu oscilira naniže. Ukoliko ipak dođe do inflatornih gubitaka na deviznim dugovima, treba nastojati otplatiti ih pre roka dospeća, za šta je, dakako, nužna finansijska elastičnost.

Saglasno prethodnom, finansijska funkcija treba da oblikuje strukturu kapitala tako

da finansijski rizik ostvarenja bruto dobitka a time i neto dobitka, bude na prihvatljivom nivou, da rizik poverilaca bude prihvatljiv, da se održi autonomija dužnika u vođenju poslovne politike i da se izbegnu ili barem svedu na najmanju meru inflatorni gubici po osnovu deviznih obaveza.

2.4. Usklađivanje rokova imobilizacije sredstava i rokova raspoloživosti izvora finansiranja

Da bi preduzeće trajno bilo likvidno u svakom momentu dospeća obaveza za plaćanje, gotovina mora da bude najmanje jednaka dospelim obavezama, iz čega sledi da priliv gotovine mora da bude jednak odlivu gotovine. Međutim, zahtev da priliv gotovine mora biti jednak odlivu gotovine ne može se permanentno ostvarivati ako uložena sredstva po obimu i roku vezanosti nisu jednaka raspoloživim izvorima finansiranja po obimu i roku raspoloživosti. O tom paralelitetu rokova vezivanja sredstava i rokova raspoloživosti izvora finansiranja finansijska funkcija mora stalno da brine — kod pribavljanja i ulaganja, tokom rada preduzeća i pri raspodeli neto dobitka.

Ako je u vreme pribavljanja i ulaganja novca i kapitala uspostavljen paritet rokova vezivanja uložених sredstava i rokova raspoloživosti izvora finansiranja, time je stvoren samo početni uslov za usklađivanje rokova vezanosti sredstava i rokova raspoloživosti izvora finansiranja tokom rada preduzeća, jer se tokom rada sva uložena sredstva izuzev trajno vezanih sredstava (zemljišta, trajnih uloga u druga preduzeća, trajnih obrtnih sredstava u finansijskom izrazu, pa i kupljenih deonica drugih preduzeća i banaka) mobilizuju u novac, ali i svi izvori finansiranja izuzev trajnih (sopstvenog kapitala) dospevaju za plaćanje. Tokom rada preduzeća problem stalnog usklađivanja rokova vezivanja

uloženih sredstava i rokova raspoloživosti izvora finansiranja dolazi otuda što u određenim trenucima dolazi do produženja rokova vezivanja uloženi sredstava iz različitih razloga. Ako se produži amortizacioni period ili ako se sa degresivnog obračunavanja amortizacije pređe na linearni ili progresivni metod, mobilizacija osnovnih sredstava putem amortizacije će se usporiti. Ako se rokovi naplate potraživanja produže bilo zato što je dužnik nelikvidan bilo zato što se prodaje na duže rokove plaćanja, mobilizacija potraživanja će se usporiti. Ako se rokovi vezivanja zaliha materijala produže ili ako se u vreme rasta cena pređe sa LIFO na FIFO a u vreme pada cena sa FIFO na LIFO metod obračuna utroška, mobilizacija zaliha materijala će se usporiti. Ako se produži proces proizvodnje ili ako se pređe sa sistema obračuna troškova po varijabilnim troškovima na sistem obračuna troškova po proizvodnim ili po ukupnim troškovima, mobilizacija zaliha nezavršene proizvodnje će se usporiti. Ako se produži rok vezivanja zaliha gotovih proizvoda ili ako se pređe sa sistema obračuna troškova po varijabilnim troškovima na sistem obračuna po proizvodnim ili ukupnim troškovima, mobilizacija zaliha gotovih proizvoda će se usporiti. Svako prethodno opisano usporavanje mobilizacije uloženi sredstava povećava uložena sredstva i zahteva dodatne izvore finansiranja. Nijedno preduzeće, naravno, ne može sebi dozvoliti da ispusti kontrolu produženja rokova vezivanja i da se kad god do toga dođe dodatno zadužuje, jer bi to ne samo povećalo rashode finansiranja i finansijski rizik, remetilo prihvatljivu strukturu kapitala, već bi s velikom verovatnoćom i preduzeće izgubilo kreditni bonitet i time se izložilo čak i riziku opstanka. Zato finansijska funkcija mora stalno insistirati kod svih poslovnih funkcija i uprave preduzeća da se rokovi vezivanja uloženi sredstava ne produžuju već, naprotiv, da se skraćuju, da se primenjuju one metode obračuna amorti-

zacije koje ubrzavaju mobilizaciju osnovnih sredstava, da se primenjuju one metode obračuna utroška materijala koje zalihe materijala svode na niži nivo, da se primenjuje onaj sistem obračuna troškova koji zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda svodi na niži nivo, da se prodaje s kraćim ili barem istim rokovima naplate kao što su rokovi plaćanja kod kupovine.

Što se više uspe u skraćanju rokova vezivanja uloženi sredstava, odnosno što se više uspe u ubrzanju mobilizacije, utoliko će biti manje nužnog napora da se intervencijom na strani izvora finansiranja obezbede njihovi rokovi raspoloživosti koji odgovaraju rokovima vezivanja uloženi sredstava. Menjanje postojećih rokova raspoloživih izvora finansiranja je otežano samim tim što to uvek zavisi od volje poverilaca. I upravo zato opasno je doći u situaciju da se poverioci mole da odlože rokove naplate svojih potraživanja. Da bi se ta opasnost izbegla, finansijska funkcija mora stalno nastojati da trajno vezana sredstva budu pokrivena sopstvenim kapitalom, da dugoročno vezana sredstva (osnovna sredstva izuzev zemljišta i dugoročni plasmani izuzev trajnih uloga u druga preduzeća i kupljenih deonica drugih preduzeća i banaka) budu pokrivena dugoročno pozajmljenim kapitalom, da se otplaćena glavnica dugoročno pozajmljenog kapitala kada je veća od amortizacije uvećane za naplaćenu glavicu dugoročnih plasmana, u visini razlike među njima supstituiše povećanjem sopstvenog kapitala iz raspodele neto dobitka, da rokovi raspoloživosti kratkoročnih kredita budu jednaki rokovima vezivanja kratkoročnih plasmana i sezonskih zaliha, da prosečni rokovi raspoloživosti spontaniz izvora finansiranja (obaveze prema dobavljačima, prema radnicima, fiskusu, obaveze za kamate i dr.) budu duži od prosečnih rokova vezivanja potraživanja iz poslovnih odnosa (potraživanja od kupaca, potraživanja za obračunate kamate na plasman).

Poslednji zahtev — da prosečni rokovi raspoloživosti spontanih izvora finansiranja budu duži od prosečnih rokova vezivanja potraživanja iz poslovnih odnosa — sračunat je na to da se stvori likvidna rezerva čiji su izvori finansiranja spontani. Stvaranje likvidne rezerve je neophodno radi obezbeđenja sigurnosti u održavanju likvidnosti. Naime, ako uložena sredstva po obimu i roku vezanosti odgovaraju, ako su jednaka izvorima finansiranja po roku i obimu raspoloživosti, time je stvorena pretpostavka da i priliv gotovine bude jednak odlivu gotovine, što znači da bi raspoloživa gotovina bila jednaka nuli. Međutim, uvek postoji stanoviti rizik da će iz nekog razloga doći do usporenja mobilizacije — i tada će priliv gotovine biti manji od dospelih obaveza za plaćanje, doći do nelikvidnosti. I upravo da bi se izbegao taj rizik, nužna je stanovita likvidna rezerva kako bi priliv gotovine plus likvidna rezerva bio najmanje u visini dospelih obaveza, odnosno kako bi se uz pomoć likvidne rezerve održala likvidnost. Likvidna rezerva, pak, ne doprinosi rentabilnosti, ona je čak smanjuje iz prostog razloga — što nije uložena u posao pa se po osnovu nje ne ostvaruje nikakav prinos osim, možda, kamate na depozit po viđenju čija je stopa, u principu, niža od stope prinosa na ukupno uložena sredstva, odnosno od kamatne stope dugoročnih i kratkoročnih dugova. I upravo zato što je likvidna rezerva u suprotnosti sa rentabilnošću i postavljen je zahtev da se ona finansira iz spontanih izvora, jer su i oni u granicama roka raspoloživosti besplatni, zato će se, upravo, u takvim okolnostima smanjiti negativni uticaj likvidne rezerve na rentabilnost. Naravno, likvidna rezerva može da bude pokrivena iz kratkoročnih i dugoročnih dugova (kredita, obveznica i sl.) ili čak iz

sopstvenog kapitala, ali će tada likvidna rezerva još više umanjivati rentabilnost.

2.5. *Kreiranje finansijske politike i razvijanje strategije i taktike finansijskog upravljanja*

Polazeći od cilja poslovne politike finansijska funkcija treba da definiše ciljeve finansijske politike i da razvije strategiju i taktiku finansijskog upravljanja u skladu sa ciljevima finansijskog upravljanja, pri čemu pred očima stalno moraju lebdeti finansijska načela i pravila finansiranja kao osnovni izvori finansijskog saznanja o finansiranju i finansijskom upravljanju, držeći se jednostavne ali istinite izreke J. Robinson da je teorija „kutija s alatom“.¹

Budući da se prilike na tržištu kako roba tako i novca i kapitala, u principu, stalno menjaju, što se, dakako, kad više, kad manje odražava na preduzeće, i da se nezavisno od tržišnih uticaja, po pravilu, menjaju i prilike u preduzeću, finansijska funkcija stalno mora jednim okom da motri na tržište a drugim na preduzeće i da svakoj promeni prilagođava strategiju i taktiku finansijskog upravljanja da bi se što doslednije ostvarivali ciljevi finansijske politike a time i ciljevi poslovne politike, da bi preduzeće ne samo opstalo već i stalno napredovalo.

Razvijanje strategije i taktike finansijskog upravljanja znači izbor ciljeva i pronalaženje metoda, načina njihovog ostvarenja za uže (srodne) segmente uložених sredstava, za uže (srodne) segmente izvora finansiranja i za raspodelu neto dobitka, pri čemu ciljevi upravljanja pojedinim segmentima uložених sredstava, izvora finansiranja i raspodele neto dobitka ne smeju da budu u suprotnosti sa vrhunskim ciljem finansijske politike; otuda su ti ciljevi, u stvari, podciljevi vrhunskog

1 Joseph Schumpeter: *Povjest ekonomske analize*, knjiga I, „Informator“, Zagreb, 1975, str. 14.

cilja finansijske politike, iz njega su izvedeni i stoga su s njim u čvrstoj korelaciji.

2.6. Naplata potraživanja

O naplati drugoročnih i kratkoročnih plasmana brine finansijska funkcija. Ta briga se sastoji u: ispitivanju kreditnog boniteta dužnika pre nastanka potraživanja, praćenju kreditnog boniteta dužnika sve dok se potraživanje ne naplati, a ako ipak dođe do zakašnjenja naplate potraživanja u preduzimanju mera da se naplata potraživanja što pre izvrši.

O naplati komercijalnih potraživanja iz prodaje na dugoročni robni kredit, prodaje na kratkoročni robni kredit i prodaje sa uobičajenim rokom odložene naplate zajednički brinu finansijska i prodajna funkcija. Ta briga se sastoji u ispitivanju kreditnog boniteta kupca pre prodaje (što je posao finansijske funkcije), prodaje samo onim kupcima koji imaju dobar kreditni bonitet, a prodaja kupcima sa slabim kreditnim bonitetom samo uz posebna obezbeđenja naplate (što je posao prodajne funkcije), stalnom praćenju boniteta kupaca i staranju da se naplata izvrši o roku (što je posao finansijske i prodajne funkcije), a ako naplata ipak ne bude izvršena o roku, o preduzimanju mera da se što pre naplata izvrši (što je posao finansijske funkcije). Finansijska funkcija vrši kompenzaciju potraživanja i obaveza i cesiju potraživanja ako za to postoje uslovi. Najzad, finansijska funkcija vrši obračun kamata po svim potraživanjima i stara se o njihovoj naplati kao i o naplati dividende na kupljene deonice.

2.7. Prodaja potraživanja i kupljenih deonica

Ako se iz ma kog razloga potraživanja prodaju (faktoring i forfeting poslovi) ili se prodaju kupljene deonice drugih preduzeća ili banaka, te poslove obavlja finansijska fun-

kcija. Pri prodaji potraživanja finansijska funkcija nastoji da diskontna stopa i premija za pokriće rizika budu što je moguće niže. Pri prodaji kupljenih deonica finansijska funkcija teži da se prodaja izvrši u momentu kada je tržišna vrednost tih deonica najviša.

2.8. Plaćanje obaveza

Finansijska funkcija se stara da se sve obaveze isplate o roku dospeća, da se iskoristi kasa-skonto koji nude dobavljači ako je to povoljnije za finansijski rezultat. Ako plan priliva i odliva gotovine pokazuje da će u planskom razdoblju preduzeće biti nelikvidno jer je gotovina prenetu u plansko razdoblje plus planirani priliv manja od planiranog odliva, a taj raskorak se ne može prevazići ubrzanjem mobilizacije uložених sredstava, finansijska funkcija nastoji da smanji odliv gotovine putem produženja rokova raspoloživosti pojedinih izvora finansiranja — reprogramiranjem dugoročnih kredita, i konverzijom kratkoročnih u dugoročne kredite. Ako neki izvor finansiranja postane preskup bilo zato što je ugovorena fiksna kamatna stopa a u međuvremenu kamatne stope padnu, bilo zato što je ugovorena varijabilna realno pozitivna kamatna stopa (kamatna stopa iznad stope inflacije) a u međuvremenu se inflacija poveća, bilo zato što preduzeće ima devizne obaveze a u međuvremenu dođe do osetnije depresijacije domaće valute zbog čega nastaju visoke negativne kursne razlike (inflatorni gubici), finansijska funkcija nastoji da takve obaveze plati pre roka dospeća kako bi se smanjili troškovi finansiranja.

2.9. Otkup dugova i prodatih deonica

Ako padne cena dugova preduzeća, tačnije, ako padne cena potraživanja kreditora preduzeća, finansijska funkcija pokušava da nađe finansijske mogućnosti da izvrši otkup

dugova. Ta nastojanja utoliko su neophodnija što je cena dugova niža. Primera radi, ako je cena duga pala za 40% u odnosu na nominalnu vrednosti, preduzeće će otkupom takvog duga čak i putem dodatnog zaduženja smanjiti zaduženje za 40% i praktično, otkupljujući dug sa 60% od nominalne vrednosti 40% duga otpisuje.

Ako preduzeće ima obaveze po osnovu prodatih obveznica odnos dugoročno vezanih sredstava i dugoročnih izvora finansiranja i raspoloživa gotovina dozvoljava da se dug po osnovu obveznica smanji, finansijska funkcija će otkupiti svoje obveznice na tržištu kapitala i time smanjiti troškove finansiranja. Isto tako, ako odnos dugoročno vezanih sredstava i dugoročnih izvora finansiranja i raspoloživa gotovina omogućuje da se deoničarski kapital smanji a da se pri tome vlasnička struktura kapitala održa na prihvatljivom nivou, finansijska funkcija će otkupiti deo svojih deonica na tržištu kapitala i time smanjiti opterećenje neto dobitka dividendom.

2.10. Prodaja i kupovina deviza

Kad preduzeće ostvaruje devizni priliv po osnovu prodaje u inostranstvu, finansijska funkcija vrši prodaju deviza na deviznom tržištu težeći da se prodaja izvrši kada je kurs valute koja se prodaje najviši. Obrnuto, kad preduzeće ima potrebe za devizama radi uvoza, finansijska funkcija će kupiti devize na deviznom tržištu nastojeći da se kupovina izvrši u trenutku kada valuta koja se kupuje ima najniži kurs.

2.11. Disponiranje novca

Finansijska funkcija vrši disponiranje novca po više osnova:

- plaćanjem obaveza,
- otkupom dugova i prodatih deonica,
- uplatom avansa dobavljačima,
- kupovinom deviza,
- prodajom deviza,
- podizanjem gotovine sa depozitnog raču-

na u blagajni,

- isplatom obaveza u gotovu iz blagajne,
- uplatom gotovine na depozitni račun iz blagajne,
- prenosom novca sa jednog na drugi depozitni račun,
- kupovinom deonica drugih preduzeća i obveznica,
- plasiranjem novca u dugoročne i kratkoročne plasmane,
- kupovinom kratkoročnih hartija od vrednosti ili oročavanjem novca, ili polaganje novca na depozit sa otkaznim rokom sa ciljem da se po osnovu privremenog „viška“ novca ostvari prinos (kamata).

Finansijska funkcija takođe vrši indosiranje hartija od vrednosti kao surogata novca (na primer, primljenih menica), čime se takođe plaćaju obaveze.

2.12. Praćenje kretanja kamatnih stopa, tržišne cene hartija od vrednosti i kursa valuta

Finansijska funkcija prati kretanje kamatnih stopa na tržištu novca i kapitala sa ciljem da pri novom zaduženju izbegne prihvatanje kamatnih stopa iznad kamatnih stopa koje vladaju na tržištu novca i kapitala i da u uslovima kada preduzeće ima dugove s varijabilnom kamatnom stopom, tj. sa kamatnom stopom koja se formira na tržištu novca i kapitala, nađe mogućnosti da te dugove otplati pre roka dospeća ako su kamatne stope na tržištu novca i kapitala previsoke.

Praćenje tržišne cene hartija od vrednosti nužno je samim tim što finansijska funkcija i kupuje i prodaje hartije od vrednosti na tržištu hartija od vrednosti pa s tim u vezi nastoji kada prodaje hartije od vrednosti da ih prodaje u momentu kada su tržišne cene najviše, a kada kupuje hartije od vrednosti da ih kupuje kada su tržišne cene najniže. Osim toga, tržišna cena deonica je izvanredan sintetički pokazatelj finansijskog stanja

firme koja je izdala deonice. Otuda finansijska funkcija treba da prati tržišne cene deonica koje je ona, odnosno preduzeće emitovalo, deonica postojećih i potencijalnih dužnika.

Praćenje kursa valuta (deviza) na deviznom tržištu od strane finansijske funkcije nužno je iz više razloga.

- Ako postoje devizne obaveze a kurs valute u kojoj je obaveza iskazana raste na deviznom tržištu, da bi se izbegli inflatorni gubici, finansijska funkcija nastoji da takve obaveze otplati i pre roka dospeća;
- Ako postoji devizno potraživanje a kurs valute u kojoj je potraživanje pada, finansijska funkcija će nastojati da to potraživanja naplati i pre roka dospeća za plaćanje;
- Ako preduzeće prodaje devize, finansijska funkcija će nastojati da prodaju izvrši kada je kurs najviši, a ako preduzeće kupuje devize, finansijska funkcija će nastojati da kupi devize kada je devizni kurs najniži.
- Najzad, finansijska funkcija će nastojati da se devizno zaduženje u valuti čiji kurs pokazuje tendenciju pada („mekša“ valuta), a kada plasira sredstva u devizama ili prodaje robu u izvozu, da plasman, odnosno prodaja bude u valuti čiji kurs pokazuje tendenciju rasta („tvrda“ valuta).

2.13. *Obračun ličnih dohodaka*

Finansijska funkcija, zavisno od podele poslova između nje i računovodstvene funkcije, može da vrši obračun ličnih dohodaka i sačinjavanje isplatnih lista na osnovu radnih lista, odnosno evidencije o učincima radnika i prisustvu radnika na radnom mestu, koje joj dostavljaju sva funkcionalna podružja preduzeća za radnike zaposlene u njima, i na osnovu platnih tarifa. Ako se obračun ličnih dohodaka vrši u finansijskoj funkciji, razumljivo, finansijska funkcija vodi i analitičku evidenciju o isplaćenim ličnim dohocima svakog radnika.

2.14. *Osiguranje imovine*

Finansijska funkcija vrši osiguranje realiteta (osnovnih sredstava i zaliha), gotovine, a u izvesnim slučajevima i potraživanja kod osiguravajućih društava (firmi), pri čemu nastoji:

- da se osigura od svih rizika koji se s velikom verovatnoćom mogu dogoditi,
- da troškovi osiguranja (provizija) budu što je moguće niži.

2.15. *Kontrola novčanih dokumenata i nadzor racionalnosti korišćenja sredstava*

Kontrolu formalne i materijalne ispravnosti svih dokumenata po kojima se vrši plaćanje, bilo da se radi o eksternim ili internim dokumentima vrši finansijska funkcija. Osim toga, finansijska funkcija vrši kontrolu stanja gotovine u blagajni i ispravnosti izvoda depozitnih računa.

Nadzor racionalnog korišćenja sredstava sastoji se u:

- nadzoru da se sva potraživanja i hartije od vrednosti naplaćuju u rokovima dospeća, a ako dolazi do inflatornih gubitaka na potraživanjima, finansijska funkcija nastoji da skрати rokove naplate takvih potraživanja,
- nadzoru da se sve zalihe drže u granicama optimuma, odnosno da se ne povećava broj dana vezivanja,
- nadzoru da se realni kapacitet koristi što potpunije,
- nadzoru da se prodaja ne vrši s dužim rokovima plaćanja nego što je dogovoreno između finansijske i prodajne funkcije,
- nadzoru da se kupovina ne vrši s kraćim rokovima plaćanja nego što je dogovoreno između finansijske i nabavne funkcije,
- nadzoru da ulaganja u osnovna sredstva ne budu iznad iznosa utvrđenog investicionim projektom i da se osposobljavanje novonabavljenih osnovnih sredstava za uključivanje u proces reprodukcije izvrši najkasnije u roko-

vima predviđenim investicionim projektom,
● nadzoru da računovodstvena funkcija ne primeni način bilansiranja koji bi bio u suprotnosti s načelom finansijske pažnje koje zahteva stvaranje latentnih rezervi, što smanjuje ekstra izvore finansiranja.²

2.16. Vođenje blagajne i portfelja hartija od vrednosti

Blagajna gotovine i surogata novca (hartije od vrednosti) vodi se u okvirima finansijske funkcije. S tim u vezi vodi se blagajnički dnevnik, evidencija portfelja raspoloživih hartija od vrednosti, kao i knjiga emitovanih deonica i obveznica u koju se upisuju podaci o izvršenoj emisiji, o izvršenoj prodaji i o izvršenom otkupu.

2.17. Vođenje operativne evidencije

Ako je stanje analitičke evidencije potraživanja i obaveza u računovodstvu takvo da se svakog dana u svakom momentu ne mogu dobiti podaci za svakog dužnika o iznosu potraživanja i roku dospeća naplate i za svakog poverioca o iznosu obaveza i roku dospeća obaveze za plaćanje, finansijska funkcija mora organizovati vođenje te evidencije u svojoj režiji, jer bez toga ona ne može poslovati. Razumljivo da bi tada došlo do dvostruke analitičke evidencije potraživanja i obaveza — jednom u finansijskoj funkciji i drugi put u računovodstvu, što izaziva dodatne, nepotrebne troškove. Stoga treba nastojati da se računovodstvo organizuje tako da se postigne dnevna ažurnost analitičke evidencije potraživanja i obaveza i da informacije o njima budu dostupne finansijskoj funkciji svakog dana i svakoga momenta. Osim toga, finansijska funkcija vodi evidenciju:

- o stanju depozitnih računa,
- o zaključenim a neiskorišćenim kreditima,

- o odobrenim a neizvršenim dugoročnim i kratkoročnim finansijskim plasmanima,
- o pripremljenim a nerealizovanim doznakama,
- o primljenim novčanim dokumentima,
- o polisama osiguranja.

2.18. Finansijsko planiranje

Finansijsko planiranje koje vrši finansijska funkcija obuhvata:

- planski bilans stanja i uspeha,
- plan tokova ukupnih sredstava,
- plan tokova obrtnog fonda,
- plan tokova gotovine,
- plan priliva i odliva gotovine,
- planiranje ulaganja po investicionom projektu, planiranje izvora finansiranja tih ulaganja i njihove cene, planiranje efekta ulaganja, ocenu rentabilnosti ulaganja i ocenu likvidnosti investicionog projekta.

2.19. Finansijska analiza

Finansijska analiza koju, u principu, vrši finansijska funkcija obuhvata:

- analizu finansijskog rezultata (struktura ukupnog prihoda, struktura rasporeda ukupnog prihoda, analiza strukture finansijskog rezultata, analiza rizika ostvarenja finansijskog rezultata, analiza donje tačke rentabilnosti, analiza rentabilnosti, analiza mogućnosti poboljšanja finansijskog rezultata i analiza uzroka gubitka);
- analizu finansijskog položaja, analiza kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže, analiza zaduženosti, analiza održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala, analiza reproductivne sposobnosti i analiza mogućnosti dovođenja finansijskog položaja na normalu);
- analizu novčanih tokova (analiza tokova ukupnih sredstava, analiza tokova obrtnog fonda i analiza tokova gotovine).³

2 Vidi o tome dr Jovan Rodić: *Teorija i analiza bilansa*, Ekonomika, Beograd, 1990, str. 29.

3 O svim ovim analizama vidi: Dr Jovan Rodić: Citirani opus, str. 319-478.

U okviru svih ovih analiza finansijska funkcija se oslanja na finansijska načela i pravila finansiranja. Finansijska funkcija opisane analize vrši za sopstveno preduzeće i za dužnike pri oceni njihove kreditne sposobnosti.

2.20. Sačinjavanje predloga sanacije

Kad preduzeće zapadne u finansijske teškoće, finansijska funkcija je dužna da sačini predlog sanacije koji će ponuditi poveriocima. Izradi predloga sanacije prethodi analiza bilansa uspeha i bilansa stanja (opisana u prethodnom odeljku) a uz to:

- utvrđivanje skrivenih i otvorenih gubitaka,
- ispitivanje mogućnosti sanacije prestrukturiranjem sredstava i izvora finansiranja,
- sačinjavanjem sanacionog bilansa stanja i
- prikazivanje izgleda bilansa uspeha posle sanacije, o čemu će detaljno biti reči u poslednjoj glavi ove knjige.

Ako neko od dužnika zapadne u finansijske teškoće i sačini predlog sanacije, finansijska funkcija je dužna da oceni realnost predložene sanacije i proceni da li će preduzeće

više izgubiti ako prihvati zahteve dužnika iz predloga sanacije ili će ako ih ne prihvati, pa dužnik zbog toga ide u likvidaciju, što znači da će se potraživanja naplatiti iz likvidacione mase.

2.21. Finansijsko informisanje

Finansijska funkcija informiše upravu preduzeća i njegove odgovarajuće funkcije s područja:

- svih oblika finansijskog planiranja,
 - svih oblika finansijske analize,
 - predloga sanacije,
 - naplate potraživanja i isplate obaveza,
 - kontrole novčanih dokumenata,
 - nadzora korišćenja sredstava i izvora finansiranja,
 - kamatnih stopa na tržištu novca i kapitala,
 - tržišne vrednosti hartija od vrednosti,
 - deviznih kurseva,
- sa ciljem da odluke i ponašanje uprave preduzeća i funkcionalnih područja preduzeća budu u skladu sa ciljevima finansijske politike.⁴

4 U našoj i svetskoj literaturi uloga i poslovi (zadaci) finansijske funkcije su opisani, po pravilu, u sažetijem obliku od izloženih. Navodimo nekoliko takvih primera: P. Jurković svodi zadatke finansijske funkcije na planiranje potrebnih finansijskih sredstava, pribavljanje potrebnih finansijskih sredstava, racionalno korišćenje sredstava, permanentno usklađivanje priliva novčanih sredstava s rokovima dospeća finansijskih obaveza, razrešavanje ekonomsko-finansijskih odnosa među delovima udruženog rada, raspodela ostvarenog rezultata, analiza i kontrola upotrebe sredstava. (Dr P. Jurković: *Poslovne financije*, Narodne novine, Zagreb, 1980, str. 7).

Za J. Kralja finansijska funkcija je osnovna poslovna funkcija koja je nužna u robno-novčanim odnosima savremenog gospodarenja. Suština finansijske funkcije je finansiranje i finansijski odnosi, pri čemu se finansiranje odnosi na pribavljanje, ulaganje, pretvaranje (iz novčanog u materijalni oblik i ponovo u novčani oblik) i vraćanje novčanih sredstava, kao i usklađivanje finansijskih odnosa sa izvorima tih sredstava. (Dr J. Kralj: *Faktori koji utiču na organizacionu strukturu finansijske funkcije*, Zbornik radova Simpozijuma URFRH, Opatija, 1972., str. 62.)

J. J. Seibl zadatak finansijskog upravljanja vidi u pribavljanju, disponiranju, kontrolisanju, stvaranju i reinvestiranju sredstava. (J. J. Seibl: *Finanz management*, verlag Modern industrie, München, 1970, str. 15.)

R. Tepšić navodi sledeće zadatke finansijske funkcije: pribavljanje novčanih sredstava, korišćenje novčanih sredstava, usklađivanje dinamike priliva novčanih sredstava s rokovima plaćanja obaveza prema izvorima, regulisanje novčanih tokova i praćenje finansijskih odnosa u radnoj organizaciji i kontrola upotrebe novčanih sredstava u kružnom toku. (Dr R. Tepšić: *Poslovne financije*, „Informator“, Zagreb, 1974., str. 5.)

Prema I. Turku, sadržaj finansijske funkcije jeste pribavljanje, preobražavanje i vraćanje sredstava izvorima, kao i preobražaj izvora sredstava. (Dr I. Turk: *Računovodstvena rešenja u OOUR*, „Informator“, Zagreb, 1973., str. 44.)

I. Marković deli zadatke finansijske funkcije na primarne (pribavljanje novčanih sredstava, upotreba novčanih sredstava, usklađivanje rokova imobilizacije sredstava i rokova raspoloživosti izvora) i sekundarne (disponiranje novca, kontrola novčanih dokumenata, nadzor racionalnosti upotrebe sredstava, vođenje operativne evidencije, finansijsko planiranje, finansijska analiza i finansijsko informisanje). (Dr J. Rodić i dr I. Marković: *Poslovne finansije sa programom finansijske konsolidacije*, „Savremena administracija“, Beograd, 1986., str. 3 do 14.)

3. ODNOS FINANSIJSKE FUNKCIJE I DRUGIH FUNKCIJA

3.1. Odnos finansijske i nabavne funkcije

Finansijska i nabavna funkcija treba zajednički:

- da utvrde uslove nabavke u pogledu rokova plaćanja i načina plaćanja i
- optimiraju zalihe sirovina, materijala, rezervnih delova i sitnog inventara, odnosno da utvrde broj dana vezivanja ovih zaliha.

Pri utvrđivanju uslova nabavke i u pogledu roka plaćanja i načina plaćanja polazi se od stanja na tržištu pojedinih roba i usluga težeći da rokovi plaćanja budu što duži, da u principu budu duži od rokova naplate potraživanja od kupaca. Pri utvrđivanju načina plaćanja teži da se izbegne plaćanje putem avansa, akreditiva, izdavanjem menica i izdavanjem akceptnog naloga. Naravno, sve robe i usluge ne mogu se nabavljati pod istim uslovima u pogledu roka plaćanja i u pogledu načina plaćanja. Stoga se mora svaka vrsta roba i usluga posebno razmatrati u pogledu uslova nabavke, rokova plaćanja i načina plaćanja sa ciljem da bude što manje nabavki s kratkim rokovima plaćanja i nepovoljnim načinom plaćanja. Ako se zbog promene uslova na tržištu mora odstupiti od dogovorenih uslova nabavke u pogledu roka plaćanja i načina plaćanja, nabavna funkcija mora saopštiti te promene uslove finansijskoj funkciji radi dobijanja njene saglasnosti i njenog prilagođavanja novonastaloj situaciji.

Zalihe sirovina, materijala, rezervnih delova i sitnog inventara finansijska funkcija i nabavna funkcija uključujući i proizvodnu funkciju optimiraju određujući maksimum i minimum onih pojedinačnih zaliha čije je vrednosno učešće u ukupnim zalihama sirovina, materijala, rezervnih delova i sitnog inventara dominantno, odnosno, utvrdiće se

prosečan broj dana vezivanja ovih zaliha sa ciljem da se drže u granicama između maksimuma i minimuma (što predstavlja optimum zaliha), odnosno da se broj dana vezivanja zaliha ne povećava iznad utvorenog (dogovorenog). Nabavna funkcija mora se starati da dinamika nabavki bude takva da se zalihe drže na nivou optimuma, odnosno da se ne prekorači dogovoreni prosečan broj dana vezivanja. Ako se to zbog promene situacije na tržištu ili iz drugih razloga ne može održati kod pojedinih vrsta sirovina, materijala, rezervnih delova i sitnog inventara, nabavna funkcija mora o tome obavestiti finansijsku funkciju radi postizanja novog dogovora o nivou tih zaliha i radi preduzimanja blagovremenih mera od strane finansijske funkcije za njihovo finansiranje.

Najzad, kad se sačinjava planski bilans uspeha, dolazi takođe do saradnje s nabavnom funkcijom u smislu njenog izjašnjavanja o mogućnosti ostvarivanja predloženog obima proizvodnje, odnosno poslovanja sa stanovišta nabavnog tržišta.

3.2. Odnos finansijske i proizvodne funkcije

Proizvodna funkcija mora s obzirom na stanje pogonske spremnosti da utvrdi realni kapacitet (industrijska preduzeća i njima slična), odnosno s obzirom na raspoložive jedinice kapaciteta (broj hektara i broj grla) i sva prirodna i biološka ograničenja da utvrdi maksimalno mogući obim proizvodnje (poljoprivredna preduzeća). Polazeći od realnog kapaciteta, odnosno maksimalno mogućeg obima proizvodnje uzimajući u obzir ograničenja s područja nabavnog tržišta (nabavna funkcija), prodajnog tržišta (prodajna funkcija) i finansijskog tržišta (finansijska funkcija) ut-

vrđuje se stepen iskorišćenja realnog kapaciteta, odnosno obim proizvodnje na osnovu kog se sačinjava planski bilans uspeha.

Polazeći od planskog obima proizvodnje, planiranih troškova proizvodnje, primene sistema obračuna troškova i trajanja tehnološkog, odnosno proizvodnog procesa, finansijska i proizvodna funkcija utvrđuju visinu zaliha nezavršene proizvodnje i poluproizvoda, odnosno utvrđuju broj dana vezivanja zaliha nezavršene proizvodnje i poluproizvoda nastojeći da broj dana vezivanja bude što manji, odnosno da zalihe nezavršene proizvodnje i poluproizvoda bude što niže. To se postiže uklanjanjem uskih grla u procesu proizvodnje, sinhronizacijom pojedinih faza procesa proizvodnje i usklađivanjem kapaciteta za proizvodnju poluproizvoda i kapaciteta za proizvodnju finalnog proizvoda.

3.3. Odnos finansijske i prodajne funkcije

Odnos finansijske i prodajne funkcije ostvaruje se na području:

- utvrđivanja uslova prodaje u smislu roka naplate i načina naplate,
- ocene kreditnog boniteta kupaca,
- naplate potraživanja od kupaca i
- određivanja nivoa zaliha gotovih proizvoda, odnosno utvrđivanja broja dana vezivanja gotovih proizvoda.

Polazeći od položaja gotovog proizvoda, odnosno usluge na tržištu, prodajna funkcija i finansijska funkcija zajednički treba da utvrde rokove naplate po kojima će se prodavati pojedini gotovi proizvodi i usluge težeći da ti rokovi budu što kraći, odnosno da u proseku budu kraći ili barem jednaki rokovima plaćanja obaveza prema dobavljačima. Ocenu kreditnog boniteta kupaca treba da vrši i prati finansijska funkcija i kad god je kreditni bonitet sumnjiv da insistira kod prodajne funkcije da se takvim kupcima ne prodaje, odnosno da se vrši prodaja uz siguran način plaćanja kao što je plaćanje putem avan-

sa, odnosno u gotovu, plaćanje putem dokumentovanog, neopozivog, potvrđenog akreditiva, plaćanje putem akceptirane, odnosno avalirane menice.

Naplata potraživanja od kupaca treba zajednički da vrše prodajna i finansijska funkcija. To omogućuje da prodajna funkcija kontaktira sa kupcima ne samo u momentu prodaje već i u momentu naplate. Jer lako je prodavati bez vođenja računa o naplati; da preispita dalju prodaju kupcima od kojih je otežana naplata, naravno, uz ponovo preispitivanje kreditnog boniteta toga kupca.

Uzimajući u obzir obim proizvodnje, stanje na prodajnom tržištu, primenu sistema obračuna troškova, finansijska i prodajna funkcija treba zajednički da utvrde obim zaliha gotovih proizvoda, odnosno da utvrde broj dana vezivanja zaliha gotovih proizvoda sa ciljem da obim zaliha gotovih proizvoda bude što niži, odnosno da broj dana vezivanja tih zaliha bude što manji. Ako se iz tržišnih razloga ne može održati utvrđeni nivo zaliha gotovih proizvoda, odnosno utvrđeni broj dana vezivanja, prodajna funkcija izveštava o tome finansijsku funkciju da bi ona obezbedila dodatne izvore finansiranja za povećane zalihe gotovih proizvoda. Ako to nije moguće ili sa stanovišta finansijskog rizika ostvarenja finansijskog rezultata dodatno zaduženje nije prihvatljivo, finansijska funkcija će pred upravom preduzeća pokrenuti pitanje smanjenja obima proizvodnje.

3.4. Odnos finansijske i računovodstvene funkcije

Računovodstvena funkcija je, u suštini, informaciona i kontrolna funkcija, dok je finansijska funkcija jedna od poslovnih funkcija u čijem domenu su finansije preduzeća. Uz to i računovodstvena i finansijska funkcija rade sa istim novčanim dokumentima. U rukama računovodstva je bilansiranje i politika bilansa, pa otuda veoma intenzivna i čvrsta povezanost između ove dve funkcije.

Da bi bio skladan, efikasan i racionalan odnos između finansijske i računovodstvene funkcije, po našem mišljenju, nužno je:

- precizno razgraničiti poslove između finansijske i računovodstvene funkcije i
- obezbediti saradnju između finansijske i računovodstvene funkcije u bilansiranju i vođenju politike bilansa.

3.4.1. Razgraničenje poslova između finansijske i računovodstvene funkcije

Razgraničenje poslova između finansijske i računovodstvene funkcije odnosi se na:

- podelu poslova u vezi sa izradom računovodstvenih dokumenata,
- podelu poslova kontrole novčanih dokumenata,
- podelu poslova vođenja analitičke evidencije,
- podelu poslova finansijskog planiranja,
- podelu poslova finansijske analize i
- podelu poslova informisanja.

Podela poslova u vezi sa izradom novčanih dokumenata. Po našem mišljenju, finansijska funkcija treba da preuzme na sebe:

- izdavanje naloga za uplatu i isplatu iz blagajne,
- izdavanje svih naloga za isplatu sa depozitnog računa,
- izdavanje svih oblika i vrsta hartija od vrednosti uključujući i otvaranje akreditiva i davanje garancija,
- obračun kamata na sva potraživanja,
- izdavanje naloga za kupovinu i prodaju deviza,
- izdavanje naloga za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti,
- obračun putnih naloga,
- izdavanje naloga za isplatu dividende, naknada za ulog trećih lica i kamate po obveznicama,
- obračun ličnih dohodaka i sačinjavanje isplatne liste.

U nekim situacijama, na primer, kad je organizovano pogonsko knjigovodstvo,

obračun ličnih dohodaka i sačinjavanje isplatne liste mogao bi biti i u pogonskom knjigovodstvu. To je racionalno naročito kad su lični dohoci vezani za učinak koji se evidentira u radnim listama i vezuje za radne naloge.

Podela poslova kontrole novčanih dokumenata. Finansijska funkcija vrši formalnu i materijalnu kontrolu sledećih novčanih dokumenata:

- ulaznih faktura,
- putnih računa,
- obračun kamata od strane poverilaca,
- izlaznih faktura,
- hartija od vrednosti,
- isplatnih lista,
- kursnih razlika i
- svih drugih dokumenata po kojima se vrši isplata bilo iz blagajne ili sa depozitnog računa.

Računovodstvena funkcija vrši formalnu i materijalnu kontrolu svih novčanih dokumenata koje je izdala finansijska funkcija, kao i drugih računovodstvenih dokumenata koje nije izdala i nije kontrolisala finansijska funkcija.

Podela poslova vođenja operativne evidencije. Neosporno je da finansijska funkcija mora da vodi:

- dnevnik blagajne,
- knjigu emitovanih deonica,
- knjigu izdatih obveznica,
- knjigu ulaznih faktura,
- knjigu izlaznih faktura,
- evidenciju portfelja svih hartija od vrednosti,
- evidenciju primljenih a nerealizovanih instrumenata plaćanja od dužnika,
- evidenciju izdatih a neiskorišćenih instrumenata plaćanja poveriocima,
- evidenciju zaključenih a neiskorišćenih kredita,
- evidenciju odobrenih a nedoznačenih finansijskih dugoročnih i kratkoročnih plasmana,
- evidenciju administrativnih i sudskih zabrana na lične dohotke pojedinih radnika ako finansijska funkcija sačinjava isplatnu listu i
- analitičku evidenciju isplaćenih ličnih do-

hodaka svakom radniku ponaosob, ako finansijska funkcija sačinjava isplatnu listu.

Sporno je vođenje analitičke evidencije o svim obavezama i potraživanjima. Tu analitičku evidenciju vodi računovodstvo, ali ako ta analitička evidencija nema dnevnu ažurnost i ako iz nje svakog dana i u svakom trenutku finansijska funkcija ne može dobiti podatke za svakog dužnika o visini potraživanja i roku dospeća naplate i za svakog poverioca o visini obaveze i roku dospeća plaćanja, finansijska funkcija je prinuđena da organizuje vođenje vanknjigovodstvene analitičke evidencije o potraživanjima i obavezama, što bi bilo neracionalno i izazivalo dodatne troškove vođenja ove evidencije. Taj problem, po našem mišljenju, može se uspešno rešiti uz pomoć takvog računara koji monitor i tastaturu za ubacivanje podataka ima kod svakog kontiste glavne knjige, kod svakog analitičkog knjigovođe i odgovarajući broj monitora u finansijskoj funkciji. Podatke za knjiženje unosi u računar prvo sam knjigovođa analitičkog knjigovodstva uz obavezom da svakog dana sva primljena dokumenta toga dana moraju biti proknjižena, a potom podatke u glavnu knjigu unosi kontista glavne knjige. Na taj način postiže se dnevna ažurnost analitičkih knjigovodstava, a finansijska funkcija može na monitoru u svakom momentu dobiti podatke o potraživanjima i njihovom roku dospeća za naplatu za svakog dužnika i o obavezama i njihovom roku dospeća za plaćanje za svakog poverioca. Osim toga, finansijska funkcija može dobiti na monitoru podatke za svaku vrstu sirovina, materijala, rezervnih delova, sitnog inventara iz materijalnog knjigovodstva, za svaku vrstu gotovih proizvoda iz robnog knjigovodstva i podatke o stanju bilo kog računa iz glavne knjige, što je veoma važno za sprovođenje nadzora finansijske funkcije nad stanjem i korišćenjem sredstava i izvora finansiranja.

Podela poslova finansijskog planiranja.
Ranije smo videli, finansijsko planiranje

obuhvata: planski bilans uspeha, planski bilans stanja, plan tokova ukupnih sredstava, plan tokova obrtnog fonda, plan tokova gotovine, planiranje priliva i odliva gotovine, planiranje dugoročnih ulaganja, planiranje izvora finansiranja dugoročnih ulaganja, planiranje efekta dugoročnih ulaganja, ocenu rentabilnosti investicionog projekta i ocenu likvidnosti investicionog projekta. Međutim, računovodstvena funkcija takođe obuhvata računovodstveno planiranje u okviru koga se, u principu, mogu raditi svi prethodno navedeni planovi osim plana priliva i odliva gotovine, koji se isključivo mora raditi u okviru finansijske funkcije. Zbog toga je neophodno tačno utvrditi koje će od navedenih planova, izuzev plana priliva i odliva gotovine, raditi finansijska, odnosno računovodstvena funkcija. Ako bilo koji od navedenih planova radi računovodstvena funkcija, u razradu metodologije planiranja neophodno se mora uključiti finansijska funkcija da bi iz tih planova ona dobila što potpunije potrebne informacije.

Podela poslova finansijske analize. Već smo ranije rekli da finansijska analiza obuhvata analizu finansijskog rezultata (bilansa uspeha), analizu finansijskog položaja (bilansa stanja), analizu tokova ukupnih sredstava, analizu tokova obrtnog fonda i analizu tokova gotovine. U okviru računovodstvene funkcije takođe se radi računovodstvena analiza, koja, u principu, može obuhvatiti i pomenute finansijske analize. Otuda je neophodno odrediti gde se pomenute finansijske analize vrše — u finansijskoj ili računovodstvenoj funkciji — i ako ih vrši računovodstvena funkcija da li ona to samo radi za potrebu ocene finansijskog rezultata i finansijskog položaja svog preduzeća ili i tu analizu obavlja i kod dužnika radi ocene njihovog kreditnog boniteta. Ako analize vrši računovodstvena funkcija, naravno, neophodno je da finansijska i računovodstvena funkcija zajednički razrade metodologiju analize kako bi analiza što

potpunije zadovoljila potrebe i želje finansijske funkcije.

Podela poslova informisanja. U domen informisanja uprave preduzeća i odgovarajućih njegovih funkcionalnih područja od strane finansijske funkcije, nesporno, spadaju informacije s područja:

- naplate potraživanja i isplate obaveza,
- plana priliva i odliva gotovine,
- predloga sanacije,
- kontrole novčanih dokumenata,
- nadzora korišćenja sredstava i izvora finansiranja i
- stanja na tržištu novca, tržištu kapitala i deviznom tržištu,

a informacije koje proističu iz finansijskog planiranja (izuzev planiranja priliva i odliva gotovine) i finansijske analize daje alternativno finansijska, odnosno računovodstvena funkcija — zapravo funkcija koja vrši finansijsko planiranje i finansijsku analizu.

3.4.2. Saradnja finansijske i računovodstvene funkcije u oblasti bilansiranja i vođenja politike bilansa

Finansijska funkcija je naročito zainteresovana da se bilansiranjem u granicama teorije bilansa, bilansnih načela, pravila procenjivanja i propisa o bilansiranju stvori što više skrivenih oblika finansiranja. S tim u vezi u fokusu interesa finansijske funkcije je primena sledećih bilansnih načela:

Načelo impariteta — iskazivanje gubitaka i kada oni nisu tržišno verifikovani, to jest: kad je kod neke vrste zaliha tržišna cena niža od nabavne cene ili cene koštanja, bilansiranje te zalihe vrši se po tržišnoj ceni; kad je neka vrsta zaliha oštećena ili neupotrebljiva, bilansiranje te zalihe vrši se po likvidacionoj ceni; kada postoji verovatnoća da neka po-

traživanja neće biti naplaćena, vrši se indirektno otpisivanje takvog potraživanja; kao i iskazivanje obaveza po najvišoj vrednosti, tj. ako postoji verovatnoća da će nastati neka obaveza bilansiranjem te obaveze.

Načelo najniže vrednosti — zahteva da se pozicije aktive procenjuju po najnižoj vrednosti, što znači: da amortizacioni period bude kraći od veka trajanja osnovnih sredstava, da se primenjuje dogovorena metoda obračuna amortizacije, da se zalihe sirovina i materijala bilansiraju po najnižoj nabavnoj ceni (u uslovima rasta cena primena LIFO metoda, u uslovima pada cena primena FIFO metoda, u uslovima kad cene čas padaju čas rastu primena HIFO metoda), da se otpis sitnog inventara vrši metodom 100% ili barem 50% otpisa, da se zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda bilansiraju po ceni koštanja utvrđenoj na bazi varijabilnih troškova ili eventualno na bazi proizvodnih troškova.

Načelo najviše vrednosti — zahteva da se obaveze bilansiraju po najvišoj vrednosti, da se dugoročna rezervisanja vrše u što većem iznosu i da se što duže ne ukidaju njihovim prihodavanjem.

Načelo finansijske pažnje — zahteva da bilans sadrži što više latentnih rezervi.⁵

Naravno, pomenuta bilansna načela mogu se primenjivati s manjom ili većom doslednošću, što zavisi od propisa o bilansiranju i od vrste delatnosti preduzeća. Otuda je nužno da finansijska i računovodstvena funkcija zajednički preciziraju primenu pomenutih bilansnih načela težeći da se stvori što više skrivenih oblika finansiranja.

U oblasti politike bilansa za finansijsku funkciju je od kapitalnog interesa da se primenjuju sve one mere politike bilansa koje poboljšavaju finansijski položaj i da se bilans

5 Šire o bilansnim načelima vidi: Dr Jovan Rodić, citirani opus, str. 25-32.

za objavljivanje oblikuje tako da javnost (naročito poverioci i deoničari) formira što povoljnije mišljenje o preduzeću.⁶ Toga radi finansijska i računovodstvena funkcija treba da postignu sporazum o primeni mera koje poboljšavaju finansijski položaj i o oblikovanju bilansa za objavljivanje.

4. ODNOS FINANSIJSKE FUNKCIJE I UPRAVE PREDUZEĆA

Pored pružanja blagovremenih i tačnih finansijskih informacija od strane finansijske funkcije upravi preduzeća, uprava preduzeća i finansijska funkcija moraju sarađivati i postići potpunu saglasnost:

- o emisiji nove serije deonica i otkupu ranije prodatih deonica,
- o emisiji nove serije obveznica i otkupu obveznica pre roka dospeća za plaćanje,
- o emisiji kratkoročnih hartija od vrednosti,
- o kupovini kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti,
- o prodaji kupljenih deonica,
- o zaključenju ugovora o trajnim oročenim ulozima trećih lica,
- o zaključenju ugovora o uzimanju finansijskih i robnih dugoročnih i kratkoročnih kredita,
- o dugoročnim i kratkoročnim finansijskim i robnim plasmanima,
- o prodaji potraživanja, o otkupu dugova,
- o prodaji i kupovini deonica,
- o zaključenju lizing aranžmana,
- o pribavljanju osnovnih sredstava,
- o predlogu sanacije i o raspodeli neto dobitka.

Tom saradnjom obezbeđuje se da finansijske odluke budu ispravne i da se izbegne svako neprijatno iznenađenje bilo finansijske funkcije bilo uprave preduzeća, što je realno moguće ako između njih nema saradnje. Koliko je značajna saradnja uprave preduzeća i finansijske funkcije, pokazuje ovaj primer iz Zapadne Nemačke. Vlasnik štamparije kupio je bez konsultacije sa radnikom odgovornim za finansijske poslove opremu za četvorbojnu štampu. Nakon kupovine opreme preduzeće je bilo u finansijskoj teškoći i moglo je da se vrati „u kurs“ samo preko moratorijuma sa najvećim poveriocima. Kada je pomenutog vlasnika upitao savetnik za sanaciju toga preduzeća zašto je tako postupio, ovaj je odgovorio: „Oko 50% investicione sume po finansijskom planu je ostalo nerealizovano kao rezerva. Iz iskustva sam znao da svaki finansijer poseduje tajne rezerve“. (Ovaj put se prevario jer tajnih rezervi nije bilo — primedba J. R.). Da li je to bilo finansijsko upravljanje preduzećem? Bilo je to upravljanje za čuđenje.“⁷

5. ORGANIZACIJA FINANSIJSKE FUNKCIJE

5.1. Determinante organizacije finansijske funkcije

Osnovne determinante organizacije finansijske funkcije su:

- veličina, organizaciona struktura preduzeća i lokacija delova preduzeća,
- tehnička opremljenost računovodstvene i finansijske funkcije,
- raspoloživost stručnim kadrovima,
- troškovi finansijske funkcije,

⁶ O politici bilansa vidi: Dr Jovan Rodić, citirani opus, str. 64-98.

⁷ Seibel J. Johanes, Sterner Seigfried: *Unternehmensfinanzierung in schwirige Zeit*, Frankfurt Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 1983, str. 17.

- sprečavanje da računovodstvena funkcija izgubi kontrolu nad finansijskom funkcijom.

Veličina, organizaciona struktura preduzeća i lokacija delova preduzeća. Veličina preduzeća uslovljava stepen razvijenosti organizacije finansijske funkcije. Naime, velika preduzeća zahtevaju razvijeni oblik organizacije finansijske funkcije (kadrovski i prostorno odvajanje od računovodstvene funkcije), dok srednja preduzeća, a naročito mala, zahtevaju manji razvojni oblik organizacije finansijske funkcije, često se radi o embrionu organizacije finansijske funkcije u sklopu računovodstva i uprave preduzeća. Ako je organizaciona struktura preduzeća razučena, što je karakteristika nekih velikih preduzeća, organizacija finansijske funkcije mora se postaviti tako da odgovara organizacionoj strukturi preduzeća. Ako su neki delovi preduzeća dislocirani izvan mesta sedišta uprave preduzeća, tada se i finansijska funkcija mora organizovati na principu kombinovane organizacije, tj., određeni poslovi finansijske funkcije će se izvršavati u sedištu uprave preduzeća a određeni poslovi finansijske funkcije će se izvršavati u dislociranih delovima preduzeća, pri čemu, dakako, mora da bude potpuna koordinacija između tih delova finansijske funkcije.

Tehnička opremljenost računovodstvene i finansijske funkcije. Ako je tehnička opremljenost takva da računovodstvena funkcija može obezbediti svakog dana i svakog momenta podatke o visini potraživanja i roku dospeća naplate za svakog dužnika, o visini obaveze i roku dospeća obaveze za svakog poverioca (o čemu je bilo reči u odeljku o odnosu finansijske i računovodstvene funkcije), razume se da nema potreba da se finansijska funkcija organizacije tako da vodi i analitičku evidenciju potraživanja i obaveza. Suprotno, ako tehnička opremljenost to onemogućuje ili obrada podataka na računaru nije uhodana, ili je knjigovodstvo

neažurno, finansijska funkcija se mora organizovati tako da, između ostalog, vodi i analitičku evidenciju o potraživanjima i obavezama, mada se ona vodi i u knjigovodstvu, što, dakako, povećava troškove.

Raspoloživost stručnim kadrova. Ako preduzeće nema dovoljno stručnih radnika za finansijske i računovodstvene poslove ili obim poslova u finansijskoj, odnosno računovodstvenoj funkciji za radnika određenog stepena kvalifikacije i smera obrazovanja onemogućuje potpuno iskorišćenje i na radnom mestu u finansijskoj i na radnom mestu u računovodstvenoj funkciji, može se istom radniku poveriti da vrši određene poslove iz domena finansijske i računovodstvene funkcije ali uz uslov da se ne ugrožava kontrolna uloga računovodstvene funkcije nad finansijskom funkcijom.

Troškovi finansijske funkcije. Troškovi finansijske funkcije moraju se minimizirati, a to će se postići preciznim razgraničenjem poslova između finansijske i računovodstvene funkcije, ne dozvoljavanjem da se isti posao obavlja u obe funkcije, korišćenjem istog radnika da radi određene poslove i finansijske i računovodstvene funkcije ali bez ugrožavanja kontrolne uloge računovodstvene funkcije nad finansijskom funkcijom.

Sprečavanje da računovodstvena funkcija izgubi kontrolu nad finansijskom funkcijom. Opasnost gubitka kontrolne uloge računovodstvene funkcije nad finansijskom funkcijom postoji kada ove dve funkcije nisu potpuno organizaciono i kadrovski odvojene, što se često događa u malim i srednjim preduzećima. Da bi se to sprečilo, u takvim okolnostima nužno je:

- da rukovalac blagajne i portfelja hartija od vrednosti ne može davati naloge za knjiženje (ne može biti kontista) niti ih može knjižiti;
- da lice koje formira (izrađuje) novčani dokument ne vrši kontrolu tog dokumenta i

- da lice koje je odgovorno za urednost i ispravnost knjigovodstva i bilansiranja (glavni knjigovođa odnosno bilansista) ne može potpisivati novčana dokumenta.

Doslednim poštovanjem ovih zahteva očuvaće se kontrolna uloga računovodstvene funkcije nad finansijskom funkcijom i time sprečiti zloupotrebe.

5.2. *Organizacioni oblik finansijske funkcije*

Nije moguće postaviti organizaciju finansijske funkcije koja bi bila primerena svakom preduzeću iz prostog razloga — što preduzeća nisu identična, svako ima svojih specifičnosti koje se reflektuju i na organizaciju finansijske funkcije. Primera radi, ako se jedno preduzeće finansira isključivo iz sopstvenog kapitala i spontaniz izvora finansiranja, imaće sasvim drukčiju organizaciju finansijske funkcije od preduzeća koje se finansira ne samo iz sopstvenog kapitala i spontaniz izvora finansiranja već i iz trajnih i oročenih uloga trećih lica, dugoročno pozajmljenog kapitala i iz kratkoročnih kredita. Ali i dva preduzeća koja koriste sve prethodno pomenute izvore finansiranja ne moraju imati istu organizaciju finansijske funkcije. Ako jedno ima relativno mnogo kreditora (kreditnih partija) a drugo samo nekoliko (tri, četiri, na primer) kreditora (kreditne partije), imaće, naravno, različitu organizaciju finansijske funkcije. Isto tako, biće različita organizacija finansijske funkcije u preduzeću koje se bavi izvozom i uvozom od organizacije finansijske funkcije preduzeća koje posluje samo na domaćem tržištu. Najzad, organizacija finansijske funkcije biće drukčija u holding preduzećima nego u preduzećima u okviru holding sistema. No budući da organizacija finansijske funkcije bitno zavisi od veličine preduzeća, pokušaćemo da damo uopštenu skicu organizacija finansijske funkcije za mala, srednja i velika preduzeća bez pretenzije da se ona može primeniti na konkretno preduzeće.

5.2.1. *Organizacija finansijske funkcije malih preduzeća*

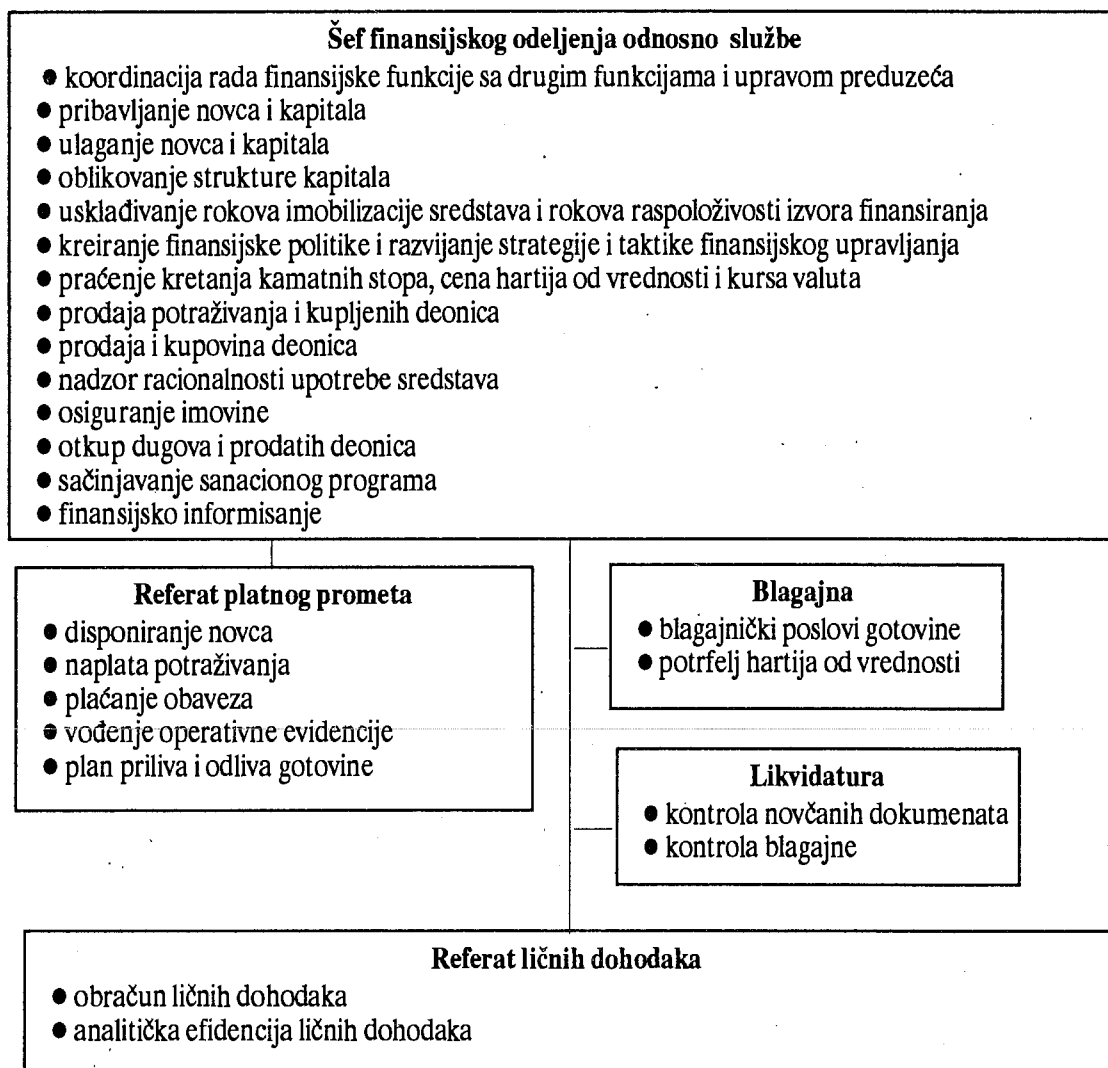
Ako se radi o malom inokosnom preduzeću, po pravilu, poslove finansijske funkcije obavlja vlasnik preduzeća. No i u ovom slučaju blagajnički poslovi bi trebalo da budu odvojeni od vlasnika preduzeća iz prostog razloga — da vlasnik preduzeća ne bi mešao gotovinu preduzeća i gotovinu porodičnog budžeta, što bi stvaralo probleme u knjigovodstvu, odnosno bilansiranju. Naravno, vlasnik preduzeća može da podiže gotovinu od preduzeća samo po osnovu svog ličnog dohotka, što predstavlja trošak preduzeća. Vlasnik preduzeća takođe može da iz porodičnog budžeta ulaže gotovinu u preduzeće, ali to ulaganje ne može se smatrati povraćaj (smanjenje) ranije isplaćenog ličnog dohotka, a time i smanjenje troškova preduzeća, već se smatra ili povećanjem inokosnog kapitala uloženog u preduzeće, ili pozajmljivanjem gotovine preduzeću za duži ili kraći rok, što se u oba slučaja evidentira na odgovarajućim računima pasive. Osim toga, kontrolu blagajne i novčanih dokumenata koje je izdao vlasnik preduzeća obavlja računovodstvo. Poslove finansijske funkcije iz oblasti plaćanja obaveza, kontrole eksternih novčanih dokumenata, obračuna kamata na potraživanja, finansijskog planiranja i finansijske analize takođe obavlja računovodstvo.

U malim preduzećima druge vrste finansijska funkcija se organizuje najčešće tako da finansijske poslove s trećim licima obavlja uprava preduzeća (direktor) a sve ostale poslove finansijske funkcije obavlja računovodstvo, pri čemu se mora strogo voditi računa da lice koje vodi blagajnu i izrađuje novčana dokumenta ne može da bude ni kontrolor (likvidator), ni knjigovođa. Time će se ne samo sačuvati kontrolna uloga računovodstva već i sprečiti zloupotreba.

5.2.2. Organizacija finansijske funkcije srednjih preduzeća

U srednjim preduzećima finansijski poslovi su, po pravilu, po obimu veći a po vrsti raznovrsniji nego u malom preduzeću, što omogućuje da se finansijska funkcija organizuje u zasebnu organizacionu jedinicu (odeljenje ili služba za finansijske poslove, na primer). No pojedini finansijski poslovi ipak nisu takvog intenziteta da bi obezbeđi-

vali punu zaposlenost jednog lica. Otuda se u ovakvim situacijama jednom licu u finansijskom odeljenju, odnosno finansijskoj službi dodeljuje više vrsta finansijskih poslova, što znači da takvo lice ne može da bude specijalizovano, ili se pojedini finansijski poslovi, kao što je finansijska analiza i finansijsko planiranje, prenose na računovodstvo. Organizaciona struktura finansijske funkcije u obliku finansijskog odeljenja, odnosno finansijske službe najčešće izgleda ovako:



Izložena organizacija finansijske funkcije, kao što se vidi iz navedene šeme ne obuhvata finansijsko planiranje osim plana priliva i odliva gotovine i ne obuhvata finansijsku analizu. Ovo zato što se ti poslovi u srednjim preduzećima, po pravilu, obavljaju u računovodstvu. Broj izvršilaca i referata platnog prometa, referata ličnih dohotaka,

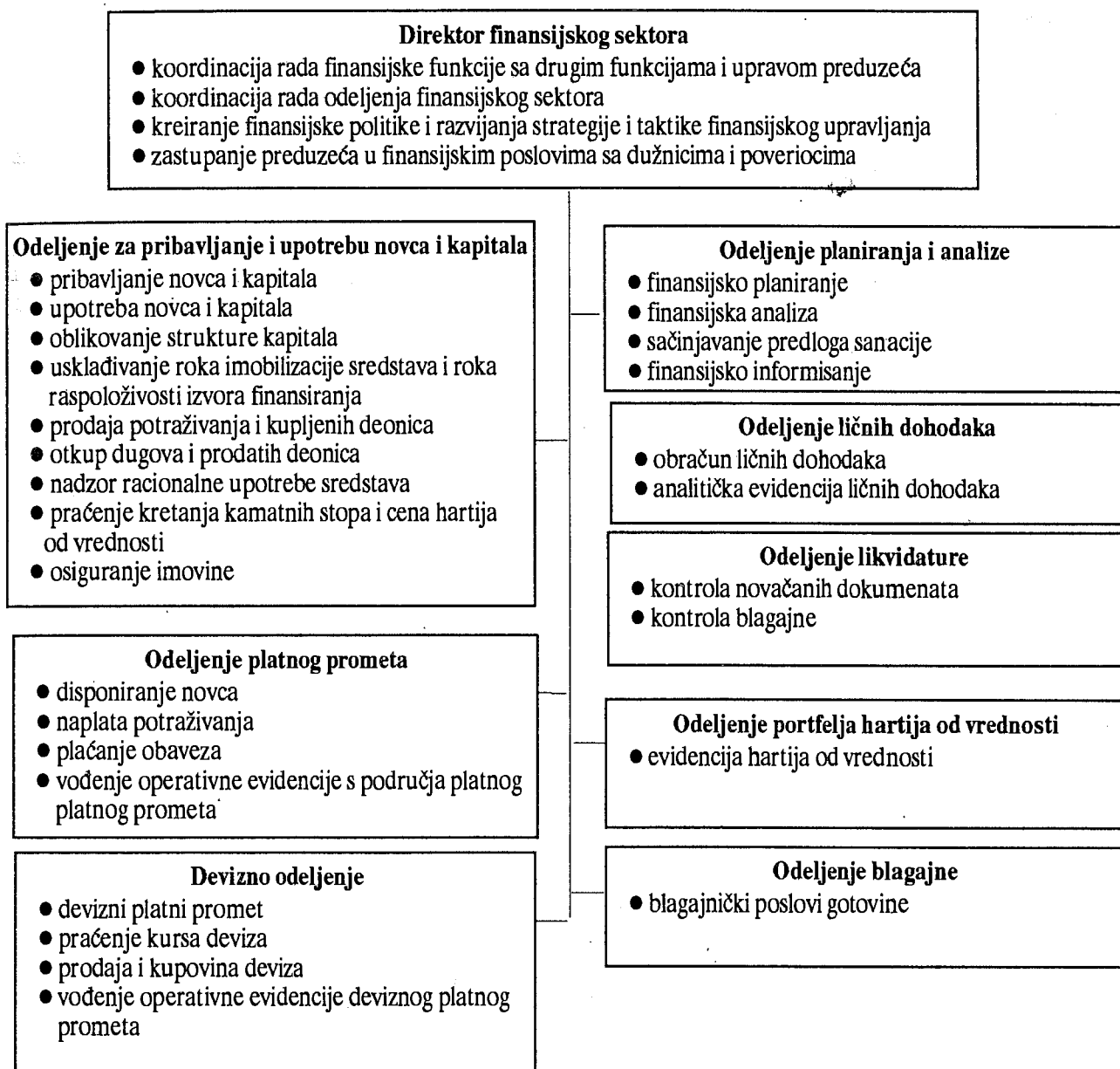
likvidature, pa i u blagajni, zavisi, naravno, od intenziteta poslova.

5.2.3. Organizacija finansijske funkcije velikih preduzeća

U velikim preduzećima obim i raznovrsnost finansijskih poslova je, po pravilu, ta-

kva da se finansijska funkcija organizuje tako da obavlja sve finansijske poslove. Intenzitet pojedinih vrsta finansijskih poslova najčešće je takav da jedna ili dve vrste finansijskih poslova obezbeđuju punu zaposlenost jednog ili više lica, što omogućuje njihovu specijalizaciju za te poslove i, naravno, veću efikasnost u radu. No to nikako ne znači da finansijska funkcija ima onoliko

organizacionih delova koliko ima vrsta finansijskih poslova. Naprotiv, srodni finansijski poslovi se grupišu i izvršavaju u jednom organizacionom delu. U velikim preduzećima finansijska funkcija se, po pravilu, organizuje u obliku sektora. Organizaciona struktura finansijskog sektora velikog preduzeća najčešće izgleda ovako:



Razumljivo je da ni u velikim preduzećima svi organizacioni delovi finansijske funkcije ne moraju imati rang odeljenja, kao što šema organizacije pokazuje. Naprotiv, ako

je po obimu pojedina grupa poslova mala, za tu grupu poslova treba da bude referat a ne odeljenje. Osim toga, ne znači da će za svako veliko preduzeće organizaciona struktura finansijske funkcije biti kao što je na šemi or-

ganizacije prikazano. Primera radi, ako se preduzeće intenzivno ne bavi izvozom i uvozom, nije mu potrebno devizno odeljenje, odnosno referat. Isto tako, ranije smo videli da obračun ličnih dohodaka i njihova anali-

tička evidencija može da bude u sklopu računovodstvene funkcije i da finansijsko planiranje, osim planiranja priliva i odliva gotovine, i finansijska analiza mogu da budu u sklopu računovodstvene funkcije.

II. FINANSIJSKA POLITIKA I PRAVILA FINANSIRANJA

1. FINANSIJSKA POLITIKA

Politika, u filozofskom smislu, je nauka o veštini upravljanja. Budući da upravljanje, u stvari, uvek teži ostvarenju nekog cilja, to se politika može shvatiti i kao nauka o ciljevima i načelima, odnosno principima kao osnovnim izvorima saznanja po kojima se radi da bi se ostvarili ciljevi. Tome sledstveno, politika uvek mora imati definisani cilj a zatim mora da izabere ona načela kao osnovne izvore saznanja po kojima će se raditi da bi se ostvario cilj. Dakle, za politiku nije bitan samo izbor cilja, to je daleko lakši problem, nego je takođe veoma bitan izbor onih načela po kojima se radi da bi se cilj ostvario.

Važnost izbora načela dolazi otuda što, po pravilu, jednom cilju odgovara više načela, ali ona nemaju istu čvrstinu korelativne veze sa postavljenim ciljem. Uz to, često su različiti pa i promenljivi uslovi u kojima se ostvaruje cilj, pa s tim u vezi i načela menjaju čvrstinu korelativne veze sa postavljenim ciljem. Otuda mora da postoji izbor načela, ali taj izbor mora da bude takav da načela imaju što čvršću korelativnu vezu sa postavljenim ciljem i da odgovaraju datim uslovima (prilikama) kako bi se najlakše, najbrže i najjednostavnije cilj ostvario.

Politika preduzeća je, naravno, veština upravljanja preduzećem, čiji je vrhunski cilj maksimiranje dobitka u dugom roku. U dugom roku preduzeće mora da maksimira dobitak zato što je to uslov za njegov večiti opstanak u konkurentnoj borbi na tržištu. Naime, u konkurentskoj borbi na tržištu op-

staju ona preduzeća čiji proizvodi održavaju postojeće i osvajaju nove kupce, a da bi se to ostvarilo, proizvod mora da bude kurentan na tržištu kako u smislu udovoljavanja željama i potrebama kupca tako i u smislu cene i uslova prodaje. Što preduzeće više uspe u tome, više će širiti tržište, veća će biti tražnja njegovih proizvoda, čime se sa tržišnog stanovišta obezbeđuje rast preduzeća. Ali i zadovoljavanje želja i potreba kupca, i izlazak na tržište s konkurentnom cenom, i rast preduzeća zahtevaju i ulaganje u osvajanje nove tehnologije, u razvoj proizvoda i u povećanje proizvodnje za šta su potrebna sredstva, odnosno kapital, a kapital se stvara akumuliranjem neto dobitka.

Istina, kapital se može obezbediti emisijom deonica ili dugoročnim zaduženjem. Ali da bi neko kupio deonice, na njih se mora ostvariti dividenda, što opet zahteva ostvarenje neto dobitka. Ako se kapital pribavi dugoročnim zaduženjem, da bi neko pozajmio kapital, prinos od ulaganja mora da bude iznad kamatne stope što takođe zahteva ostvarenje neto dobitka, a da bi se održala proizvodnja (odnosno poslovanje) i posle vraćanja pozajmljenog kapitala, pozajmljeni kapital se mora supstituisati sopstvenim kapitalom, pri čemu je uslov za supstituciju ostvarenje i akumuliranje neto dobitka. Otuda i jeste vrhunski cilj politike preduzeća maksimiranje dobitka, tačnije, neto dobitka u dugom roku, odnosno akumuliranje neto dobitka i time stvaranje kapitala za supstitu-

ciju dugoročno pozajmljenog kapitala radi održavanja postojeće proizvodnje (poslovanja) posle otplate dugoročno pozajmljenog kapitala i za ulaganje u nove tehnologije, u osvajanje novih proizvoda i u rast preduzeća. Bez toga preduzeće ne može većito opstati u tržišnoj konkurenciji, a svako preduzeće je osnovano sa ciljem većitog opstanka.

U okviru preduzeća saglasno podeli rada postoje više funkcija: finansijska, razvojna, kadrovska, nabavna, proizvodna i prodajna funkcija. Svaka funkcija ima svoju politiku. Politika funkcije, naravno, obuhvata cilj i načela po kojima se vodi da bi se cilj ostvario. Cilj politike funkcije mora biti u saglasnosti sa ciljem politike preduzeća, što znači da ostvarenje ciljeva politika funkcija istovremeno doprinosi ostvarenju vrhunskog cilja politike preduzeća. Drugim rečima, ciljevi politika funkcija mogu se shvatiti kao podciljevi vrhunskog cilja politike preduzeća. Uz to, ostvarenje cilja jedne funkcije postaje sredstvo za ostvarenje cilja druge funkcije, što znači da se cilj jedne funkcije ne može ostvariti bez ostvarenja cilja druge funkcije. Ali način ostvarenja cilja jedne funkcije može da oteža pa čak i onemogućiti ostvarenje cilja druge funkcije i upravo tu dolazi do suprotnosti među funkcijama mada ciljevi funkcija nisu suprotstavljeni, jer vuku koren iz vrhunskog cilja politike preduzeća. Primera radi, prodajna funkcija će utoliko lakše prodati proizvedenu količinu proizvoda ukoliko pri datoj prodajnoj ceni prodaje na

duže rokove plaćanja i što manje vodi računa o likvidnosti kupaca i time ostvari svoj cilj — prodaja proizvedenih proizvoda, ali će time istovremeno ugroziti ostvarenje cilja finansijske funkcije jer će se povećati obim potraživanja od kupaca kako zbog prodaje na duže rokove naplate tako i zbog prodaje nelikvidnim kupcima od kojih se neće moći izvršiti naplata u ugovorenom roku. Veština poslovne politike preduzeća sastoji se u tome da koordinira način rada funkcija kako jedna drugu ne bi ometala u ostvarivanju njihovih ciljeva a time, u krajnjoj liniji, i vrhunskog cilja politike preduzeća.

Iz izloženog lako se može zaključiti da između ciljeva funkcije postoji horizontalna povratna sprega koja se koordinira i usmerava poslovnom politikom preduzeća a postoji i vertikalna povezanost između vrhunskog cilja politike preduzeća i ciljeva funkcionalnih područja preduzeća.⁸

1.1. Cilj finansijske politike

Finansijska politika kao politika finansijske funkcije ima svoj cilj i načela kao osnovne izvore saznanja po kojima se radi da bi se ostvario cilj. Cilj finansijske politike jeste finansijska snaga. Finansijska snaga znači:

- trajnu sposobnost plaćanja,
- trajnu sposobnost finansiranja,
- trajnu sposobnost investicija,
- trajnu sposobnost povećanja imovine vlasnika,

8 U literaturi (našoj i svetskoj) sreću se različite šire definicije poslovne politike i različiti kriteriji za njenu podelu. Tako se poslovna politika deli: po kriterijumu delova (funkcijska politika, nefunkcijska politika, politika dela preduzeća, politika projekta), po kriterijumu važnosti (osnovna politika, izvedena politika), po kriterijumu dinamike (razvojna politika, tekuća politika), po kriterijumu roka (dugoročna politika, kratkoročna politika). Za sve te definicije zajedničko je da se poslovna politika shvata, najkraće rečeno, kao odluka o izboru ciljeva i načina ostvarenja tih ciljeva. (Detaljnije o tome vidi: Dr Janko Kralj, *Poslovna politika*, „Informator“, Zagreb, 1972, str. 106-120.) U ovoj knjizi, s obzirom na njenu namenu, definisali smo uže poslovnu politiku i njen vrhunski cilj — maksimiranje dobitka u dugom roku ne negirajući time da postoji i drugi cilj poslovne politike, jer taj cilj mora trajno da bude prisutan a uz to on je najznačajniji za finansijsku funkciju. Iz istih razloga dalje smo razvijali samo finansijsku politiku kao deo poslovne politike, odnosno kao finansijsku politiku, pri čemu se nismo upuštali u njenu podelu po kriterijumu važnosti, dinamike i roka. Ovo stoga što je vrlo teško, ako ne i nemoguće, napraviti korektnu podelu zbog međusobnog preplitanja definisanih vrsta politike po pojedinim kriterijumima i stalnog prisustva u većoj ili manjoj meri osnovnog cilja finansijske politike — finansijska snaga u svakoj od njih.

● trajnu sposobnost zadovoljavanja finansijskih interesa učesnika preduzeća.⁹

Trajna sposobnost plaćanja podrazumeva da je preduzeće u svakom trenutku dospeća obaveza sposobno da ih plati, što zahteva da su likvidna sredstva uvek jednaka dospelim obavezama ili veća od njih. Trajnu sposobnost plaćanja nužno je ostvariti zato što je to uslov opstanka preduzeća.

Trajna sposobnost finansiranja podrazumeva sposobnost prikupljanja sopstvenog kapitala putem akumuliranja neto dobitka i emisijom deonica i pribavljanje sredstava od drugih putem pozajmljivanja na dugi i kratki rok pod što povoljnijim uslovima uz istovremenu sposobnost vraćanja pozajmljenih sredstava o roku dospeća.

Trajna sposobnost investiranja podrazumeva uspešno i rentabilno ulaganje sredstava u proces poslovanja i rast (razvoj) preduzeća.

Trajna sposobnost povećanja imovine vlasnika podrazumeva prirast, uvećanje imovine vlasnika koji su uložili kapital u preduzeće i time postali vlasnici, odnosno suvlasnici preduzeća.

Trajna sposobnost zadovoljavanja finansijskih interesa učesnika preduzeća podrazumeva zadovoljenje finansijskih interesa vlasnika preduzeća, uprave preduzeća, radnika, poverilaca i fiskusa (države).

Iz prethodno rečenog nije teško dokučiti finansijsku snagu nije lako ostvariti ne samo zato što ona ima mnogo zahteva nego i zato što ostvarenje određenog zahteva uslovljava ostvarenje drugog zahteva, a uz to u određenim slučajevima zahtevi su i suprotni. Tako trajna sposobnost plaćanja i trajna sposobnost povećanja imovine vlasnika uslovljava trajnu sposobnost finansiranja, jer je sposobnost plaćanja i uvećanje imovine vlasnika bitan kriterijum boniteta preduze-

ća, a bez boniteta ne može se prikupiti kapital emisijom deonica i pribaviti sredstva zaduženjem. Na drugoj strani, sposobnost investiranja je uslovljena sposobnošću finansiranja ne samo količinom prikupljenog kapitala vlasnika i pozajmljenih sredstava nego i cenom i uslovima prikupljanja i pozajmljivanja, što je dalje povezano i sa povećanjem imovine vlasnika. Naime, rentabilnost ulaganja uslovljena je i cenom finansiranja, viša cena izvora finansiranja manja rentabilnost i obrnuto, a od visine rentabilnosti zavisi uvećanje imovine vlasnika. Najzad, finansijski interesi učesnika su i međusobno sukobljeni a imaju odraza na sposobnost plaćanja, sposobnost finansiranja, sposobnost investiranja i sposobnost povećanja imovine vlasnika. Finansijski interes radnika je da iz preduzeća za sebe izvuku što više dohotka a interes fiskusa je da za sebe izvuče što više prihoda. Međutim, zajednički interes vlasnika i uprave preduzeća je sasvim suprotan — da radnici i fiskus uzmu što manje jer će tada biti veći neto dobitak. Ali i interesi uprave preduzeća i vlasnika (deoničara) su takođe suprotni — uprava preduzeća želi da što više akumulira neto dobitka za preduzeće jer to olakšava finansiranje i održavanje likvidnosti a time i investiranje, dok je interes deoničara da maksimiraju dividendu i uz to da im se dividenda isplati u gotovu.

Već iz gore rečenog sasvim je jasno da ostvarenje finansijske snage kao cilja finansijske politike nije jednostavno a uz to jednom ostvarena finansijska snaga ne znači njeno trajno zadržavanje, jer finansijska snaga ima više činilaca koji su tokom vremena podložni promeni bilo zbog uticaja iz okruženja, bilo zbog uticaja iz samog preduzeća. Otuda dokle god preduzeće postoji, u fokus interesa finansijske politike je finansijska

9 Dr Janko Kralj: *Finansijsko upravljanje i finansijsko poslovanje u uslovima tržišne privrede*, KNJIGOVODSTVO br. 8-9/1990.

snaga i što se taj cilj uspješnije ostvaruje, opstanak i rast preduzeća je, dakako, sigurniji.

Između cilja finansijske politike — finansijske snage — i cilja poslovne politike preduzeća — maksimiranje dobitka u dugom roku — postoji čvrsta povezanost. Dobitak se ne može ostvariti bez trajne sposobnosti plaćanja, trajne sposobnosti finansiranja i trajne sposobnosti investiranja, ali se ni imovina vlasnika ne može uvećati bez dobitka. Pritom treba imati u vidu da je ovde reč o čistoj imovini, odnosno sopstvenom kapitalu uloženom u preduzeće. Uvećanje sopstvenog kapitala preduzeća ne zavisi samo od ostvarenog dobitka, tačnije, ostvarenog neto dobitka nego i od raspodele neto dobitka. Samo onaj deo neto dobitka koji preduzeće akumulira za sebe predstavlja uvećanje sopstvenog kapitala preduzeća po osnovu finansijskog rezultata. Ali to uvećanje sopstvenog kapitala preduzeća ne mora da bude njegovo realno povećanje. U uslovima stabilne novčane jedinice svako povećanje sopstvenog kapitala preduzeća iz akumuliranog neto dobitka predstavlja povećanje njegove realne vrednosti. U uslovima inflacije, ako se sopstveni kapital preduzeća po osnovu efekta revalorizacije povećava po stopi inflacije, time se održava realna vrednost sopstvenog kapitala a akumulirani neto dobitak povećava njegovu realnu vrednost. Međutim, ako sopstveni kapital preduzeća po osnovu efekta revalorizacije raste ispod stope inflacije, njegova realna vrednost se ne održava, ona pada. Tada akumulirani neto dobitak može da ne održi, da održi ili, pak, da poveća realnu vrednost sopstvenog kapitala — sve zavisi od visine akumuliranog neto dobitka i od visine efekta revalorizacije

pripisnih sopstvenom kapitalu. Ako sopstveni kapital po osnovu efekata revalorizacije i akumuliranog neto dobitka raste ispod stope inflacije, njegova realna vrednost se smanjuje; ako raste po stopi inflacije, njegova se realna vrednost održava; ako raste iznad stope inflacije njegova se realna vrednost uvećava. Razumljivo je da je u interesu preduzeća da realna vrednost sopstvenog kapitala raste i u inflaciji, a kako je neizvesno koliko će se ostvariti neto dobitak i koliko će neto dobitka preduzeće akumulirati za sebe pri njegovoj raspodeli, neosporno je da je najprihvatljivije da se realna vrednost sopstvenog kapitala održava efektima revalorizacije pripisanim sopstvenom kapitalu.

1.2. Načela finansijske politike

Načela ili principi finansijske politike „imaju za cilj da utvrde idealan poredak odnosa u finansiranju preduzeća,“¹⁰ pri čemu su sva načela finansijske politike usmerena na ostvarenje cilja finansijske politike — finansijske snage. Načela finansijske politike su:

- načelo finansijske stabilnosti,
- načelo rentabilnosti,
- načelo likvidnosti,
- načelo finansiranja u skladu sa rizikom,
- načelo finansijske elastičnosti,
- načelo nezavisnosti,
- načelo optimalnog aktivizacionog dejstva slike finansiranja.¹¹

Načela finansijske politike su međusobno povezana i često jedno načelo konkuriše drugom načelu, pa je otuda zadatak finansijske politike njihovo optimalno izjednačavanje.

10 Hans Janberg: *Finanzierungshandbuch*, Gabler, Wiesbaden, 1964, str. 52.

11 Hans Janberg: Citirani opus, str. 52.

Dr Deitrich Härle: *Finanzierungsregeln und ihre Problematik*, Weisbaden, 1961, prevod dr Jovan Ranković u izabranim tekstovima *Finansiranje i finansijska analiza preduzeća*, II deo, Ekonomski fakultet, Beograd, 1971, str. 65.

1.2.1. Načelo finansijske stabilnosti

Načelo finansijske stabilnosti tiče se odnosa dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital. Odnos dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital treba da bude najviše jedan ili manje od jedan. Ako je ovaj odnos 1, to znači da su dugoročno vezana sredstva pokrivena sopstvenim i dugoročno pozajmljenim kapitalom, dugoročno vezana sredstva na jednoj i sopstveni kapital uvećan za dugoročno pozajmljeni kapital na drugoj strani su uravnoteženi, dugoročna finansijska ravnoteža je uspostavljena a time su stvoreni i uslovi za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja. Ako je odnos manji od jedan, to znači da su dugoročno vezana sredstva manja od sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital, dugoročna finansijska ravnoteža je pomerena ka izvorima pa je time stvorena i sigurnost za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja. Ta sigurnost dolazi otuda što je deo sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala koji je iznad, koji premašuje dugoročno vezana sredstva upotrebljen za finansiranje kratkoročno vezanih sredstava i taj izvor, dakako, biće vremenski duže raspoloživ nego što je vreme mobilizacije kratkoročno vezanih sredstava u gotovinu. Ako bi mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava po roku i obimu odgovarala, bila jednaka dospeću kratkoročnih obaveza, razlika između sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročno vezanih sredstava bila bi u novčanom obliku i predstavljala bi likvidnu rezervu koja bi bila upotrebljena za plaćanje obaveza u momentu kada iz bilo kojih razloga mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava po roku i obimu ne bi odgovarala dospelim kratkoročnim obavezama.

Postoji više problema koji se tiču finansijske stabilnosti, a to su:

- definicija dugoročno vezanih sredstava,
- odnos sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala i
- reprodukciona sposobnost.

Prema savremenom shvatanju dugoročno vezanih sredstava, dugoročno vezana sredstva izjednačuju se sa osnovnim sredstvima, dugoročnim finansijskim ulaganjima (placmanima) i trajnim obrtnim sredstvima, pri čemu postoji problem definisanja i kvantitativnog utvrđivanja trajnih obrtnih sredstava, o čemu će detaljnije biti reči u narednom poglavlju — pravila finansiranja.

Odnos sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala uslovljen je rentabilnošću i rizikom, ali i održavanjem finansijske stabilnosti i reproduktivne sposobnosti. Neosporno je da je finansijsku stabilnost u dugom roku utoliko lakše održavati ukoliko je u dugoročnim izvorima finansiranja više zastupljen sopstveni kapital. Sopstveni kapital je trajno raspoloživ osim u slučaju gubitka. S druge strane, među dugoročno vezanim sredstvima takođe postoje trajno vezana sredstva a to su: trajna obrtna sredstva, zemljište i trajni ulozi u druga preduzeća i banke bilo u vidu trajnog uloga, bilo u vidu kupljenih deonica. Trajna obrtna sredstva pri nepromenjenim nabavnim cenama, troškovima, načinu obračuna utrošaka sirovina i materijala i sistemu obračuna troškova smanjuju se ako se smanji stopa iskorišćenja kapaciteta, ali se tada smanjuje i finansijski rezultat pod negativnim uticajem fiksnih troškova a povećavaju se povećanjem stepena iskorišćenja kapaciteta i instaliranjem novog kapaciteta. Zemljište je trajno vezano jer se ne amortizuje. Trajni ulozi u druga preduzeća takođe se ne mobilišu kao i kupljene deonice drugih preduzeća i banaka osim ako se ne prodaju na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti, ali tada se preduzeće lišava suvlasništva tih preduzeća i banaka i dividende na kupljene deonice. Ako su pomenuta trajno vezana sredstva pokri-

vena trajnim (sopstvenim) kapitalom, razumljivo je da je u takvim okolnostima lakše održavati finansijsku stabilnost. Suprotno, ako su pomenuta trajno vezana sredstva pokrivena dugoročno pozajmljenim kapitalom, održavanje finansijske stabilnosti može se obezbediti jedino ako se dospela glavnica dugoročno pozajmljenog kapitala u potpunosti supstituiše prirastom sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata. Ostala dugoročno vezana sredstva, osnovna sredstva izuzev zemljišta i oročena dugoročna finansijska ulaganja se u dugom roku mobilišu (osnovna sredstva putem amortizacije a oročena dugoročna finansijska ulaganja putem naplate dospele glavnice), ali osnovna sredstva zahtevaju obnavljanje sa istekom njihovog veka trajanja, a i dugoročni plasmani se obnavljaju ako su nastali po osnovu prodaje na robni kredit (brodovi i krupna mašingradnja, na primer). Ako bi rokovi mobilizacije ovih osnovnih sredstava i dugoročnih finansijskih ulaganja bili jednaki rokovima raspoloživosti dugoročno pozajmljenog kapitala, finansijska stabilnost bi se održavala i kada bi ona u potpunosti bila pokrivena dugoročno pozajmljenim kapitalom. Najčešće su, međutim, rokovi dugoročno pozajmljenog kapitala kraći od rokova mobilizacije pomenutih dugoročno vezanih sredstava, tako da se finansijska stabilnost može održavati samo ako se dugoročno pozajmljeni kapital supstituiše prirastom sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata u visini razlike između dospele glavnice dugoročno pozajmljenog kapitala i amortizacije uvećane za naplaćenu glavicu dugoročnih finansijskih ulaganja. Na kraju veka trajanja osnovnih sredstava ona se moraju zameniti, a da bi se ta zamena finansirala iz sopstvenih sredstava (prosta reprodukcija), do roka zamenе dotrajalih osnovnih sredstava supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala iz koga su finansirana osnovna sredstva mora biti potpuno izvršena povećanjem sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata. Uz to, da bi preduzeće

bar deo proširene reprodukcije (ulaganje u nove kapacitete i trajna obrtna sredstva povezana sa njima) finansiralo iz sopstvenog kapitala, nužno je da prirast sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata bude i iznad potpune supstitucije dugoročno pozajmljenog kapitala.

Iz svega rečenog neosporno je da je finansijsku stabilnost lakše održavati i potpuno finansiranje proste a delimično i proširene reprodukcije obezbediti iz sopstvenih sredstava ukoliko je sopstveni kapital viši a dugoročno pozajmljeni kapital niži.

U vreme inflacije uspostavljanje i održavanje finansijske stabilnosti se bitno otežava, jer inflacija razara finansijsku stabilnost utoliko više što je stopa inflacije viša. Pogledajmo šta se tada događa sa dugoročno vezanim sredstvima, s jedne i sopstvenim i dugoročno pozajmljenim kapitalom s druge strane.

Osnovna sredstva. U vreme inflacije ponovna nabavna cena osnovnog sredstva je viša od istorijske nabavne cene osnovnog sredstva koje se usled dotrajalosti zamenjuje. Otuda amortizacija čija je osnovica za obračun bila istorijska nabavna cena ostvarena u toku veka trajanja osnovnog sredstva nije dovoljna da se osnovno sredstvo obnovi mada je supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala iz koga je finansirano osnovno sredstvo izvršena povećanjem sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata. Otuda preduzeće u vreme inflacije pribegava revalorizaciji osnovnih sredstava, osnovica za obračun amortizacije je revalorizovana vrednost, ali to ipak ne rešava u potpunosti problem, već ga samo ublažuje. Naime, zbir amortizacije na kraju veka trajanja osnovnog sredstva je manji od krajnje revalorizovane vrednosti osnovnog sredstva koja aproksimira ponovnu nabavnu vrednost. Do toga dolazi zato što se tokom veka trajanja osnovnog sredstva revalorizacija vrši permanentno u skladu sa stopom inflacije i te revalorizovane

vrednosti su niže od revalorizacije vrednosti na kraju veka trajanja osnovnog sredstva.¹²

Dinarska dugoročna finansijska ulaganja. Na dinarskim dugoročnim finansijskim ulaganjima u inflaciji ostvaruju se inflatorni gubici ako se glavica ne revalorizuje ili kao je kamatna stopa, odnosno stopa prinosa niža od stope inflacije. Budući da se kamata, odnosno prinos (na primer, dividenda) bilansira kao prihod, to i pri kamatnoj stopi, odnosno stopi prinosa na nivou ili čak iznad stope inflacije dolazi do promena finansijske stabilnosti jer glavica ostaje nominalno nepromenjena. Samo ako se glavica dinarskih dugoročnih ulaganja revalorizuje u skladu sa stopom inflacije, finansijska stabilnost se uprkos inflaciji u tom području ne menja uz uslov da sopstveni kapital po osnovu efekata raste po stopi inflacije.

Devizna dugoročna finansijska ulaganja. Po osnovu deviznih dugoročnih finansijskih ulaganja u inflaciji ostvaruju se inflatorni dobiti pod uslovom da je domaća stopa inflacije viša od stope inflacije zemlje u čijoj je valuti potraživanje izraženo. Međutim, ako se ti inflatorni dobiti usmere u bilans uspeha kao prihod, to opet dovodi do promene finansijske stabilnosti. Drugim rečima, samo rast sopstvenog kapitala po osnovu efekata revalorizacije u skladu sa stopom inflacije ne menja finansijsku stabilnost u tom području.

Stalne zalihe. Stalne zalihe neosporno spadaju u trajna obrtna sredstva. Budući da cene u inflaciji stalno rastu, zalihe se u suštini obnavljaju po ponovnim nabavnim cenama koje su više od prethodnih, istorijskih nabavnih cena. Ako pri tome i sopstveni kapital, odnosno dugoročne obaveze iz kojih su finansirane zalihe ne rastu u skladu sa

stopom inflacije, finansijska stabilnost se ugrožava jer novčana sredstva dobijena putem pokrića rashoda po osnovu prodatih zaliha nisu dovoljna da se obnove utrošene zalihe s obzirom da su ti rashodi obračunati po stvarnim istorijskim nabavnim cenama. Čak kada se rashodi po osnovu prodaje zaliha revalorizuju sa težnjom da revalorizaciona vrednost utrošenih zaliha bude jednaka ponovnim nabavnim cenama na dan prodaje, problem se ne rešava jer ponovna nabavka najčešće pada iza dana prodaje pa je stvarna ponovna nabavna cena viša od aproksimirane ponovne nabavne cene utvrđene putem revalorizacije na dan prodaje.

Dinarski dugoročno pozajmljeni kapital. Na dinarskom dugoročno pozajmljenom kapitalu ostvaruju se inflatorni dobiti ako se glavica ne revalorizuje u skladu sa stopom inflacije ili ako je kamatna stopa niža od stope inflacije, što dovodi do promene finansijske stabilnosti. Čak i kada je kamatna stopa jednaka ili viša od stope inflacije, budući da se ona bilansira kao rashod, opet dolazi do promene finansijske stabilnosti. Drugim rečima, finansijska stabilnost se po ovom osnovu ne menja samo ako se glavica dugoročno pozajmljenog kapitala revalorizuje ili ako se supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala sopstvenim kapitalom vrši u visini realne a ne nominalne vrednosti pozajmljenog kapitala.

Devizni dugoročno pozajmljeni kapital. Ako je domaća stopa inflacije viša od stope inflacije zemlje u čijoj je valuti izražen dugoročni pozajmljeni kapital, po osnovu deviznog dugoročno pozajmljenog kapitala ostvaruju se inflatorni gubici, što dovodi do promene finansijske stabilnosti. Supstitucija deviznog dugoročno pozajmljenog kapitala sopstvenim kapitalom sada je nužna u visini otplaćene gla-

¹²Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, Ekononika, Beograd, 1990, str. 172.

vnice obračunate po kursu na dan plaćanja da bi se održala finansijska stabilnost.

Sopstveni kapital. Realna vrednost sopstvenog kapitala u uslovima inflacije pada ako on ne raste u skladu sa stopom inflacije. Finansijska stabilnost zahteva da se realna vrednost sopstvenog kapitala održava uz pomoć neto pozitivnog efekta revalorizacije, pri čemu uvećanje sopstvenog kapitala po osnovu finansijskog rezultata predstavlja njegovo realno uvećanje. Neto pozitivni efekat revalorizacije jeste razlika između zbira efekata revalorizacije aktive i rashoda i zbira efekata revalorizacije obaveza. Ako neto pozitivni efekat revalorizacije ne obezbeđuje realno održavanje vrednosti sopstvenog kapitala, razlika do nivoa obezbeđenja realne vrednosti sopstvenog kapitala mora se nadoknaditi na teret prihoda. Finansijska stabilnost biće održana i u uslovima inflacije samo ako sopstveni kapital po osnovu efekata revalorizacije raste u skladu sa stopom inflacije, a to znači da vrhunski cilj bilansiranja u inflaciji mora da bude održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala.¹³ Logika tog rezonovanja je prosta — da bi se obnovila ulaganja iskazana u aktivi koja su finansirana iz sopstvenog kapitala po ponovnim nabavnim cenama, koje su usled inflacije više od istorijskih nabavnih cena po kojima su u vreme izvršnog ulaganja vrednovana sredstva u aktivi, sopstveni kapital mora da raste u skladu sa stopom inflacije, jer i cene rastu u skladu sa stopom inflacije. Naravno, uz to reproduktivna sposobnost zahteva da se supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala izvrši iz uvećanja sopstvenog kapitala po osnovu finansijskog rezultata kako je ranije opisano.

1.2.2. Načelo rentabilnosti

Maksimiranje dobitka u dugom roku kao cilj poslovne politike ne može se ostvariti ako se ne teži maksimiranju dobitka u kratkom roku, jer je zbir kratkoročnih periodičnih dobitaka ravan dobitku u dugom roku. S druge strane, u sklopu cilja finansijske politike, finansijske snage, takođe je rentabilnost (uvećanje imovine, tačnije sopstvenog kapitala), ali se u okviru tog istog cilja zahteva i trajna sposobnost finansiranja, koja se ne može ostvariti samo maksimiranjem neto dobitaka već i njegovom raspodelom. Maksimiranje neto dobitka u apsolutnom iznosu jeste u skladu sa načelom finansijske stabilnosti, ali maksimiranje stope prinosa na sopstveni kapital računate iz odnosa neto dobitka i sopstvenog kapitala može da bude u suprotnosti sa načelom finansijske stabilnosti u pogledu odnosa sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala. Naime, videli smo da načelo finansijske stabilnosti zahteva jačanje sopstvenog kapitala, dok maksimiranje stope prinosa na sopstveni kapital zahteva jačanje dugoročno pozajmljenog kapitala uz uslov da je prosečna kamatna stopa niža od prinosa na ukupni kapital, pri čemu se stopa prinosa na ukupan kapital računa iz odnosa poslovnog dobitka i ukupnog kapitala. Pogledajmo to na hipotetičnom primeru prikazanom na tabeli na narednoj stranici.

Zahvaljujući promeni strukture kapitala u korist pozajmljenog alternativa B u odnosu na alternativu A odbacuje višu stopu prinosa na sopstveni kapital za $52,3\% \left(\frac{23,1}{15,2} \cdot 100 \right)$, ali je pri tome neto dobitak u apsolutnom iznosu manji za $23,7\% \left(1 - \frac{6,960}{9,120} \right) \cdot 100$. Očito je da je sa stanovišta maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital struktura kapitala iz alternative B prihvatljivija, ali sa stanovišta apsolutnog

13 Vidi o tome: Dr Jovan Rodić, citirani opus, str. 110-134.

	Alternativa	
	A	B
1. Sopstveni kapital	60.000	30.000
2. Pozajmljeni kapital	40.000	70.000
3. Ukupan kapital odnosno uložena sredstva (1 + 2)	100.000	100.000
4. Prihodi od prodaje	200.000	200.000
5. Varijabilni rashodi	130.000	130.000
6. Marža pokrića (4-5)	70.000	70.000
7. Fiksni rashodi bez rashoda finansiranja	50.000	50.000
8. Poslovni dobitak (6-7)	20.000	20.000
9. Rashodi finansiranja (kamate)	4.800	8.400
10. Bruto dobitak (8-9)	15.200	11.600
11. Porezi iz rezultata (40%)	6.080	4.640
12. Neto dobitak (10-11)	9.120	6.960
13. Stopa prinosa na ukupan kapital $\left(\frac{8}{3} \cdot 100\right)$	20%	20%
14. Prosečna kamatna stopa $\left(\frac{9}{2} \cdot 100\right)$	12%	12%
15. Stopa prinosa na sopstveni kapital $\left(\frac{12}{1} \cdot 100\right)$	15,2%	23,2%

iznosa neto dobitka prihvatljivija je struktura kapitala iz alternative A. Kratkoročno gledano, sa stanovišta vlasnika kapitala trebalo bi se odlučiti za alternativu B. Primera radi, pretpostavimo da deset vlasnika kapitala imaju 60.000 dinara kapitala (svaki po 6.000 dinara) i da se ceo neto dobitak u raspodeli odredi za dividendu deoničarima. Ako tih deset lica osnuju preduzeće u našoj alternativu A, njihova dividenda biće u apsolutnom iznosu 9.120 dinara, stopa prinosa na uloženi kapital biće 15,2%, $= \left(\frac{9.120}{60.000} \cdot 100\right)$. Međutim, ako osnuju dva preduzeća sa ulaganjem u svako po 30.000 dinara kapitala i sa zaduženjem iz alternative B, od oba preduzeća će izvući dividendu u apsolutnom iznosu od 13.920 dinara sa stopom prinosa na uloženi kapital u oba preduzeća od 23,2% $= \left(\frac{13.920}{60.000} \cdot 100\right)$. Ako mogu da biraju, razumljivo je da će se tih deset lica (deoničara) odlučiti za dva preduzeća sa strukturom kapitala iz alternative B. Međutim, sa stanovišta preduzeća i finansijske stabilnosti struktura kapitala iz alternative A je prihvat-

ljivija. Zašto? Prvo, pozajmljeni kapital je niži pa ga je lakše supstituisati sopstvenim kapitalom iz finansijskog rezultata, tim pre što je neto dobitak u apsolutnom iznosu viši u alternativu A nego u alternativu B. Pod pretpostavkom da se ceo neto dobitak pripisuje sopstvenom kapitalu i da je on stabilan, po alternativu A pozajmljeni kapital se može supstituisati približno za 4,4 godine $\left(\frac{40.000}{9.120}\right)$ a po alternativu B za supstituciju pozajmljenog kapitala potrebno je čak 10,1 godina $\left(\frac{70.000}{6.960}\right)$. Drugo, ranije smo videli da je održavanje dugoročne finansijske ravnoteže utoliko lakše što je viši sopstveni kapital. I treće, ako prinos na ukupan kapital padne usled tržišnih ograničenja toliko da stopa prinosa na ukupan kapital bude niža od kamatne stope, i stopa prinosa na sopstveni kapital i neto dobitak biće utoliko niži što je više pozajmljenog kapitala. Takva situacija zahtevala bi prevremenu otplatu pozajmljenog kapitala, a to je utoliko teže ostvariti što je pozajmljeni kapital viši. Načelo rentabilnosti nije u sukobu s načelom finansijske sta-

bilnosti samo ako je prioritet na strani maksimiranja neto dobitka u apsolutnom iznosu.

Raspodela neto dobitka takode bitno utiče na stabilnost. Naime, sasvim je jasno da samo deo neto dobitka koji je usmeren, odnosno pripisan sopstvenom kapitalu istinski predstavlja uvećanje sopstvenog kapitala, a od tog uvećanja uzimajući u obzir i visinu dugoročno pozajmljenog kapitala zavisi supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala pa otuda i reproduktivna sposobnost preduzeća.

U uslovima inflacije, ako se realna vrednost sopstvenog kapitala ne održava po osnovu efekata revalorizacije, tada uvećanje sopstvenog kapitala pripisivanjem čitavog ili dela neto dobitka sopstvenom kapitalu ne predstavlja njegovo realno povećanje ako efekti revalorizacije i pripisani neto dobitak, odnosno deo neto dobitka sopstvenom kapitalu ne uvećavaju sopstveni kapital iznad stope inflacije.¹⁴

1.2.3. Načelo likvidnosti

Likvidnost je sposobnost preduzeća da svakog momenta plati dospele obaveze. Razumljivo da je sposobnost plaćanja obaveza usko povezana s finansijskom stabilnošću. Naime, ako je koeficijent finansijske stabilnosti 1, onda je odnos likvidnih sredstava uvećana za kratkoročno vezana sredstva i kratkoročnih obaveza 1:1. U takvim okolnostima održavanje likvidnosti više ne zavisi od finansijske stabilnosti, tačnije, od dugoročnog finansiranja, već od usklađenosti rokova vezivanja kratkoročno vezanih sredstava i rokova raspoloživosti kratkoročnih obaveza. Ako su ti rokovi usklađeni, tj. ako su jednaki likvidna sredstva će težiti nuli ali će se likvidnost ipak održati sve dok se iz bilo kojih razloga ne uspori mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava (na primer, usled nelikvidnosti dužnika). Ako do toga dođe, preduzeće će pa-

sti u nelikvidnost, jer nema likvidnu rezervu obzirom da je koeficijent finansijske stabilnosti 1. Istina pri koeficijentu finansijske stabilnosti od 1 preduzeće može da stvori likvidnu rezervu u oblasti kratkoročnog finansiranja ako uspe da rokovi kratkoročno vezanih sredstava budu kraći od rokova raspoloživosti kratkoročnih obaveza. U takvim okolnostima priliv likvidnih sredstava po osnovu mobilizacije kratkoročno vezanih sredstava biće veći od odliva sredstava po osnovu plaćanja kratkoročnih obaveza, razlika među njima, javlja se kao likvidna rezerva, koja potiče iz kratkoročnih obaveza, biće upotrebljena za plaćanja ako iz ma koga razloga mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava bude usporena. Ako je koeficijent finansijske stabilnosti manji od jedan onda će proporcija između likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava s jedne i kratkoročnih obaveza s druge strane biti pomerana u korist likvidnih i kratkoročnih vezanih sredstava. U takvim okolnostima ako su rokovi vezivanja kratkoročno vezanih sredstava jednaki rokovima raspoloživosti kratkoročnih obaveza, javiće se likvidna rezerva, koja sada potiče iz sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala, u visini razlike između sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročno vezanih sredstava. Ta likvidna rezerva stvorena u oblasti dugoročnog finansiranja biće upotrebljena za plaćanje samo ako iz ma kog razloga dođe do produženja rokova vezivanja kratkoročno vezanih sredstava. Najzad, ako je koeficijent finansijske stabilnosti veći od jedan, dugoročno vezana sredstva veća su od sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital, istovremeno je proporcija između likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava s jedne i kratkoročnih obaveza s druge strane

¹⁴ Primera radi, prema podacima Službe društvenog knjigovodstva, jugoslovenska privreda je 1989. godine smanjila realnu vrednost sopstvenog kapitala za 22.5%. Time je ona bitno ugrozila finansijsku stabilnost i likvidnost.

sada pomerena u korist kratkoročnih obaveza a time i ugrožena likvidnost osim ako rokovi vezivanja kratkoročno vezanih sredstava nisu toliko kraći od rokova raspoloživosti kratkoročnih obaveza da mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava odgovara dospeću kratkoročnih obaveza, što se, kasnije ćemo videti, vrlo teško ostvaruje osim kod preduzeća koja prodaju za gotovo a kupuju sa odloženim rokom plaćanja.

Iz izloženog neosporno je da sigurnost u održavanju likvidnosti zahteva likvidnu rezervu, što je likvidna rezerva viša utoliko je veća sigurnost da neće doći do nelikvidnosti i obrnuto. Međutim, držanje likvidne rezerve umanjuje rentabilnost zato što se po osnovu likvidne rezerve ostvaruje, eventualno, samo kamata po osnovu sredstava po viđenju u banci, a kamatna stopa na sredstva po viđenju je osetno niža od stope prinosa na ukupno uloženi kapital. Drugim rečima, kada bi likvidna rezerva bila uložena u posao, bio bi veći i neto dobitak, ali ne bi bilo sigurnosti u održavanju likvidnosti i otuda suprotnost između likvidnosti i rentabilnosti. Ta suprotnost između likvidnosti i rentabilnosti raste proporcionalno sa stopom inflacije, jer je u vreme inflacije redovno eventualna kamatna stopa na sredstva po viđenju niža od stope inflacije tako da se po osnovu sredstva po viđenju (likvidne rezerve) ostvaruju inflatorni gubici.

1.2.4. Načelo finansiranja u skladu s rizikom

U fokusu ovog načela su dva rizika — rizik poverilaca da neće moći naplatiti svoja potraživanja i rizik preduzeća od negativnog finansijskog rezultata. Rizik poverilaca nastaje ako dođe do totalne prezaduženosti, a do toga dolazi kada je gubitak veći od sopstvenog kapitala jer su tada sredstva manja od dugova, zbog čega dolazi do gubitka poverilaca na potraživanjima u visini razlike između dugova i sredstava njihovog dužnika.

Otuda poverioci radije stupaju u poslovni i finansijski odnos s preduzećem čiji je sopstveni kapital viši, jer je sopstveni kapital u suštini garantna supstanca njihovih potraživanja; sve dok dužnik ne ostvari gubitak viši od garantne supstance, poverioci su zaštićeni, što znači, zaštita je utoliko veća što je garantna supstanca, odnosno sopstveni kapital viši. Taj zahtev je u skladu i s načelom finansijske stabilnosti.

S rizikom ostvarenja negativnog finansijskog rezultata je nešto drugačije. Kada preduzeće ima niske fiksne troškove, odnosno fiksne rashode po osnovu amortizacije i troškova organizacije poslovnih funkcija i uprave (režijski troškovi), njegov rizik ostvarenja negativnog poslovnog rezultata pri padu proizvodnje i prodaje ili padu prodajnih cena usled dekonjunktore je relativno mali jer su fiksni troškovi, odnosno fiksni rashodi niski. Takvo preduzeće može sebi dozvoliti u strukturi kapitala jačanje pozajmljenog kapitala a time i više rashode finansiranja (kamate) a da ne ugrozi ostvarenje bruto dobitka. Suprotno tome, ako su rashodi po osnovu amortizacije i režijskih troškova visoki, veliki je rizik od ostvarenja negativnog poslovnog rezultata u uslovima dekonjunktore. Da bi se u takvim okolnostima smanjio rizik ostvarenja bruto dobitaka, jedini je izlaz u smanjenju rashoda finansiranja, a rashodi finansiranja (kamate) pri datim kamatnim stopama zavise od visine pozajmljenog kapitala koji se može smanjiti putem pomeranja strukture kapitala u korist sopstvenog.

Najzad, i visina stope inflacije bitno utiče na strukturu kapitala. U uslovima inflacije poverioci teže da kamante stope budu realno pozitivne, više od stope inflacije, što povećava rashode finansiranja i ugrožava ostvarenje bruto dobitka. Otuda smanjenje rizika za ostvarenje bruto dobitka u uslovima inflacije zahteva pomeranja strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala.

Prema tome, pri stabilnoj novčanoj jedinici sa stanovišta rizika poverilaca i rizika od gubitaka u uslovima visoke amortizacije i režijskih troškova potrebno je da pozajmljeni kapital bude što niži, obrnuto, niski rashodi po osnovu amortizacije i režijskih troškova dozvoljavaju viši pozajmljeni kapital sa stanovišta rizika od gubitka. U uslovima inflacije zbog visokih rashoda finansiranja izazvanih realno pozitivnim kamatnim stopama povećava se rizik od gubitka i da bi se rizik smanjio, jedini je izlaz u smanjenju pozajmljenog a povećanju sopstvenog kapitala. Kada jača sopstveni kapital u strukturi kapitala, to odgovara načelu finansijske stabilnosti i obrnuto.

1.2.5. Načelo finansijske elastičnosti

Načelo finansijske elastičnosti izražava sposobnost preduzeća da se prilagodi u dva smera:

- u pogledu mogućnosti pribavljanja dodatnog kapitala i

- u pogledu mogućnosti prevremene otplate pozajmljenog kapitala kada on nije više potreban ili kada postane preskup.

Potrebe preduzeća za kapitalom su promenljive bilo da su one uslovljene:

- novim investiranjem,
- promenljivim uslovima prodaje i nabavke,
- ili, pak, potrebama supstitucije jedne drugom vrste kapitala.

Mogućnost pribavljanja dodatnog kapitala zavisi od stanja ponude i tražnje na tržištu kapitala i tržištu novca i od kreditne sposobnosti preduzeća. Pojedinačno preduzeće, dakako, ne može uticati na tržište kapitala i tržište novca, ali može i mora imati kreditnu sposobnost da bi moglo pozajmiti kapital ili pribaviti kapital novom emisijom deonica.

Kreditna sposobnost je uslovljena rentabilnošću i finansijskim položajem, pri čemu se ona ocenjuje uz pomoć finansijskih načela, pravila finansiranja i upoređenjem rentabilnosti i finansijskog položaja preduzeća čija se kreditna sposobnost ocenjuje sa kurentnim preduzećima, odnosno sa preduze-

ćima iz njegove branše, odnosno delatnosti. Ovo potonje upoređenje uzima se zato što se kroz specifičnost delatnosti manifestuje prilagođavanje krutih pravila finansiranja toj specifičnosti, kao i zato što opstanak preduzeća u tržišnom ambijentu zavisi od njegovog položaja u odnosu na konkurenciju. Naravno, pri oceni kreditne sposobnosti preduzeća ne može se uvek zahtevati da po svim obeležjima bude na proseku ili iznad konkurencije. Primera radi, ako preduzeće ima nižu stopu samofinansiranja, odnosno niži udeo sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu uz višu stopu rentabilnosti od konkurencije, logično je očekivati da će se sopstveni kapital po osnovu pripisa akumuliranih neto dobitaka sopstvenom kapitalu brže povećavati a time će se povećavati i garantna supstanca. Osim toga, pri oceni kreditne sposobnosti mora se uzeti u obzir kakve će promene nastati u pogledu finansijskog rezultata i finansijskog položaja posle dodatnog pribavljanja kapitala. Primera radi, ako preduzeće ne ispunjava načela finansijske stabilnosti a dodatnim pribavljanjem kapitala ostvaruje finansijsku stabilnost, onda se to mora uzeti u obzir. Dakako, tada se mora uzeti u obzir kako će se to odraziti na rentabilnost. Ako se dodatni kapital pribavlja emisijom deonica ili po osnovu uloga na bazi učešća u raspodeli neto dobitka, dodatnim pribavljanjem kapitala ne povećavaju se rashodi finansiranja, ali ako se dodatni kapital pribavlja na bazi zaduženja emisijom obveznica ili kreditnog zaduženja, rashodi finansiranja se povećavaju. Ali i u jednom i drugom slučaju dodatno zaduženje, budući da ono predstavlja dodatna ulaganja, mora odbaciti povećanje neto dobitka jer u protivnom ulaganje nema opravdanja.

Izgledi za pribavljanje dodatnog kapitala utoliko su bolji što je rentabilnost i finansijski položaj preduzeća iznad proseka konkurencije, ali ni to često nije dovoljno da se pribavi dodatni kapital ako ulaganje u preduzeća dru-

ge branše obećava veću rentabilnost i sigurnost. Na drugoj strani postoje i zahtevi (ili očekivanja) vlasnika kapitala koji se pri danoj kreditnoj sposobnosti moraju uvažiti da bi se pribavio dodatni kapital, što smanjuje elastičnost i nezavisnost. Ako se dodatni kapital pribavlja emisijom deonica, postavlja se pitanje koju vrstu deonica — prioritetne ili obične — preferiraju vlasnici kapitala, kako će se ponašati kao suvlasnici preduzeća u upravljanju i kakva su očekivanja u pogledu visine dividende.

Budući kreditori (vlasnici obveznica ili zajmodavci) mogu zahtevati obezbeđenje svojih potraživanja putem hipoteke na nepokretnu imovinu ili lombarda na zalihe, a to znatno umanjuje finansijsku elastičnost jer se taj deo imovine ne može prodati sve dok se kredit, odnosno obveznica ne otplati. Ovaj zahtev kreditora povezan je, dakako, s kreditnom sposobnošću preduzeća, jer što je kreditna sposobnost viša, budući kreditori imaju manje razloga da zahtevaju obezbeđenje svojih potraživanja putem zaloga nepokretne, odnosno pokretne imovine.

Kada postojeći izvor finansiranja postane preskup bilo zato što je usled konjunkturnih razloga opao prinos na ukupan kapital, bilo zato što se u međuvremenu na tržištu kapitala i novca formirala niža kamatna stopa od ugovorene kamatne stope, ili, pak, zato što je domaća stopa inflacije porasla iznad stope inflacije zemlje u čijoj je valuti izraženo zaduženje pa se na obavezama prema stranim poveriocima ostvaruju inflatorni gubici (negativne kursne razlike), elastičnost zahteva mogućnost potpune prevremene otplate takvih izvora finansiranja ili barem mogućnost svođenja njihovog apsolutnog iznosa na što je moguće niži nivo. Naravno, ta mogućnost prevremene otplate utoliko je veća: ukoliko je sopstveni kapital viši a pozajmljeni niži, ukoliko su skriveni oblici samofinansiranja jače izraženi putem potcenjivanja aktive i precenjivanja obaveza i ukoliko je kreditna

sposobnost preduzeća veća, jer dobra kreditna sposobnost, u principu, omogućuje pozajmljivanje jeftinijeg kapitala radi prevremene otplate skupljeg.

1.2.6. Načelo nezavisnosti

Da bi preduzeće imalo slobodu odlučivanja, preduslov je da bude nezavisno od poverilaca. Ta sloboda odlučivanja i nezavisnost od poverilaca usko su povezane s finansijskom stabilnošću, rentabilnošću, likvidnošću, strukturom kapitala sa stanovišta vlasništva i elastičnošću. Ukoliko preduzeće uspe da u većoj meri ostvari pomenuta načela, utoliko poverioci imaju manje razloga da utiču na poslovnu i finansijsku politiku dužnika sa ciljem da smanje sopstveni rizik.

U principu, nezavisnost raste sa povećanjem udela sopstvenog kapitala. Ovo zato što se tada smanjuje udeo pozajmljenog kapitala pa zaštita poverioca raste jer raste garantna supstanca. Međutim, kod preduzeća koja su finansirana na bazi učešća u raspodeli neto dobitka (finansiranje na bazi deoničarskog kapitala i uloga trećih lica) da bi rukovodstvo preduzeća obezbedilo što veću nezavisnost od vlasnika, visina udela sopstvenog kapitala nije bitna za nezavisnost rukovodstva, već je bitna visina otvorenih i skrivenih rezervni. Što je obim otvorenih i skrivenih (tih) rezervi veći (rezervni kapital preduzeća, dugoročna rezervisanja, potcenjivanje aktive putem većih otpisivanja i procenjivanje zaliha po najnižim cenama, odnosno po nepotpunoj ceni koštanja, na primer, po ceni koštanja utvrđenoj na bazi proizvodnih ili čak na bazi varijabilnih troškova) to je nezavisnost rukovodstva preduzeća veća.

Nezavisnost, odnosno zavisnost se reperkutuje i na slobodu disponiranja. Naime, ako je pozajmljeni kredit dobijen putem zaloga (hipotekarni ili lombardni kapital, na primer), samim tim preduzeće ne može disponirati založenu imovinu. Time je sloboda

odlučivanja, naravno, ograničena.¹⁵ Da li će kreditori (na primer, banke) tražiti zalag kao obezbeđenje svojih potraživanja, to u dobroj meri zavisi od kreditne sposobnosti preduzeća. Preduzeće sa dobrom kreditnom sposobnošću može, po pravilu, da menja banku izbegavajući banke koje zahtevaju obezbeđenje putem zaloga. I obaveze prema dobavljačima mogu takođe nositi manju i veću zavisnost. Ta zavisnost je utoliko manja što je disperzija dobavljača veća i što je preduzeće manje upućeno na pojedine dobavljače kao isključive liferante.

Stepen nezavisnosti povezan je s maksimiranjem neto dobitka, odnosno rentabilnosti u kratkom roku. Naime, ako je preduzeće zbog zavisnosti prinuđeno da prihvati sve zahteve poverilaca, to će, po pravilu, negativno delovati na rentabilnost. Ali ako preduzeće zbog straha od gubitka nezavisnosti povećanjem udela pozajmljenog kapitala izbegava zaduženje, to takođe negativno deluje na rentabilnost bilo zbog negativnog uticaja fiksnih troškova na finansijski rezultat pri smanjenju obima poslovanja, bilo zbog propuštene šanse da se investira putem pribavljanja dodatnog kapitala.

1.2.7. Načelo optimalnog aktivizacionog dejstva slike finansiranja.

Slika finansiranja predstavljena je bilansom stanja. Preduzeće po sili zakona ili dobrovoljno objavljuje bilans i tada je širokoj javnosti dostupna slika finansiranja preduzeća, a to znači da javnost, pošto joj nisu dostupne druge činjenice o preduzeću, prosuđuje ekonomsko i finansijsko stanje preduzeća na osnovu bilansa. Kako će

se javnost odnositi prema preduzeću u poslovnom smislu — obnavljanje i proširivanje postojećih poslovnih odnosa, stupanje u nove poslovne odnose — zavisi kakav je utisak na javnost ostavio bilans, a budući da rast i razvoj preduzeća upravo zavise od obnavljanja i proširivanja postojećih poslova i ulaska u nove poslove, u interesu je preduzeća da bilans ima snagu aktivizacionog dejstva na široku javnost. Što široka javnost stekne više uveravanja o moći preduzeća, rentabilnosti, likvidnosti i stabilnosti, utoliko će biti više naklonjena preduzeću. Obnavljaće i proširivati postojeće i zasnivati nove poslovne odnose — i tada se ostvaruje načelo optimalnog aktivizacionog dejstva slike finansiranja.

Jasno je da bilans ne može iskazati optimalnu sliku finansiranja i time aktivirati javnost u korist preduzeća ako ne postoji finansijska stabilnost, ako je nizak sopstveni kapital, ako su finansijske ravnoteže poremećene (dugoročna u korist dugoročno vezanih sredstava, kratkoročna u korist kratkoročnih obaveza), što se ne može ostvariti bez poštovanja načela finansijske stabilnosti, rentabilnosti, likvidnosti, finansiranja u skladu s rizikom, finansijske elastičnosti i nezavisnosti. Otuda samo dosledno poštovanje finansijskih načela obećava „sliku snažnog i solidnog preduzeća. Nedopustivo je da preduzeće izgleda lošije od konkurentnih preduzeća. Ukoliko sopstveni položaj izgleda bolje, utoliko su — ceteris paribus — povoljniji izgledi za budućnost.“¹⁶

Iskustvo je pokazalo da za široku javnost bitnu težinu ima:

¹⁵ Poduprećemo ovu tvrdnju primerom jednog preduzeća. Preduzeće je zapalo u dugoročnu nelikvidnost usled drastično pomerene dugoročne finansijske ravnoteže ka dugoročno vezanim sredstvima. U okviru dugoročno vezanih sredstava relativno visok iznos bio je ulog u banku u vidu kupljenih deonica. Pokazalo se da bi se dugoročna finansijska ravnoteža bitno popravila ako bi preduzeće prodalo deonice kupljene od banke. Međutim, deonice su bile založene po osnovu kredita dobijenog od banke. S tim u vezi banka nije htela ni otkupiti ni dozvoliti prodaju deonica dok se kredit ne vrati, a vraćanje kredita uz prodaju deonica, obzirom da je kredit dugoročan, ne popravља dugoročnu finansijsku ravnotežu, što znači da se opet ne može postići likvidnost. Banka se ovde ponaša u skladu sa svojim interesima. Ako preduzeće ode u stečaj odnosno likvidaciju, banka neće ništa izgubiti jer je kredit pokriven zalogom deonica, ali je preduzeće time izgubilo nezavisnost, ono ne može prodati deonice i time doći do likvidnih sredstava.

¹⁶ Dr Dietrich Harle: Citirani opus, str. 157.

- struktura kapitala sa stanovišta vlasništva,
 - odnos imovine i dugova,
 - odnos sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital i osnovnih sredstava uvećanih za dugoročne finansijske plasmane i
 - odnos obrtne imovine i kratkoročnih obaveza,
- a ta struktura i te relacije lako su uočljive u bilansu stanja. Široka javnost zna da u strukturi kapitala jače učešće sopstvenog kapitala obezbeđuje manji rizik poverilaca, jer je garantna supstanca visoka, a time je i odnos

imovine i dugova više pomećen u korist imovine. Što je odnos sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital i osnovnih sredstava uvećanih za dugoročna finansijska ulaganja više pomećen u korist sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital to se više obrtnih sredstava finansira iz sopstvenog kapitala i dugoročno pozajmljenog kapitala, a time je odnos obrtne imovine i kratkoročnih obaveza više pomećen u korist obrtne imovine, što obećava likvidnost.

2. PRAVILA FINANSIRANJA

Iz teorije finansiranja tokom poslednjih 150 godina razvila su se pravila finansiranja. Pravila finansiranja u kvantitativnom smislu određuju:

- a) strukturu kapitala, odnosno odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala (vertikalna pravila finansiranja), i
- b) relacije pojedinih delova uloženi sredstava posmatranih po roku vezanosti (imobilizacije) i pojedinih delova kapitala posmatranih po roku raspoloživosti (horizontalna pravila finansiranja).

Vertikalna pravila finansiranja teže da se kroz strukturu kapitala obezbedi rentabilnost, sigurnost, nezavisnost i elastičnost finansiranja. Horizontalna pravila finansiranja teže da se kroz relacije pojedinih delova uloženi sredstava posmatranih po roku vezanosti i pojedinih delova kapitala posmatranih po roku raspoloživosti obezbedi održavanje likvidnosti. Tako određena pravila finansiranja imaju višestruku ulogu. Svako preduzeće unapred zna kako da oblikuje strukturu kapitala i kako da postavi relacije između uloženi sredstava posmatranih po roku vezanosti i kapitala posmatranog po roku raspoloživosti, što mu obećava rentabilnost, sigurnost, nezavisnost, elastičnost i likvidnost. Drugo, u finansijskoj analizi

pravila finansiranja imaju ulogu normale, što znači da se stvarno stanje upoređuje sa normalom, utvrđuje odstupanje od normale i donosi zaključak o finansijskoj situaciji preduzeća. Treće, pri oceni kreditne sposobnosti (boniteta) budućeg dužnika od strane budućih poverilaca pravila finansiranja imaju ulogu kriterija čije zadovoljavanje kvalifikuje budućeg dužnika da je kreditno sposoban.

U literaturi postoje različite kvantifikacije pojedinih pravila finansiranja, uz to nema ni jedinstvenog mišljenja o njihovoj valjanosti. Naime, brojni autori pridaju veliki značaj pravilima finansiranja, ali isto tako i ne mali broj autora osporava njihov značaj o čemu će biti reči u narednim izlaganjima.

2.1. Vertikalna pravila finansiranja

2.1.1. Odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala

Pravila o odnosu sopstvenog i pozajmljenog kapitala zapravo određuje normalu odnosa sopstvenog kapitala i pozajmljenog kapitala pri čemu sopstveni kapital obuhvata sve vrste sopstvenog kapitala preduzeća a pozajmljeni kapital obuhvata sve vrste dugova odnosno obaveza preduzeća, što znači da se ovo pravilo tiče strukture pasive sa stano-

višta vlasništva, kojom se želi obezbediti: *rentabilnost, sigurnost, nezavisnost i elastičnost*.

Rentabilnost. Već u odeljku 1.2.2. prethodnog poglavlja videli smo da se rentabilnost ukupnog kapitala meri odnosom poslovnog dobitka i ukupnog kapitala, iz čega se dobija stopa prinosa na ukupan kapital, i odnosom neto dobitka i sopstvenog kapitala, iz čega se dobija stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala. Sve dok je cena pozajmljenog kapitala (prosečna kamatna stopa na pozajmljeni kapital) niža od stope prinosa na ukupni kapital, pomeranjem strukture kapitala ka pozajmljenom kapitalu raste stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala. Radi maksimiranja stope rentabilnosti sopstvenog kapitala, sledstveno rečenom, struktura kapitala trebalo bi da se pomera ka pozajmljenom kapitalu, ali tada, videli smo u gore pomenutom odeljku, neto dobitak u apsolutnom iznosu pada, što ugrožava finansijsku elastičnost u smislu mogućnosti pribavljanja kapitala i otplate preskupih izvora finansiranja. Uz to, pomeranjem strukture kapitala ka pozajmljenom kapitalu raste finansijski rizik ostvarenja bruto dobitka, jer se troškovi (rashodi) finansiranja pri datoj kamatnoj stopi povećavaju srazmerno pomeranju strukture kapitala u korist pozajmljenog kapitala. Celi problem dolazi otuda što preduzeće u kratkim rokovima ne može da povećava i smanjuje sopstveni kapital da bi podešavalo strukturu kapitala tako da se maksimira stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala. Primera radi, ako usled nepovoljnih prilika na tržištu padne poslovni dobitak a time i stopa prinosa na ukupni kapital i tada ona postane viša od prosečne cene pozajmljenog kapitala, zbog čega će stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala biti utoliko niža ukoliko je struktura kapitala više pomešana ka pozajmljenom kapitalu, preduzeće bi radi maksimiranja stope rentabilnosti na sopstveni kapital i smanjenja finansijskog rizika ostvarenja bruto dobitka trebalo da pomeri

strukturu kapitala u korist sopstvenog, ali sopstveni kapital se ne može u kratkom roku povećati. Otuda, kasnije ćemo videti, rentabilnost u smislu maksimiranja stope rentabilnosti sopstvenog kapitala nije najvažniji kriterijum za određivanje strukture kapitala sa stanovišta vlasništva mada ima određenu ulogu.

Na ovom mestu korisno je, možda, pokušati razjasniti otkuda suprotan stav o rentabilnosti i strukturi kapitala sa stanovišta vlasništva, koji se uporno sreće u literaturi. Suprotnost je, po našem mišljenju, nastala otuda što su jedni autori posmatrali deoničara a drugi su posmatrali preduzeće (firmu). Deoničar teži da maksimira prinos na sopstveni kapital. Kada bi ga uložio u jedno preduzeće pod pretpostavkom da je preduzeće finansirano pretežno iz njegovog kapitala, on bi gro dobitka ostvario po osnovu sopstvenog kapitala, a samo mali deo dobitka ostvario bi po osnovu tuđeg kapitala, koji je ravan umnošku pozajmljenog kapitala razlikom između stope stvarnog ukamaćenja uloženog kapitala (stvarna stopa ukamaćenja uloženog kapitala dobija se iz odnosa zbira troškova finansiranja i neto dobitka i ukupno uloženog kapitala) i kamatne stope na pozajmljeni kapital. Razumljivo je da to deoničaru kao vlasniku kapitala ne odgovara, jer on želi upravo da što više dobitka ostvari na pozajmljeni kapital. Upravo zbog toga on će svoj kapital ulagati u više preduzeća da bi privukao što više tuđeg kapitala i na njemu ostvario što veći dobitak. Pri tome će ulagati u ona preduzeća koja imaju najvišu stvarnu stopu ukamaćenja. Uz to, deoničar postiže još jedan uzgredni efekat, razbija rizik a time ga i umanjuje, jer je njegov kapital uložen u više preduzeća a sva preduzeća neće bankrotirati, dok se jednom to može lako dogoditi. S druge strane, uprava preduzeća ima suprotan interes od deoničara, jer ona želi maksimirati neto dobitak u apsolutnom iznosu. Otuda uprava preduzeća teži jačanju sopstvenog kapitala i to onog koji

nije deoničarski već je nastao akumuliranjem neto dobitka i stvaranjem rezervnog kapitala i rezervi za rizike, jer taj kapital nije opterećen dividendom. Isto tako, inokosni vlasnici preduzeća i suvlasnici preduzeća (ortaka društva) težiće minimiziranju sopstvenog kapitala samo ako njegovim ulaganjem u druga preduzeća mogu ostvariti veću stopu prinosa od stope prinosa koju ostvaruju ulaganjem u sopstvenom individualno, odnosno suvlasničko preduzeće.¹⁷

Sigurnost. Ovde se pre svega misli na sigurnost poverilaca u smislu naplate potraživanja ali ne o roku dospeća već kad-tad, makar iz stečajne, odnosno likvidacione mase. Drugim rečima, radi se o riziku poverilaca od gubitka na potraživanjima. Taj rizik je utoliko veći što je struktura kapitala više pomešana u korist pozajmljenog kapitala. Razlog je jednostavan — sve dok gubitak ne pređe nivo sopstvenog kapitala, poverioci su zaštićeni, oni mogu naplatiti svoja potraživanja jer je preduzeće dužnik izgubilo sopstveni kapital ali ne i pozajmljeni. Kad nivo gubitaka pređe nivo sopstvenog kapitala, izgubljen je i pozajmljeni kapital u visini razlike između gubitka i sopstvenog kapitala i u tom iznosu će poverioci naplatiti manje svojih potraživanja. Već iz rečenog jasnije je da sopstveni kapital ima ulogu garantne supstance za po-

verioce i otuda je rizik poverilaca utoliko manji što je garantna supstanca viša. To primorava preduzeće da u strukturi kapitala drži sopstveni kapital u obimu koji je dovoljan za sigurnost poverilaca, odnosno koji njihov rizik naplate potraživanja svodi na minimum iz prostog razloga — što potencijalni poverioci neće prihvatiti takvog dužnika, s tog aspekta smatraće ga kreditno nesposobnim, bez obzira što jačanje sopstvenog kapitala u strukturi kapitala ne maksimira stopu rentabilnosti na sopstveni kapital.

Nezavisnost. Nezavisnost je, u stvari, autonomija dužnika u smislu vođenja poslovne politike i finansijske politike kao dela poslovne politike. Ako je garantna supstanca (sopstveni kapital) relativno mala, videli smo, rizik poverilaca je visok. U takvim okolnostima poverioci teže da smanje svoj rizik putem pozajmljivanja uz zalog, čime je preduzeće dužnik ograničeno u pogledu disponibiliteta založenih stvari, što, dabome, ugrožava autonomiju dužnika. Osim toga, opet radi smanjenja rizika poverioci utiču na usmeravanje poslovne i finansijske politike preduzeća dužnika u pravcu koji smanjuje rizik poverilaca, čime se gubi autonomija dužnika u vođenju poslovne i finansijske politike.¹⁸ Otuda autonomija dužnika zahteva

17 Detaljnije o tome vidi: Dr Josef Löffelholz: *Repetitorium der Betriebswirtschaftslehre*, 4. Auflage, Verlag, Dr Th. Gabaiier, Weisbaden, 1977. str 522. Dr Deitrich Härle: *Finanzierungsregeln und ihre Problematik*, Weisbaden, 1961., prevedeno na srpskohrvatski u zbirci tekstiva: Dr Jovan Ranković: *Finansiranje i finansijska analiza preduzeća*, II deo, Ekonomski fakultet, Beograd, 1971., str. 79. i dr Jovan Ranković: *Upravljanje finansijama radnih organizacija*, Zavod za savremenu organizaciju poslovanja, Beograd, 1975., str. 31.

18 Ilustracije radi, jedna banka je imala potraživanje po kratkoročnom kreditu od preduzeća A. Preduzeće A je zapalo u nelikvidnost i gubitke, što je povećalo rizik banke. Preduzeće A je tražilo konverziju kratkoročnog u dugoročni kredit, jer ga nije moglo o roku vratiti. Pošto je preduzeće A već izgubilo 73% sopstvenog kapitala a nije imalo nezaložene imovine koja bi se mogla brzo i sigurno prodati, banka nije prihvatila konverziju kratkoročnog u dugoročni kredit. Umesto toga banka je odobrila kratkoročni kredit preduzećima B, C i D u visini kratkoročnog kredita preduzeća A. Ta preduzeća su inače bila kupci preduzeća A u visini odobrenog kratkoročnog kredita. Potom je banka primorala preduzeća A da cedira svoja potraživanja od preduzeća B, C i D na nju. Posle cesije preduzeće A je kompenziralo cedirana potraživanja i dug prema banci, banka je prenetu potraživanja transformisala u odobreni kratkoročni kredit preduzećima B, C i D, a preduzeća B, C i D su konvertovala obavezu prema preduzeću A u obavezu po kratkoročnom kreditu prema banci. Tako je banka, u krajnjoj liniji, prebacila potraživanje po kratkoročnom kreditu sa kreditno nesposobnog preduzeća A na kreditno sposobna preduzeća B, C i D, čime je preduzeće A dovedeno još u težu finansijsku situaciju, jer je ostalo bez gotovine za nabavku sirovina a dobavljači su zahtevali isplatu u gotovom bez odloženog roka plaćanja usled nelikvidnosti.

pomeranje strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala.

Elastičnost. Pomeranjem strukture kapitala u korist pozajmljenog finansijska elastičnost opada kako u smislu mogućnosti pribavljanja kapitala tako i u smislu vraćanja pozajmljenog kapitala kada njegova cena postane previsoka bilo zato što je ugovorena varijabilna kamatna stopa, koja raste ili usled promene odnosne punude i tražnje na tržištu kapitala odnosno novca, bilo zato što je ugovorena realno pozitivna kamatna stopa, koja raste u skladu sa stopom inflacije, bilo zato što je usled dekonjunktura pala stopa prinosa na ukupan kapital ispod ugovorene fiksne kamatne stope na pozajmljeni kapital. Razumljivo je da finansijska elastičnost u pogledu mogućnosti pribavljanja kapitala pada s rastom pozajmljenog kapitala u strukturi kapitala jer je preduzeće primorano da prihvati ponuđene uslove za pribavljanje pozajmljenog kapitala tim više što ima manje sopstvenog kapitala, a ti uslovi su utoliko oštriji što je sopstveni kapital niži. Isto tako i vraćanje pozajmljenog kapitala u uslovima kada je on preskup utoliko je teže što je pozajmljeni kapital viši a sopstveni niži. Otuda finansijska elastičnost zahteva jačanje sopstvenog kapitala u strukturi kapitala.

Prethodno izlaganje pokazuje da rentabilnost zahteva pomeranje strukture kapitala u korist pozajmljenog, dok sigurnost, nezavisnost i elastičnog zahtevaju pomeranje strukture kapitala u korist sopstvenog. Otuda se postavlja pitanje kakav, zapravo, treba da bude odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Klasično (tradicionalno) pravilo zahteva da minimalni odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala bude 1 : 1 (Gerstner). U literaturi, međutim, ne postoji saglasnost oko ovog tradicionalnog pravila. Predlaže se

odstupanje i naviše i naniže od tradicionalnog pravila. Tako postoji zahtev da odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala bude 2 : 1 (Bredt) a dozvoljava se da taj odnos bude i 1 : 3 (Lohmann).¹⁹

Moderna (savremena) teorija finansiranja smatra da se struktura kapitala sa stanovišta vlasništva ne može odrediti u kvantitativnom odnosu sopstvenog i pozajmljenog kapitala koji bi odgovarao svakom preduzeću i za sve prilike. Ovo zato što je struktura kapitala uslovljena: strukturom (organskim sastavom) sredstava, visinom vladajuće stope inflacije, rentabilnošću i likvidnošću.

Struktura (organski sastav) sredstava. Struktura, odnosno organski sastav sredstava je zapravo odnos osnovnih i obrtnih sredstava. Što je struktura sredstava više pomerena ka osnovnim sredstvima, struktura kapitala mora više da bude pomerena sopstvenom kapitalu. Ovaj zahtev povezan je s načelom finansiranja u skladu s rizikom. Naime, visoka ulaganja u osnovna sredstva prouzrokuju visoke fiksne troškove po osnovu amortizacije. Zbog visokih fiksnih troškova po osnovu amortizacije visok je poslovni rizik, odnosno rizik ostvarenja poslovnog dobitka. Ako bi pri tome preduzeće bilo finansirano s visokim pozajmljenim kapitalom, imalo bi visoke troškove finansiranja, a to znači da bi bio visok i finansijski rizik. Visok poslovni rizik i visok finansijski rizik dovode do neprihvatljivo visokog ukupnog rizika ostvarenja bruto dobitka, zbog čega i manji poremećaji na tržištu mogu dovesti preduzeće u zonu gubitka. I upravo zato preduzeća s visokim organskim sastavom sredstava moraju jačati sopstveni kapital u strukturi kapitala, što odgovara i sigurnosti poverilaca. Ovaj teorijski stav potvrđuje i praksa. Savezna Republika

¹⁹ Dr Josef Löffelholz: Citirani opus, str. 523.

Nemačka je 1961. godine imala stabilnu novčanu jedinicu, privreda je bila relativno visoko rentabilna i uz to likvidna. U takvim okolnostima rudarska preduzeća su imala učešća sopstvenog kapitala u pasivi nešto iznad 50%, a kod veletrgovačkih preduzeća ono je iznosilo jedva nešto više od 20%, ali je zato učešće osnovnih sredstava u bilansnoj sumi kod rudarskih preduzeća iznosilo nešto preko 50%, a kod veletrgovačkih preduzeća ispod 20%.²⁰

Inflacija. Visoka stopa inflacije zahteva pomeranje strukture kapitala ka sopstvenom kapitalu. Dva su razloga tome. Prvo, ako su kamatne stope realno negativne (kamatna stopa niža od stope inflacije), poverioci trpe inflatorne gubitke na potraživanjima i razumljivo je što oni izbegavaju da u takvim uslovima pozajmljuju sredstva a slobodna novčana sredstva ulažu u realna dobra kako bi izbegli inflatorne gubitke. Ako zbog nemogućnosti da pribavi sredstva preduzeće smanji obim proizvodnje i prodaje, zbog negativnog dejstva fiksnih troškova po osnovu amortizacije i režijskih troškova povećava se poslovni rizik, odnosno rizik ostvarenja poslovnog dobitka i preduzeće klizi ka zoni gubitaka. Budući da preduzeće, dakako, želi izbeći gubitak a pozajmljivati ne može, ono je prinuđeno da u takvoj okolnosti u strukturi kapitala jača sopstveni kapital. Drugo, ako su kamatne stope realno pozitivne (više od stope inflacije), poverioci ne trpe inflatorne gubitke na potraživanjima, preduzeće može pozajmiti sredstva, ali su usled visokih kamatnih stopa rashodi finansiranja visoki, što povećava finansijski rizik, odnosno rizik ostvarenja bruto dobitka i preduzeće opet klizi ka zoni gubitka. U takvim okolnostima jedini izlaz je opet u jačanju sop-

stvenog kapitala u strukturi kapitala, jer preduzeće samo na taj način može izbeći visoke troškove finansiranja. Da ove stavove teorije finansiranja potvrđuje praksa, pokazuju sledeći podaci: Predratna Nemačka imala je 1924. godine hiperinflaciju, te godine nemačka privreda je imala udeo sopstvenog kapitala u pasivi 61,8%, a u sedmoj deceniji našeg veka Savezna Republika Nemačka imala je izrazito stabilnu novčanu jedinicu (marku) i tada je njena privreda imala udeo sopstvenog kapitala u pasivi 37,9% (1961), 37,1% (1962), 35,9% (1963), 35,4% (1964) i 35,5% (1965).²¹

Rentabilnost. Visoka rentabilnost dozvoljava pomeranja strukture kapitala ka pozajmljenom ne samo zato što to maksimira stopu prinosa na sopstveni kapital već pre svega zato što se akumuliranjem neto dobitka uvećava sopstveni kapital; time se, dakako, uvećava i garantna supstanca, što smanjuje rizik poverilaca. Poverioci nemaju razloga da se mešaju u poslovnu i finansijsku politiku dužnika kako zbog toga što garantna supstanca raste a njihov se rizik smanjuje tako i zbog toga što visoka rentabilnost potvrđuje ispravnost poslovne i finansijske politike dužnika.

Likvidnost. Permanentna likvidnost takođe dozvoljava pomeranje strukture kapitala ka pozajmljenom kapitalu, jer poverioci stižu uverenje, budući da dužnik neprekidno plaća obaveze o dospeću, da je dužnik sa dobrim finansijskim položajem; njihov rizik se smanjuje tim više što je visoka i rentabilnost, pa nemaju razloga da se mešaju u poslovnu i finansijsku politiku dužnika.

²⁰ Dr Hans Janberg: Citirani opus, str. 144.

²¹ Hans Janberg: Citirani opus, str. 69.

*

*

*

Videli smo da visok organski sastav sredstava i visoka inflacija zahtevaju pomeranje strukture kapitala ka sopstvenom kapitalu dok visoka rentabilnost i permanentna likvidnost dozvoljavaju pomeranje strukture kapitala ka pozajmljenom. S tim u vezi prirodno je zapitati šta primarno a šta sekundarno opredeljuje prihvatljivu strukturu kapitala sa stanovišta vlasništva. Strukturu kapitala sa stanovišta vlasništva primarno opredeljuje organski sastav sredstava i vladajuća stopa inflacije, viši organski sastav sredstava i viša stopa inflacije zahtevaju pomeranje strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala. S druge strane, visoka rentabilnost i permanentna likvidnost dozvoljavaju samo izvesno manje pomeranje strukture kapitala ka pozajmljenim, što znači da je njihov uticaj na prihvatljivu strukturu kapitala sa stanovišta vlasništva sekundaran. Ove tvrdnje podupiru navedeni podaci o nemačkoj privredi. U 1961. godini nemačka marka je bila stabilna a preduzeća rudarstva i veletrgovine rentabilna i likvidna, ali zbog visokog organskog sastava sredstava rudarskih preduzeća njihov udeo sopstvenog kapitala u pasivi bio je nešto iznad 50% a zbog niskog organskog sastava sredstva veletrgovačkih preduzeća njihov sopstveni kapital u pasivi je učestvovao jedva nešto više od 20%. U vreme enormno visoke inflacije 1924. godine privreda predratne Nemačke imala je udeo sopstvenog kapitala u pasivi 61,8%, a u vreme stabilne nemačke marke taj udeo sopstvenog kapitala privrede Savezne Republike Nemačke pao je sedamdesetih godina na 37,9% (1961.) do 35,5% (1965.), pri čemu su u tih pet godina oscilacije udela sopstvenog kapitala u pasivi veoma male iako

je baš u tim godinama privreda Savezne Republike Nemačke imala neprekidan uspon, a to znači rast, rentabilnost i permanentnu likvidnost.

2.1.2. Odnos rezervnog i osnovnog kapitala

O odnosu rezervnog kapitala i osnovnog (sopstvenog) kapitala relativno je malo pisano, Gerster smatra „ukoliko su veće rezerve u odnosu prema osnovnom kapitalu utoliko je preduzeće solidnije“, dok Nicklisch određuje i proporciju da rezervni kapital treba da iznosi 25% od ukupnog kapitala, pri čemu dozvoljava da taj odnos bude i niži u pojedinim privrednim granama.²²

Razlog što ova pravila nisu naišla na širu podršku dr Ranković vidi u njihovoj nelogičnosti. Naime, učinjen je pokušaj pomenutih autora da se preko rezervnog kapitala obezbedi sigurnost osnovnog sopstvenog kapitala (deoničarska glavica, ulozi vlasnika ili ortak), jer se i taj kapital takođe smatra obavezom preduzeća mada se tretira kao sopstveni kapital. Što je viši rezervni kapital koji je preduzeće tokom niza godina akumuliralo iz raspodele neto dobitka, ako dođe do likvidacije preduzeća, veća je verovatnoća da će se iz ostatka likvidacione mase posle isplate svih obaveza moći isplatiti nominalna vrednost deoničarske glavnice deoničarima, trajni ulozi ortak i ulozi inokosnih vlasnika preduzeća. Nelogičnost dolazi otuda što to „zapravo znači da su sva mlađa preduzeća nesigurna, bez obzira na svoju opštu poziciju, zbog toga što još nisu stigla da obezbede normirane rezerve.“²³

22 Dr Ditrich Härle: Citirani opus, str. 21-23.

23 Dr Jovan Ranković: *Upravljanje finansijama radnih organizacija*, Zavod za savremenu organizaciju poslovanja, Beograd, 1975, str. 34.

Treba imati u vidu da preduzeće stvara rezervni kapital akumuliranjem neto dobitka za rezerve pri njegovoj raspodeli, pri čemu ta akumuliranja neto dobitka mogu da budu uslovljena zakonskom obavezom (zakonske rezerve), statutarom obavezom (statutarne rezerve) i rezervama za pokriće eventualnih rizika od gubitka (namenske rezerve) i da pri tome preduzeće nastoji da pri raspodeli neto dobitka što više akumulira neto dobitak kako za osnovni kapital (akumulirani neto dobitak) tako i za rezerve ne samo da bi zaštitilo od gubitka osnovni deoničarski kapital i uloge ortak i vlasnika već da bi od ostvarenog neto dobitka što više ostalo u preduzeću kako bi olakšalo supstituciju dugoročno pozajmljenog kapitala i postiglo veću elastičnost. Pri tome uprava preduzeća dolazi u sukob sa vlasnicima kapitala, jer oni iz raspodele neto dobitka žele izvući što više prihoda za sebe i uz to da isplata bude u gotovu. Zbog neizvesnosti kako će se neto dobitak raspodeliti preduzeće nastoji, kada je god to moguće sa stanovišta neto dobitka i propisa o bilansiranju, da stvori skrivene rezerve potcenjivanjem aktive i precenjivanjem obaveza. Otuda iskazani rezervni kapital u bilansu i nije uvek stvarni pokazatelj o visini rezervi ako postoje i skrivene rezerve. No nesporno je da veći rezervni kapital obezbeđuje veću sigurnost osnovnog kapitala.

2.2. Horizontalna pravila finansiranja

2.2.1. Zlatna pravila finansiranja

2.2.1.1. Zlatno bankarsko pravilo finansiranja

Zlatno bankarsko pravilo finansiranja utemeljeno je sa ciljem da se održi likvidnost banke još 1854. godine od nemačkog naučnika Hübnera. Pravilo glasi: „Kredit koji

neka banka može dati, a da pri tome ne dode u opasnost u pogledu ispunjavanja svojih obaveza, mora odgovarati kreditu koji banka uživa, i to ne samo po iznosu nego i po kvalitetu (tj. rokovima dospeća — prim. J. R.) kredita.“²⁴ Očito, ovde se radi o paralelitetu između imobilizacije sredstava i raspoloživosti izvora s tim što taj paraleliteta podrazumeva dvostruku jednakost po vrednosti (obimu) i jednakost po roku.

Mada je ova postavka sa stanovišta likvidnosti logična i prihvatljiva, ona je često i osporavana. Glavni argument pri tome je da se ni same banke ne drže ovog pravila jer daju kredite na duži rok od roka na koji su raspoloživi izvori finansiranja pa ipak održavaju likvidnost.²⁵ Banke održavaju likvidnost zahvaljujući stalnom obnavljanju kratkoročnih izvora finansiranja, depozita po videnju, i pribavljanju kredita od drugih banaka i centralne banke. Zaista, banka jednim delom koristi depozite po videnju za pokriće datih kredita očekujući da će se depoziti po videnju stalno obnavljati ili barem da neće pasti ispod nivoa datih kredita. Banka ne samo da očekuje da će se depoziti po videnju obnavljati i da neće pasti ispod nivoa datih kredita već ona provodi takvu taktiku da do toga zaista ne dode. To se ostvaruje tako što banka nastoji da njeni komitenti budu međusobno poslovno povezani tako da plaćanje obaveza od strane jednog komitenta prema drugim komitentima ne izaziva smanjenje depozita po videnju kod banke već samo premeštanje novca sa računa dužnika na račun poverioca. U pogledu depozita po videnju po osnovu štednje banka se trudi da zadobije poverenje štediša, da nivo štednje stalno održava i povećava i pri tome se oslanja na zakon velikih brojeva jednostavno smatrajući da sve štedište neće odjednom

²⁴ Dr Dietrich Härle: Citirani opus, str. 24.

²⁵ Dr Jovan Ranković: Citirani opus, str. 37.

povući svoje uloge. Na kraju, banka se oslanja i na međubankarsko kreditiranje uključujući i centralnu banku, naročito u pogledu kredita za održavanje likvidnosti. Ali uprkos svemu tome banka ipak može pasti u nelikvidnost upravo zato što nije poštovala pravilo — i ne samo da može pasti u nelikvidnost već može i propasti ako nastane panika kod njenih deponenata a pri tome izostane podrška drugih banaka, naročito centralne banke. Upravo ta okolnost naterala je Sjedinjene Američke Države da najzad, posle dugog oklevanja, osnuju centralnu banku. „Zakon o federalnoj rezervi (Centralna američka banka — prim. J. R.) iznicao je (1913) iz panike od 1907. koja je izazvala alarmantnu epidemiju stečaja banaka.“²⁶

2.2.1.2. Zlatna bilansna pravila

Zlatno bankarsko pravilo finansiranja, koje prethodi zlatnim bilansnim pravilima, jeste osnov za formulisanje zlatnih bilansnih pravila. U osnovi zlatnih bilansnih pravila leži zahtev zlatnog bankarskog pravila finansiranja da izvori finansiranja po roku raspoloživosti i po visini u okviru svakog roka moraju odgovarati, moraju da budu jednaki uloženim (vezanim) sredstvima (Gerstner, Mellerowitz, Töndury-Gsell).²⁷ Očito da je taj zahtev postavljen s ciljem održavanja likvidnosti. Svakom preduzeću u okviru aktive ima čitav niz segmenata sredstava uloženih na različite rokove, a u okviru pasive takođe ima čitav niz segmenata izvora finansiranja raspoloživih u različitim rokovima. Pošto se sredstva u procesu reprodukcije stalno kreću, stalno se menja i njihova ročna struktura angažovanja. Na primer, sredstva uložena u osnovna sredstva su dugoročno vezana, ali kada se deo osnovnih sredstava putem amortizacije stavi na teret nedovršene proizvodnje onda je taj deo vezan na kraći rok, kada se

proizvede gotov proizvod deo osnovnih sredstava sadržan u njemu po osnovu amortizacije vezan je na još kraći rok, a kada se gotov proizvod proda sa odloženim rokom plaćanja deo osnovnih sredstava sadržan u potraživanju od kupaca po osnovu amortizacije vezan je na veoma kratak rok, posle čega se (posle isteka roka) najzad pretvara u likvidna sredstva — gotovinu. Slično je i sa izvorima finansiranja, odnosno sa ročnom strukturom raspoloživosti izvora finansiranja. Svaki kredit dobijen na dugi rok postepeno se transformiše u kredit na kratki rok. Na primer, kredit dobijen na 10 godina jeste dugoročan kredit, ali svake godine jedna desetina tog dugoročnog kredita prerasta u kratkoročni kredit. To je ona desetina koja dospeva za plaćanje u tekućoj godini i kada ona bude plaćena, taj se kratkoročni kredit (izvor), naravno, gasi. Zbog stalnog i neprekidnog ritma promene ročne strukture uloženih sredstava i ročne strukture raspoloživosti izvora finansiranja, očito, nije moguće kontrolisati da svaki izvor finansiranja po roku raspoloživosti i po visini odgovara roku vezivanja i visini sredstva. Otuda je i nastala ideja da se sredstva i izvori finansiranja podele u dva agregata tako da jedan agregat obuhvata dugoročno uložena (imobilisana) sredstva i dugoročne izvore finansiranja, a drugi obuhvata kratkoročno uložena sredstva i gotovinu i kratkoročne izvore finansiranja. Ta dva agregata jasno se uočavaju i u bilansu stanja, koji kao osnovni finansijski izveštaj služi za kontrolu održavanja jednakosti između dugoročno uloženih sredstava i dugoročnih izvora finansiranja na jednoj i jednakosti kratkoročno uloženih sredstava plus gotovina i kratkoročnih izvora finansiranja na drugoj strani. Upravo tako su i nastala zlatna bilansna pravila.

26 Johan Kennet Galbraith: *Novac*, Stvarnost, Zagreb, 1979. str. 149.

27 Dr Dietrich Härle: Citirani opus, str. 23-24.

Zlatna bilansna pravila obuhvataju samo dugoročno uložena sredstva i dugoročne izvore finansiranja, ali to nikako ne znači da se zanemaruju kratkoročno uložena sredstva plus gotovina i kratkoročni izvori finansiranja iako se oni izričito ne tretiraju u zlatnim bilansnim pravilima. Kratkoročno uložena sredstva plus gotovine i kratkoročni izvori finansiranja ne tretiraju se u zlatnim bilansnim pravilima jer su to rezidualne veličine. Naime, ako postoji jednakost između dugoročnih izvora finansiranja i dugoročno vezanih sredstava, automatski postoji jednakost i između kratkoročnih izvora finansiranja i kratkoročno vezanih sredstava plus gotovina. Otuda su zlatna bilansna pravila i usmerena na definisanje dugoročno uložених sredstava i dugoročnih izvora finansiranja. I upravo zbog različitog shvatanja šta se smatra dugoročno uložеним sredstvima postoje dva zlatna bilansna pravila — zlatno bilansno pravilo u užem smislu i zlatno bilansno pravilo u širem smislu.

2.2.1.2.1. Zlatno bilansno pravilo u užem smislu

Kao dugoročno uložena (imobilisana odnosno vezana) sredstva po zlatnom bilansnom pravilu u užem smislu smatraju se samo osnovna sredstva. Ovako usko definisanje dugoročno vezanih sredstava odgovaralo je vremenu kada se privredni proizvodni pa i prometni subjekti nisu bavili dugoročnim kreditnim poslovima, odnosno dugoročnim finansiranjem drugih subjekata. U savremenim uslovima preduzeća se bave i dugoročnim finansiranjem drugih subjekata, pa se zbog toga definicija dugoročno vezanih sredstava mora proširiti. Po našem mišljenju, pored osnovnih sredstava, dugoročno vezanim sredstvima treba smatrati još i:

- dugoročne finansijske plasmane,
- date dugoročne robne kredite (prodaja opreme i brodova na kredit čiji je rok naplate duži od godinu dana),
- trajne i dugoročne uloge u druga preduzeća,

- kupljene deonice drugih preduzeća i banaka i

- gubitak iskazan u aktivi.

Gubitak iskazan u aktivi, u stvari, predstavlja smanjenje sredstava. On će biti otpisan u narednim godinama na teret ostvarenog pozitivnog finansijskog rezultata, a do tada, do njegova otpisa, on mora da bude pokriven iz dugoročnih izvora finansiranja, čime se, u stvari, nadomeštaju izgubljena sredstva kako bi se i dalje mogao odvijati proces poslovanja u nesmanjenom obimu. Naime, ako izgubljena sredstva ne bi bila nadomeštena iz novih izvora finansiranja, jasno je da bi obim poslovanja morao da bude smanjen jer nedostaju sredstva, a ti novi izvori finansiranja moraju da budu dugoročni iz prostog razloga — što će se gubitak pokriti tek u narednim godinama iz pozitivnog finansijskog rezultata.

Zlatno bilansno pravilo u užem smislu zahteva da dugoročni izvori finansiranja budu jednaki dugoročno vezanim sredstvima. O tom zahtevu postoji opšta saglasnost, ali kod pojedinih autora javlja se razlika u pogledu vlasništva, što izaziva dilemu da li dugoročni izvori treba da budu sopstveni ili i sopstveni i pozajmljeni. U stvari, ovde se vraća diskusija na vertikalnu strukturu kapitala i s tim u vezi na rizik poverilaca u pogledu naplate njihovih potraživanja. Većina autora prihvata i pozajmljene i sopstvene dugoročne izvore finansiranja s tim što se daje prednost sopstvenim očito imajući u vidu rizik poverioca. Sa stanovišta preduzeća, polazeći od problema održavanja likvidnosti a uvažavajući kroz to i rizik poverilaca, naše je mišljenje da strukturu dugoročnih izvora finansiranja determiniše struktura dugoročno uložених sredstava, o čemu je već bilo reči u odeljku o načelima finansijske politike.

U dugoročne izvore finansiranja spadaju sve vrste sopstvenog kapitala (nominirani — deoničarska glavnica, trajni ulozi trećih lica odnosno ortaka, kapital inokosnog vlasnika, akumulirani neto dobitak, društveni poslovni kapital u našim uslovima, nenominirani

— rezervni kapital, revalorizaciona rezerva), dugoročna rezervisanja i sve vrste dugoročnih obaveza, odnosno obaveza čiji je rok dospeća duži od godinu dana (oročeni ulozi trećih lica, obaveze po prodatim obveznicama i obaveze po uzetim dugoročnim finansijskim i robnim kreditima).

Svakako da postoji razlika između sopstvenog kapitala, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza u pogledu roka raspoloživosti, a time i supstitucije. Sopstveni kapital je trajno raspoloživ, dugoročna rezervisanja su raspoloživa do njihovog iskorišćenja ili ukidanja, a dugoročne obaveze su raspoložive do njihovog dospeća za plaćanje. Otuda poštovanje zlatnog bilansnog pravila u dugom roku zahteva supstituciju otplaćenih dugoročnih obaveza za razliku između mobilisanih dugoročnih vezanih sredstava i dospeća glavnice dugoročnih obaveza za plaćanje, a finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava zahteva potpunu supstituciju dugoročnih obaveza u momentu zamenе dotrajalih osnovnih sredstava, o čemu je bilo reči u odeljku o načelima finansijske politike.

2.2.1.2.2. Zlatno bilansno pravilo u širem smislu

U pogledu definisanja dugoročnih izvora finansiranja ne postoji razlika između zlatnog bilansnog pravila u užem i u širem smislu. Razlika postoji samo kod definisanja dugoročno uložених (vezanih) sredstava. Po zlatnom bilansnom pravilu u širem smislu u dugoročno vezana sredstva, pored dugoročno vezanih sredstava definisanih po zlatnom bilansnom pravilu u užem smislu, spadaju i trajna, odnosno stalna obrtna sredstva. I upravo oko definisanja trajnih obrtnih sredstava postoji čitava lepeza različitih mišljenja. Zbog značaja ovog problema izložićemo podrobnije

mišljenja iz nemačke, francuske, sovjetske i američke literature. Različita mišljenja što obuhvataju trajna obrtna sredstva u nemačkoj literaturi najsveobuhvatnije je dao Härle.²⁸

Ona se mogu sažeti u pet grupa:

- prva, to su minimalne ili gvozdene zalihe koje se stalno moraju obnavljati na određenom nivou da se obim proizvodnje i realizacija ne bi prekinuli, odnosno smanjili ili ograničili (Hax, Gerwing, Schafer, Slevegt, Horn);
- druga, to je pogonski kapital koji obuhvata gvozdene zalihe, odobrene komercijalne kredite i deo gotovine u kasi (Polak, Hoffman, Viel, Benning);
- treća, to su ukupne zalihe (Schmaltz, Nertingers);
- četvrta, to su gvozdene zalihe i uloženi kapital u druga preduzeća (Töndur-Gsell) i
- peta, to su prosečne zalihe (Bredt-Birnbaum).

U francuskoj literaturi sreću se dva dosta oprečna mišljenja o trajnim obrtnim sredstvima koja treba finansirati iz dugoročnih izvora finansiranja.

● Po prvom mišljenju to su minimalne zalihe koje omogućuju normalan rad preduzeća, odnosno koje uvek treba da postoje u preduzeću, pri čemu radi zaštite od teškoća, po Depallensu, dugoročni izvori finansiranja treba da premašuju nivo minimalnih zaliha, ali se ne precizira za koliko treba da premašuju.²⁹

● Po drugom mišljenju dok preduzeće funkcioniše, postojanost vezanih zaliha se menja samo u svojim ćelijama, „ali nasuprot tome, kratkoročni dugovi se obnavljaju istom brzinom kojom se obnavljaju i zalihe, izuzev u slučaju grube restrikcije kredita i u izuzetnim okolnostima, ili ako veliki deo zaliha postane mrtav (nekurentan — prim. J. R.), volumen kratkoročnih dugova je stabi-

28 Dr Detrich Härle: citirani opus, str. 29-38.

29 G. Depallens: *Gestion Financiere de l'entreprise*, Paris, 1963, str. 129.

lan“.³⁰ Iz rečenog jasno proizlazi da se i minimalne zalihe mogu finansirati iz kratkoročnih izvora finansiranja, čak i iz obaveza prema dobavljačima, jer se oni stalno obnavljaju, što znači da su u stanovitom iznosu uvek raspoloživi.

U sovjetskoj literaturi takođe se pravi razlika između obrtnih sredstava koja su permanentno vezana i obrtnih sredstava koja su privremeno prisutna usled neusklađenosti proizvodnje i potrošnje. U pogledu finansiranja „obrotna sredstva treba deliti na dva dela: jedan deo, u minimalnim razmerama, treba da se stalno nalazi na raspolaganju u preduzeću (i taj deo zahteva dugoročne izvore finansiranja — prim. J. R.) i drugi deo (koji je privremeno angažovan — prim. J. R.) treba blagovremeno davati preduzeću i oduzimati od njega kada mu ona više nisu potrebna... putem kratkoročnog kredita“.³¹ „Limitirana potrebna sredstva (u minimalnom iznosu — prim. J. R.) treba da budu utvrđena putem njihovog normiranja, tj. putem specijalnog obračuna za svaki element obrtnih sredstava i ona se finansiraju sopstvenim izvorima“.³² Iz ovog nedvosmisleno izlazi da se trajnim obrtnim sredstvima smatraju svi pojavi oblici obrtnih sredstava u minimalnom iznosu koji je trajno vezan u preduzeću.

Iz američke literature dr Krasulja prenosi tri shvatanja trajnih obrtnih sredstava:

- prvo, to su obrtna sredstva „vezana u gotovini, potraživanja od kupaca i zalihama različitih vrsta čije prisustvo je uslovljeno normalnim obimom poslovne aktivnosti preduzeća u toku godine“,³³

- drugo, trajna obrtna sredstva podrazumevaju „ukupno procenjene potrebe za obrtnim sredstvima u toku godine (i ona) treba da budu pokrivena dugoročnim izvorima... (a)... samo urgentne, odnosno nepredviđene potrebe za obrtnim sredstvima finansiraju se iz kratkoročnih izvora“³⁴ i

- treće, pod trajnim obrtnim sredstvima podrazumeva se srednja vrednost „između minimalnih i maksimalnih mesečnih potreba za obrtnim sredstvima u toku godine“.³⁵

Uzimajući u obzir ovu široku lepezu različitih mišljenja o trajnim obrtnim sredstvima smatramo da trajnim obrtnim sredstvima treba smatrati minimalne ili gvozdene zalihe. Preciznije rečeno, u minimalne zalihe spadaju one zalihe materijala, sopstvenih poluproizvoda i sitnog inventara, čiji nivo ne sme pasti ispod minimuma jer će se smanjiti obim proizvodnje ili će se prekinuti kontinuitet proizvodnje; zatim zalihe nezavršene proizvodnje, čiji nivo nikad ne pada ispod minimuma osim ako se ne smanji obim proizvodnje odnosno stepen iskorišćenja kapaciteta, i najzad ovde spadaju i zalihe gotovih proizvoda, čiji nivo ne sme pasti ispod minimuma jer će se ugroziti obim i dinamika isporuke po zaključenim ugovorima. Minimalne zalihe treba da budu finansirane iz dugoročnih izvora finansiranja, pri čemu treba imati u vidu da se one u ukupnom vrednosnom izrazu nikada ne smanjuju (osim ako se smanji obim poslovanja) iako se njihove čelije stalno menjaju i zato, sa stanovišta likvidnosti, treba nastojati da se finansiraju iz sopstvenog kapitala. Finansiranje minimal-

30 P. Conso: *La Gestion Financiere de l'entreprise*, Paris, 1971, prevod objavljen u izabranim tekstovima, *Finansiranje i finansijska analiza preduzeća*, I deo, Ekonomski fakultet, Beograd, 1971, str. 51.

31 A.M. Birman: *Oborotnye sredstva promyšlennogo predpriyatija*, Moskva, 1949, str. 15.

32 S.B. Barngol'c: *Oborotnye sredstva promyšlennosti SSSR*, Moskva, 1965, str. 80.

33 Prof. dr Dragan Krasulja: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980, str. 182.

34 Prof. dr Dragan Krasulja: citirani opus, str. 184.

35 Prof. dr Dragan Krasulja: citirani opus, str. 186.

nih zaliha (odnosno trajnih obrtnih sredstava), iz dugoročnih obaveza otežava održavanje jednakosti između trajnih obrtnih sredstava i dugoročnih obaveza za njihovo finansiranje, jer se minimalne zalihe ne smanjuju a dugoročne obaveze smanjuju, pa je otuda nužna njihova supstitucija novim sopstvenim kapitalom, a formiranje novog sopstvenog kapitala uslovljeno je ostvarenjem i akumuliranjem neto dobitka ili novom emisijom deonica.

Sledstveno prethodno rečenom, zalihe koje prelaze nivo minimalnih, odnosno stalnih zaliha (tzv. sezonske zalihe) i kratkoročne finansijske plasmane moguće je finansirati iz kratkoročnih kredita bez opasnosti po likvidnost. Ostale pojavne oblike kratkoročnih obrtnih sredstava — hartije od vrednosti, potraživanja od kupaca i druga promptna potraživanja — kao i gotovinu, moguće je finansirati iz autonomnih (spontanih) izvora — obaveza prema dobavljačima, obaveza prema radnicima po osnovu ličnih dohodaka i obaveza za poreze i dažbine — bez bitnije opasnosti po likvidnost.

2.2.1.2.3. Kritika zlatnih bilansnih pravila

U novije vreme u literaturi se sreće kritika zlatnih bilansnih pravila u smislu da ona imaju malu praktičnu vrednost za održavanje likvidnosti. Izrazita kritika dolazi od Härlea.³⁶ Härle polazi od toga da „likvidnost ne zahteva samo mogućnost za ispunjenje svih obaveza prema poveriocima, nego osim toga, i uspešan tok procesa proizvodnje“,³⁷ a to znači da se u momentu oslobađanja dugoročnih vezanih sredstava za osnovna sredstva putem njihovog pretvaranja u novac

obezbeđuje izmirenje dospelih obaveza po osnovu dugoročnih kredita, ali se ne obezbeđuje nastavljanje „procesa proizvodnje“ ako se ta sredstva ne nadomeste — supstituišu. Dakle, potrebno je istovremeno obezbediti i plaćanje dospelih obaveza i u istom iznosu supstituisati vraćena sredstva. Otuda, po Härleu, zlatno bilansno pravilo u užem smislu važi samo uz određene pretpostavke, tj. da je obezbeđena supstitucija. „Ali ako postoji ta mogućnost supstitucije, onda nije potrebna paralelnost rokova između kapitala i investicija. Zbog toga bi mnogo većeg smisla imalo, kako s teorijskog tako i s praktičnog gledišta, da se umesto paraliteta rokova između kapitala i investicija zahteva sasvim generalno jedno finansiranje s aspekta stalne usklađenosti primanja i dospelih obaveza (misli se na usklađenost priliva i odliva gotovine — prim. J. R.) kako u pogledu vrednosti tako i u pogledu vremenske saglasnosti.“³⁸

Härle ne prihvata ni zlatno bilansno pravilo u širem smislu jer se i tu postavlja problem supstitucije. Naime, „... finansiranje u duhu tog principa (odnosno pravila — prim. J. R.) ne predstavlja nikakvu sigurnu zaštitu od nelikvidnosti ako nisu ispunjeni određeni preduslovi. Samo u slučaju kada se celokupna potreba za kapitalom, koja se stalno ponovno javlja, pokriva kapitalom koji se ne otplaćuje (ili bar ne u dogledno vreme), a potrebe za kapitalom koje se ne javljaju stalno finansiraju sredstvima čije vraćanje u pogledu rokova i visine obezbeđeno pretvaranjem odgovarajućih delova imovine u likvidna sredstva, postoji безусловna garancija sposobnosti plaćanja prema poveriocima.“³⁹ Dakle, Härle smatra da bi zlatno bilansno pravilo obezbedilo likvidnost ako bi se ukupna

36 Vidi o tome: Dr Jovan Ranković, Citirani opus, str. 39-43.

37 Dr Dietrich Härle: citirani opus, str. 90.

38 Dr Dietrich Härle: Citirani opus, str. 92-93.

39 Dr Dietrich Härle: Citirani opus, str. 107. i 109.

dugoročno imobilisana sredstva u iznosu koji nikada ne pada ispod datog nivoa finansiranja iz sopstvenog kapitala a povremena angažovana sredstva iz pozajmljenih izvora finansiranja s tim da kod ovih potonjih postoji paralitet u pogledu roka i visine.

Iz izloženog jasno proizlazi da je umesto pridržavanja zlatnih bilansnih pravila za održavanje likvidnosti dovoljno obezbediti da priliv gotovine bude jednak odlivu, odnosno da primanja budu jednaka izdavanju. Ostvarivanje paraleliteta između primanja i izdavanja gotovine podrazumeva stalnu supstituciju dospelih obaveza novim zaduženjima ili sopstvenim kapitalom ili, pak, prolongiranje dospelih obaveza. Međutim, nije teško zamisliti u kakvom bi položaju bilo preduzeće kada bi gotovo svakog dana, ili u boljem slučaju svakog meseca, moralo tražiti nove kredite ili tražiti prolongiranje dospelih obaveza. To preduzeće, da bi uspelo u tome, moralo bi da bude izuzetno privlačno (samo je teško reći zbog čega) za kreditore i druge poverioce da bi stalno udovoljavali njegovim zahtevima. Nije teško zamisliti šta bi se dogodilo u jednoj nacionalnoj privredi ako bi sva preduzeća odustala od poštovanja zlatnog bilansnog pravila u širem smislu i nastojala da održe likvidnost novim zaduženjima ili prolongiranjem dospelih obaveza. Ko da svima udovolji? Ni kreditne institucije nisu bunar bez dna, što u osnovi znači da one nisu u stanju udovoljiti svim zahtevima čak i kada bi htele i kada bi im to bilo dozvoljeno od centralne banke. Takvo finansiranje ne može dozvoliti nijedna centralna banka, jer bi to značilo da se investicije finansiraju iz kratkoročnih izvora a ne iz akumulacije, što direktno vodi u inflaciju. O mogućnosti dobijanja i vraćanja kredita slikovito govori izreka: „Bankarski kredit se može uporediti sa kišobranom, kad je lepo vreme lako se

posuđuje, ali se traži nazad odmah pri prvom izgledu da će kiša padati.“⁴⁰

Tačno je da je relativno lako održavati likvidnost ako preduzeće dugoročno vezana sredstva, u smislu zlatnog bilansnog pravila u širem smislu finansira iz sopstvenog kapitala. Tada on usklađuje primanja i izdavanja gotovine samo u oblasti kratkoročnih izvora finansiranja i kratkoročno vezanih sredstava bilo da održava paralitet, bilo da traži prolongiranje ili supstituciju s novim kreditom. Isto tako je tačno da je relativno teže održavati likvidnost ako preduzeće jednim delom finansira dugoročno vezana sredstva iz dugoročnih obaveza, ali nije nemoguće. Ovde jednakost između primanja i izdavanja gotovine ne zahteva samo paralelitet između raspoloživosti izvora finansiranja i imobilizacije sredstva u oblasti kratkoročnog finansiranja (pa makar se on postizao i supstitucijom ili prolongiranjem dospelih obaveza) već i supstituciju dospelih dugoročnih obaveza ili njihovo prolongiranje. To je relativno lakše postići ako su osnovna sredstva koja se sporo mobilišu i trajna obrtna sredstva finansiraju iz sopstvenog kapitala, o čemu je ranije bilo reči, jer je tada nužna supstitucija samo u visini razlike između dospelih dugoročnih obaveza i amortizacije. Ta supstitucija se najčešće obezbeđuje iz raspodele neto dobitka, a ako to nije moguće, tek se tada ide ili na novu emisiju deonica, ili na novo zaduženje, ili na prolongiranje dospelih obaveza. Dakle, opet se radi o relativno manjoj supstituciji koju je daleko lakše obezbediti nego kada se radi o finansiranju dugoročno vezanih sredstava, u smislu zlatnog bilansnog pravila u širem smislu, iz kratkoročnih izvora finansiranja, jer se tada radi o relativno velikoj supstituciji koju je, po pravilu, nemoguće obezbediti.

⁴⁰ Dr Josef Löffelholz: Citirani opus, str. 525.

Istina, i Härle dokazuje da je supstitucija i ovde moguća ilustrujući to primerom špediterskog, odnosno automobilskog preduzeća i bioskopa. Ta supstitucija je ovde moguća jer se realizacija naplaćuje u gotovu, visoka cena omogućuje brzu amortizaciju, dakle mobilizaciju osnovnih sredstava, a autonomni izvori po osnovu obaveza prema dobavljačima i drugim kratkoročnim poveriocima stalno se obnavljaju tako da u neku ruku postaju dugoročni izvori.⁴¹ Ovaj izuzetak samo potvrđuje da pravilo postoji. Tačno je da se likvidnost postiže samo pri jednakosti između primanja i izdavanja gotovine kako po visini tako i po vremenu, ali je isto tako tačno da je tu jednakost teško neprekidno, stalno ostvarivati ako se ne poštuje zlatno bilansno pravilo u širem smislu. Dakle, pretpostavka za jednakost između primanja i izdavanja gotovine jeste poštovanje zlatnog bilansnog pravila u širem smislu.

2.2.2. Ostala pravila finansiranja

Pravilo finansiranja 2:1 („current-ratio“ ili „bankers-ratio“) zahteva da odnos obrtnih sredstava i kratkoročnih izvora finansiranja bude 2:1, što znači da na svaki dinar kratkoročnih izvora finansiranja dolazi dva dinara obrtnih sredstva. U stvari, ovo je zahtev da koeficijent opšte likvidnosti (koje se u literaturi često označava i kao koeficijent drugog stepena likvidnosti) bude 2. U suštini, ovo pravilo zahteva da preduzeće jednu polovinu obrtnih sredstava finansira iz dugoročnih izvora finansiranja, a drugu polovinu iz kratkoročnih izvora finansiranja. Takva podela izvora finansiranja obrtnih sredstava zanemaruju njihovu strukturu, što upućuje na zaključak da ono ne obezbeđuje paralitet između imobilisanih sredstava i raspoloživih izvora finansiranja. Struktura obrtnih sredstava je različita kod preduzeća.

Ona je, po pravilu, različita i kod dva privredna preduzeća koja se bave istom delatnošću i koja su po veličini (obimu poslovanja ili kapacitetu) jednaka. Otuda ovo pravilo nije široko prihvaćeno ni praksa, ni literatura mada su ga uvele banke Sjedinjenih Američkih Država dvadesetih godina našeg veka kao jedan od kriterija za ocenu kreditne sposobnosti dužnika.

Odbojnost prema pravilu 2 : 1 dolazi otuda što bi ono, u stvari, trebalo da obezbedi likvidnost preduzeća, a iz pomenutih razloga ne samo da ne obezbeđuje likvidnost nego njegovo poštovanje ima malu vrednost i za stvaranje uslova za održavanje likvidnosti.

Pravilo finansiranja 1 : 1 („acid-test“), koje je tridesetih godina našeg veka preneto iz Amerike u Evropu, zahteva da zbir gotovine, hartija od vrednosti i kratkoročnih potraživanja bude jednak zbiru kratkoročnih izvora finansiranja. To, drugim rečima, znači da na svaki dinar kratkoročnih dugova dolazi dinar sredstava u obliku gotovine, hartija od vrednosti i kratkoročnih potraživanja. Ovo pravilo se uzima kao osnov za merenje prvog stepena likvidnosti, iz čega izlazi da bi koeficijent prvog stepena likvidnosti trebalo da bude 1. Pravilo finansiranja 1 : 1 bilo bi komplementarno sa zlatnim bilansnim pravilom u širem smislu u onom slučaju kada se trajnim obrtnim sredstvima smatraju ukupne zalihe. Ako su ukupne zalihe finansirane iz dugoročnih izvora finansiranja, onda bi odnos gotovine, hartija od vrednosti i kratkoročnih potraživanja, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane, zaista bio 1 : 1. Međutim, kako ukupne zalihe sadrže i minimalne (gvozdene, odnosno stalne) zalihe i sezonske zalihe, pravilo finansiranja 1 : 1 je neprihvatljivo za ona preduzeća kod kojih se javljaju sezonske zalihe budući da one mogu da budu finansirane iz kratkoročnih izvora finansiranja bez opasnosti da će likvidnost

41 Vidi o tome već više puta citirana dela autora: Härle, str. 100-101, Ranković, str. 41-42.

biti ugrožena. Iz ovog ne bi trebalo zaključiti da poštovanje pravila finansiranja 1 : 1 u preduzećima koja nemaju sezonske zalihe automatski obezbeđuje likvidnost. Naprotiv, ono samo obezbeđuje olakšavajuće uslove za održavanje likvidnosti jer pokazuje da postoji paralitet između agregata kratkoročno vezanih sredstava i gotovine, s jedne, i agregata kratkoročnih obaveza, s druge strane što omogućuje da se olakša postizanje izjednačenja primanja i izdavanja gotovine. To olakšanje upravo dolazi otuda što paralitet između agregata kratkoročno vezanih sredstava plus gotovina i kratkoročnih obaveza znači potencijalnu jednakost primanja i izdavanja gotovine u kratkom roku. Naime, kada u tom kratkom roku ne bi dolazilo do novih kratkoročnih obaveza i nove kratkoročne imobilizacije na kraju kratkoročnog perioda, koji može trajati od jednog do više meseci, primanja i izdavanja bi se izjednačila, naravno, pod uslovom da ne nastupi dejstvo rizika naplate kratkoročnih potraživanja i unovčenja hartija od vrednosti. Ali to nikako ne znači da unutar tog kratkoročnog perioda ne bi preduzeće palo u nelikvidnost jer dnevna primanja i izdavanja gotovine ne moraju

3. LIKVIDNOST I POLITIKA LIKVIDNOSTI

3.1. *Shvatanje likvidnosti i merenje likvidnosti*

Reč likvidnost potiče od latinske reči *liquidus* koja u bukvalnom prevodu znači tečan. U literaturi likvidnost ima dvostruko značenje — prvo, sposobnost nekog nenovčanog oblika sredstva da se transformiše u novac (gotovinu) i, drugo, sposobnost dužnika da plati dospele obaveze.

da budu jednaka. Međutim, takva nelikvidnost nije hronična, ona je trenutna i relativno brzo prolazna.

Pravilo o odnosu gotovine i kratkoročnih dugova. Ovo je, u stvari, pokušaj da se normira minimalan iznos gotovine u odnosu na kratkoročne dugove koji bi obezbedio likvidnost. U literaturi su zabeležena dva predloga: 20% gotovine od kratkoročnih dugova (Schmaltz i Hoffmann) i nešto blaži zahtev 12% gotovine od kratkoročnih dugova (Antone).⁴² Ovi odnosi nisu ni u praksi, ni u teoriji prihvaćeni iz sledećih razloga: Ako preduzeće ima 20% gotovine u odnosu na kratkoročne dugove i ako taj odnos održava svakog dana, to znači da ono kratkoročne dugove u proseku isplaćuje za 5 dana, a ako ima 12% gotovine u odnosu na kratkoročne dugove, to znači da kratkoročne dugove isplaćuje u proseku za 8.3 dana. Očito je da tako brzo dospeće svih kratkoročnih dugova (uključujući ovde i kratkoročne kredite) nema preduzeće. Iz tog izlazi da bi preduzeće u ovom slučaju bilo preterano likvidno, odnosno da bi imalo suviše veliku likvidnu rezervu, što bi išlo na uštrb rentabilnosti, o čemu je ranije već bilo reči.

Kad se govori o sposobnosti nenovčanog oblika sredstva da se transformiše u gotovinu, misli se na stepen likvidnosti pojedinih nenovčanih oblika sredstava, pri čemu stepen likvidnosti označava brzinu, odnosno vreme u kome se nenovčani oblici sredstava pretvaraju u novac, odnosno gotovinu, jer je gotovina (u blagajni i na depozitnom računu po videnju u banci) neosporno likvidna (tečna). S tim u vezi sredstva se grupišu prema vremenu u kome će se transformisati u likvi-

⁴²Dietrich Härle: Citirani opus, str. 20.

dni oblik. Tako se razlikuju: sredstva prvog stepena likvidnosti, koja čine gotovinu, potraživanje po depozitnom računu po viđenju i hartije od vrednosti koje su odmah unovčive; sredstva drugog stepena likvidnosti, koja čine hartije od vrednosti koje se mogu unovčiti za trideset dana, potraživanja od kupaca i druga potraživanja naplativa za trideset dana; sredstva trećeg stepena likvidnosti, koja čine sva ostala obrtna sredstva (kratkoročna potraživanja sa rokom naplate dužim od trideset dana i zalihe). Naravno, po stepenu likvidnosti mogu se sredstva iz trećeg stepena likvidnosti i dublje raščlanjavati imajući u vidu da zalihe nemaju isti stepen likvidnosti, jer su zalihe gotovih proizvoda likvidnije od zaliha nezavršene proizvodnje i sirovina i materijala, dok su zalihe nezavršene proizvodnje likvidnije od zaliha sirovina i materijala. Što je struktura sredstava sa stanovišta stepena likvidnosti više pomerena ka sredstvima višeg stepena likvidnosti, to će se ona pre transformisati u likvidna sredstva (novac), ali to nikako ne znači da će preduzeće isplaćivati obaveze o roku dospeća.

Međutim, često se uslovljava da se transformacija nenovčanog oblika sredstava u likvidna obavi bez gubitka. Tako, na primer, dr Dimitrijević kaže: „Najkonciznije rečeno, osobina likvidnosti znači nekog dela imovine da se u kratkom roku pretvori u novac, i to bez gubitka. Ukoliko su ove verovatnoće veće, utoliko je likvidnost (imovine-prim. J.R.) veća“.⁴³ Ovde se, dakako, ne misli na gubitak u bilansu uspeha već na gubitak na transformaciji pojedinog dela sredstava u novac; primera radi, prodaja hartija od vrednosti uz eskont, naplata potraživanja od kupaca uz kasa-skonto, prodaja kupljenih deonica po nižem kursu od bilansiranog, prodaja gotovih proizvoda po prodajnoj ceni

ispod već dostignute prodajne cene i tome slično. Naše je mišljenje, međutim, uslovljavanje da se transformacija nenovćanih oblika sredstava u novac obavi bez gubitka nije ispravno ako gubitak na transformaciji ubrzava transformaciju a uz to ne samo da obezbeđuje likvidnost preduzeća, odnosno izmirenje dospelih obaveza već sprečava nastajanje nepredviđenih rashoda zbog nelikvidnosti i omogućuje normalno poslovanje preduzeća — tada se gubici na transformaciji mogu prihvatiti. Naime, usled nelikvidnosti preduzeća mogu nastati krupne posledice — obračunavanje zateznih kamata od strane poverilaca, aktiviranje zaloga i hipoteka po kreditima, utuživanje potraživanja od strane poverilaca i s tim u vezi nastajanje sudskih troškova i gubitka ugleda likvidnog preduzeća, obustavljanje daljeg kreditiranja od kreditora, obustavljanje isporuka od dobavljača, štrajk radnika usled neisplaćenih ličnih dohodaka i najzad pokretanje stečajnog postupka — i, razume, se da preduzeće ne može prihvatiti te rizike od negativnih posledica nelikvidnosti zbog izbegavanja gubitka na transformaciji nenovćanih sredstava u novac. Razumljivo je da će preduzeće nastojati da gubici budu što manji, jer oni u krajnjoj liniji smanjuju finansijski rezultat, ali isto tako mora uzeti u obzir i uticaj negativnih posledica izazvanih nelikvidnošću na finansijski rezultat pa i na opstanak preduzeća. Jasno je da će preduzeće pri tome žrtvovati ono što je manje.

Likvidnost u smislu sposobnosti preduzeća da o roku dospeća plati dospele obaveze shvata se često i kao relativna likvidnost jer proističe iz relacije likvidnih sredstava (novac i surogati novca koji se odmah mogu disponirati za izmirenje obaveza ili, pak istog dana konvertovati u novac) i dospelih obaveza za plaćanje, pri čemu je preduzeće li-

43Dr D. Dimitrijević: *Monetarna analiza*, Skoplje, 1966, str. 210.

kvidno ako su likvidna sredstva jednaka ili veća od dospelih obaveza za plaćanje.⁴⁴

Svi načini merenja likvidnosti mogu se grupisati u dve grupe — merenje trenutne likvidnosti i merenje buduće likvidnosti. Ovo potonje merenje je, u stvari, ocenjivanje uslova za održanje likvidnosti, što je povezano sa horizontalnim i ostalim pravilima finansiranja.

Merenje trenutne likvidnosti. Trenutna likvidnost se ocenjuje na određeni dan iz odnosa likvidnih sredstava prvog stepena i obaveza dospelih za plaćanje, pri čemu se ovi podaci uzimaju iz knjigovodstvene ili operativne evidencije.

$$\text{Koeficijent trenutne likvidnosti} = \frac{G + D + HV}{O}$$

gde je:

G = gotovina u blagajni,

D = depoziti po viđenju,

HV = hartije od vrednosti koje se istog dana mogu unovčiti ili indosmentom preneti poveriocu,

O = obaveze dospele za plaćanje.

Ako je koeficijent trenutne likvidnosti 1, preduzeće je na dan merenja likvidnosti likvidno, može isplatiti obaveze dospele za plaćanje, pri čemu ne raspolaže likvidnom rezervom. Ako je koeficijent trenutne likvidnosti veći od 1, preduzeće je na dan merenja likvidnosti takođe likvidno a uz to raspolaže i likvidnom rezervom utoliko većem što je koeficijent veći od jedan. U apsolutnom iznosu likvidna rezerva je ravna razlici između likvidnih sredstava prvog stepena i obaveza dospelih za plaćanje, ali to opet ne garantuje da će preduzeće biti likvidno i sutra, odnosno narednih dana. Nara-

vno, ako je koeficijent trenutne likvidnosti manji od 1, preduzeće je nelikvidno na dan merenja likvidnosti jer ne može isplatiti obaveze dospele za plaćanje.

Merenje buduće likvidnosti. Buduća likvidnost se ocenjuje uz pomoć podataka iz bilansa stanja a meri se sa dva koeficijenta — koeficijentom ubrzane likvidnosti i koeficijentom tekuće likvidnosti. Osim toga, buduća likvidnost se ocenjuje merenjem vremenskog razmaka između priticanja likvidnih sredstava i izmirenja obaveza i planiranjem priliva i odliva gotovine.

Koeficijent ubrzane likvidnosti. Koeficijent ubrzane likvidnosti utvrđuje se iz odnosa likvidnih sredstava prvog stepena uvećana za likvidna sredstva drugog stepena i svih kratkoročnih obaveza.

Koeficijent ubrzane

$$\text{likvidnosti} = \frac{G + D + HV + PK}{OK}$$

gde je:

G = gotovina u blagajni,

D = depoziti po viđenju i oročeni depoziti do godinu dana,

HV = hartije od vrednosti unovčive u roku do godinu dana,

PK = kratkoročna potraživanja sa rokom naplate do godinu dana i

OK = kratkoročne obaveze sa dospećem za plaćanje do godinu dana.

Ako je koeficijent ubrzane likvidnosti 1 ili veći od 1, ocenjuje se da će preduzeće biti likvidno. Koeficijent ubrzane likvidnosti povezan je s pravilom finansiranja 1:1 („acid-test“), sa zlatnim bilansnim pravilom u širem smislu i s načelom finansijske stabilnosti. Ako je koeficijent ubrzane likvidnosti 1 uz

⁴⁴ „Likvidnost je sposobnost da se u određenom trenutku ispune obaveze plaćanja bez ograničenja...“ Ebergard Witte: *Die Liquiditätspolitik der Unternehmung*, Tübingen, 1963, str. 15.
Likvidnost privredne organizacije je njena sposobnost da plati obaveze koje su dospele za plaćanje. Dr Rudi Crnković: *Denar in kredit v organizaciji združenoga dela*, Založba obzorja, Maribor, 1976, str. 149. Ako je preduzeće likvidno trenutno, to ne znači da će biti likvidno i u narednom periodu, tj. da će imati trajnu sposobnost plaćanja obaveza o roku njihovog dospeća. Trajna likvidnost, u biti, zavisi od priliva i odliva gotovine, pri čemu su, kasnije ćemo videti, priliv i odliv gotovine uslovljeni usklađenošću vezivanja sredstava po roku i obimu sa raspoloživim obavezama takođe po roku i obimu.

uslov da preduzeće nema sezonskih zaliha, onda dugoročno vezana sredstva jednaka su dugoročnim (sopstvenim i pozajmljenim) izvorima finansiranja, što zahteva zlatno bilansno pravilo u širem smislu, odnosno, tada je koeficijent finansijske stabilnosti (odnos dugoročno vezanih sredstava i dugoročnog sopstvenog i pozajmljenog kapitala) takođe 1. Otuda i uverenje da će preduzeće biti likvidno. Ako je koeficijent ubrzane likvidnosti veći od 1 uz uslov da preduzeće nema sezonskih zaliha, odnos dugoročno vezanih sredstava i dugoročnih izvora finansiranja pomen je u korist dugoročnih izvora finansiranja a koeficijent finansijske stabilnosti je manji od 1. U takvim okolnostima postoji i sigurnost za održavanje likvidnosti, utoliko veća što je koeficijent ubrzane likvidnosti veći od 1, odnosno što je odnos dugoročno vezanih sredstava i dugoročnih izvora finansiranja više pomen u korist dugoročnih izvora finansiranja, odnosno što je koeficijent finansijske stabilnosti manji od 1, pri čemu ta sigurnost u održavanju likvidnosti potiče iz oblasti dugoročnog finansiranja. Kod preduzeća sa sezonskim zalihama koeficijent ubrzane likvidnosti izračunat na opisani način biće manji od 1 i kada je ispunjen zahtev zlatnog bilansnog pravila u širem smislu, odnosno kada je koeficijent finansijske stabilnosti 1, zato što se sezone zalihe u principu finansiraju iz kratkoročnog kredita. Kod takvih preduzeća ne bi se mogla dati negativna ocena o ubrzanoj likvidnosti zbog toga što je koeficijent ubrzane likvidnosti manji od 1. Ispravno bi bilo, po našem mišljenju, da se kod preduzeća sa sezonskim zalihama u brojitelj koeficijenta ubrzane likvidnosti uključe i sezone zalihe i tada se može zahtevati da koeficijent ubrzane likvidnosti bude jedan ili veći od jedan.

No, bez obzira što je koeficijent ubrzane likvidnosti 1 ili čak veći od 1, ne može se sa sigurnošću tvrditi da će preduzeće u narednom periodu biti likvidno; može se samo

tvrditi da je ono poštovalo zlatno bilansno pravilo u širem smislu, odnosno da je poštovalo načelo finansijske stabilnosti. Otuda se za ocenu buduće likvidnosti, tačnije za ocenu likvidnosti u određenom kraćem vremenskom razdoblju, primenjuje koeficijent buduće likvidnosti koji treba da bude jednak ili veći od koeficijenta optimalne likvidnosti. Postupak je sledeći. Odredi se period za koji se ocenjuje buduća likvidnost, na primer period od 15 ili 30 narednih dana. Sa strane aktive uzimaju se: gotovina u blagajni, depoziti po viđenju, oročeni depoziti koji će biti oslobođeni u periodu za koji se meri likvidnost, hartije od vrednosti čiji je rok unovčenja u periodu za koji se meri likvidnost i kratkoročna potraživanja čiji je rok naplate u periodu za koji se meri likvidnost, a sa strane pasive uzimaju se obaveze koje su dospele za plaćanje na dan uzimanja podataka i obaveze koje dospevaju za plaćanje u periodu za koji se meri likvidnost.

Koeficijent buduće

$$\text{likvidnosti} = \frac{G + D + HV + PK}{OK}$$

gde je:

G = gotovina u blagajni na dan uzimanja podataka,

D = depoziti po viđenju na dan uzimanja podataka i oročeni depoziti koji će biti oslobođeni u periodu za koji se meri likvidnost,

HV = hartije od vrednosti unovčive na dan uzimanja podataka i hartije od vrednosti čiji je rok unovčenja u okviru perioda za koji se meri likvidnost,

PK = kratkoročna potraživanja čiji je rok naplate u okviru perioda za koji se meri likvidnost,

OK = obaveze dospele za plaćanje na dan uzimanja podataka i obaveze koje dospevaju za plaćanje u periodu za koji se meri likvidnost.

Koeficijent buduće likvidnosti zbog rizika unovčenja hartija od vrednosti i rizika naplate kratkoročnih potraživanja, trebalo bi da bude veći od 1 da bi preduzeće bilo

likvidno u periodu za koji se ocenjuje likvidnost. Za koliko koeficijent buduće likvidnosti treba da bude veći od jedan, pokazuje koeficijent optimalne likvidnosti koji se utvrđuje na sledeći način:

$$\text{Koeficijent optimalne likvidnosti} = \frac{100}{100 - \text{procent rizika unovčenja hartija od vrednosti i naplate kratkoročnih potraživanja unesenih u brojitelj koeficijenta buduće likvidnosti}}$$

Ilustracije radi, uzmimo da je $G = 600$, $D = 1.000$, $HV = 2.000$, $PK = 6.000$ i $OK = 8.000$.

$$\text{Koeficijent buduće likvidnosti} = \frac{9.600}{8.000} = 1,2.$$

Rizici unovčenja hartija od vrednosti i rizici naplate kratkoročnih potraživanja procenjuju se na osnovu empirijskog iskustva a sastoje se od: rizika da se sve hartije od vrednosti neće moći unovčiti zbog nelikvidnosti dužnika; neka to u našem primeru iznosi 10%, tj. $200 = (2.000 \times 0,10)$; rizik da će po osnovu hartija od vrednosti biti manji priliv gotovine od njihove nominalne vrednosti usled eskonta jednog dela hartija od vrednosti; neka to u našem primeru iznosi 5%, tj. $100 = (2.000 \times 0,05)$; rizika da sva kratkoročna potraživanja neće biti naplaćena zbog nelikvidnosti dužnika; neka to u našem primeru iznosi 10%, tj. $600 = (6.000 \times 0,10)$, i rizika da će priliv gotovine od naplate kratkoročnih potraživanja biti manji od njihovog nominalnog iznosa zbog toga što će određeni kupci iskoristiti kasa — skonto; neka to u našem primeru bude 1%, tj. $60 = (6.000 \times 0,01)$.

Saglasno prethodnom, svi rizici unovčenja hartija od vrednosti i naplate kratkoročnih potraživanja u apsolutnom iznosu u našem primeru iznose $960 = (200 + 100 + 600 + 60)$, što u odnosu na brojitelj koefi-

cijenta buduće likvidnosti iznosi $10\% = \frac{960}{9600} \cdot 100$, pa je otuda

$$\text{koeficijent optimalne likvidnosti} = \frac{100}{100 - 10\%} = 1,11$$

Kad je koeficijent buduće likvidnosti jednak koeficijentu optimalne likvidnosti, smatra se da će likvidnost u razdoblju za koje je merena biti održana, a ako je koeficijent buduće likvidnosti viši od koeficijenta optimalne likvidnosti (kao što je to u našem primeru), postoji i sigurnost da će likvidnost u razdoblju za koji je merena biti ostvarena, utoliko veća što je veći razmak između koeficijenta buduće likvidnosti i koeficijenta optimalne likvidnosti u korist koeficijenta buduće likvidnosti. Pa ipak, i ovaj način merenja buduće likvidnosti je nepouzdan iz dva razloga. Prvo, kada je koeficijent buduće likvidnosti jednak ili viši od koeficijenta optimalne likvidnosti, to nikako ne znači da će preduzeće svakog dana u posmatranom razdoblju biti likvidno, jer određenog dana raspoloživa gotovina i priliv gotovine mogu biti manji od obaveza dospelih za plaćanja; to pruža samo izvesnu sigurnost da će obaveze koje dospevaju za plaćanje u razdoblju za koji se meri likvidnost biti isplaćene, neće se preneti u naredni period. Drugo, što je razdoblje za koje se meri buduća likvidnost duže, utoliko je ovaj način merenja likvidnosti nepouzdaniji, jer postoji velika verovatnoća da će u tom relativno dugom razdoblju nastati nova kratkoročna potraživanja i obaveze i dospeti za naplatu odnosno isplatu a nisu iskazana u bilansu (npr. potraživanja od kupca i obaveze prema dobavljačima). Otu- da ovaj način merenja likvidnosti može biti prihvatljiv samo za kratka vremenska razdoblja od 7 a najviše do 15 ili 20 dana.

Koeficijent tekuće likvidnosti. Koeficijent tekuće likvidnosti, sreće se u literaturi i pod nazivom „koeficijent opšte likvidnosti“. Utvrđuje se iz odnosa obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza.

Koeficijent tekuće

$$\text{likvidnosti} = \frac{\text{obrotna sredstva}}{\text{kratkoročne obaveze}}$$

Zahteva se da koeficijent tekuće likvidnosti iznosi najmanje 2, što odgovara pravilu finansiranja 2:1 („current-ratio“). Ovaj koeficijent likvidnosti je nepouzdan zato što se polazi od pretpostavke da polovinu obrtnih sredstava čine trajna obrtna sredstva i kada bi to bilo koeficijent tekuće likvidnosti od 2 bio bi komplementaran sa zlatnim bilansnim pravilom u širem smislu i načelom finansijske stabilnosti. Ta pretpostavka, međutim, retko se ostvaruje, jer su trajna obrtna sredstva kod konkretnih preduzeća, po pravilu, ili iznad ili ispod polovine ukupnih obrtnih sredstava.

Merenje vremenskog razmaka između pritanja likvidnih sredstava i izmirenja obaveza. Ovo merenje ušlo je u literaturu po sugestiji G. Sortera i G. Bensterna⁴⁵ a, u suštini, iskazuje prosečan broj dana u kome se mogu isplatiti ukupne godišnje obaveze. Veličina vremenskog razmaka (VR) se utvrđuje po obrascu:

$$VR = \frac{(NS + HV + P) \cdot 365 \text{ (ili 360)}}{T}$$

gde je:

NS = gotovina i potraživanja po depozitnim računima,

HV = hartije od vrednosti koje se kotiraju na berzi,

P = potraživanje čija naplata nije duža od trideset dana i

T = ukupne godišnje isplate.

Praktično, pomoću ovog obrasca se utvrđuje prosečno vreme isplate obaveza izraženo brojem dana uz uslov da se gotovina,

potraživanja po depozitnim računima, hartije od vrednosti koje se kotiraju na berzi i kratkoročna potraživanja naplativa do trideset dana stalno, svakog dana, obnavljaju u iznosima unošenim u brojitelj. Očito je da je ta pretpostavka teško ostvarljiva, pa otuda i mala vrednost ovog pokazatelja likvidnosti.

Plan priliva i odliva gotovine. Zbog nepouzdanosti ocenjivanja buduće likvidnosti na prethodno opisani način primenjuje se planiranje priliva i odliva gotovine za duže i kraća vremenska razdoblja, o čemu će u ovoj knjizi detaljno biti reči u glavi o finansijskom planiranju. Planiranje priliva i odliva gotovine ima za cilj da se blagovremeno dobiju informacije da li će ili neće likvidnost biti održana u planskom razdoblju kako bi se na vreme mogle preduzeti mere da se likvidnost održi. Pri tome se teži da višak raspoložive gotovine, koji je ravan razlici između gotovine na početku planskog razdoblja uvećane za planirani priliv u planskom razdoblju i planiranog odliva u planskom razdoblju, bude najmanje u visini likvidne rezerve, a što je likvidna rezerva veća to je veći i stepen sigurnosti da će se likvidnost održati u planskom razdoblju. Pa ipak, makar da je višak gotovine, odnosno da je likvidna rezerva relativno visoka, to još uvek ne garantuje da će preduzeće svakog dana u toku planskog razdoblja biti likvidno, već to garantuje da će se obaveze koje dospevaju za plaćanje u planskom razdoblju isplatiti u tom razdoblju, neće se preneti u naredno plansko razdoblje, ali je zakašnjenje isplate u toku planskog razdoblja, dakako, moguće.

45 Dr Jovan Rodić: *Problemi likvidnosti jugoslovenske privrede*, Privredni pregled, Beograd, 1970, str. 57.

*

*

*

Sva prethodna izlaganja pokazala su da permanentno održavanje likvidnosti nije moguće bez poštovanja zlatnog bilansnog pravila u širem smislu i načela finansijske stabilnosti, odnosno bez uspostavljanja i održavanja dugoročne finansijske ravnoteže a time i uspostavljanja i održavanja kratkoročne finansijske ravnoteže. Ako su dugoročno vezana sredstva jednaka dugoročnim izvorima finansiranja, automatski su likvidna plus kratkoročno vezana sredstva jednaka kratkoročnim obavezama. Da bi se u takvim uslovima likvidnost permanentno održavala, finansijskom strategijom i taktikom mora se postići da mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava po obimu i roku odgovara dospeću kratkoročnih obaveza, pri čemu će likvidna rezerva težiti nuli. U ovakvoj situaciji likvidna rezerva se može stvoriti samo pod uslovom da se kratkoročno vezana sredstva mobilišu brže od dospeća kratkoročnih obaveza; tada će razlika među njima biti likvidna rezerva i ukoliko je ona viša, utoliko je sigurnost u održavanju likvidnosti veća. Ako je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena ka dugoročnim izvorima finansiranja, tada je u oblasti dugoročnog finansiranja stvorena sigurnost u održavanju likvidnosti, jer je razlika između dugoročnih izvora finansiranja i dugoročno vezanih sredstava upotrebljena za pokriće kratkoročno vezanih sredstava, koja će se svakako pre mobilisati nego što dugoročne obaveze u visini pomenute razlike prerastu u kratkoročne i dospeju za plaćanje. Ako bi se u takvim okolnostima finansijskom strategijom i taktikom uspelo da mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava po roku i obimu bude jednaka dospeću kratkoročnih obaveza, razlika između dugoročnih izvora finansiranja i dugoročno vezanih sredstava bila bi u obliku gotovine i predstavljala bi likvidnu rezervu. Ako je dugoročna finansijska ravnoteža

pomerena ka dugoročno vezanim sredstvima, kratkoročna finansijska ravnoteža je pomerena kao kratkoročnim obavezama, čime je automatski ugrožena likvidnost. Ranije smo naveli primer bioskopa i špediterskog preduzeća da su i u takvim uslovima održavali likvidnost jer su kupovali sa odloženim rokom plaćanja a prodavali usluge za gotovo. Taj izuzetak, međutim, samo potvrđuje pravilo da se permanentna likvidnost ne može održavati bez dugoročne finansijske ravnoteže i stalnog usklađivanja mobilizacije kratkoročno vezanih sredstava po roku i obimu sa dospećem kratkoročnih obaveza.

3.2. *Politika likvidnosti*

Politika likvidnosti je, u stvari, segment finansijske politike koji nastoji da suprotnost između rentabilnosti i likvidnosti prilagodi vladajućim sankcijama za slučaj nelikvidnosti. Ponovimo još jednom da postoji suprotnost između rentabilnosti i likvidnosti. Do direktne suprotnosti između likvidnosti i rentabilnosti dolazi otuda što sigurnost u održavanju likvidnosti zahteva stalno držanje likvidne rezerve, ta likvidna rezerva, čak i ako se po osnovu nje ostvaruje prinos (npr. kamata na depozit po viđenju), manje doprinosi ostvarenju rentabilnosti nego kada bi bila uložena u posao jer, u principu, kamata na depozit po viđenju je manja od stope prinosa na ukupno uloženi kapital računata iz odnosa poslovnog dobitka i ukupno uloženog kapitala. Otuda relacija: veća likvidna rezerva — niža stopa prinosa na ukupno uloženi kapital i obrnuto. Indirektna suprotnost između likvidnosti i rentabilnosti dolazi otuda što, videli smo u odeljku o načelima finansijske politike, maksimiranje stope prinosa na sopstveni kapital zahteva pomeranje strukture kapitala u korist pozajmljenog sve dok je stopa prinosa na ukupan kapital veća od cene pozajmlje-

nog kapitala. Ali što je dugoročno pozajmljeni kapital veći, budući da on prerasta u kratkoročne obaveze u iznosu dospeća glavnice za plaćanja, kratkoročne obaveze su veće a time je teže i likvidnost održavati. Dakle, sa stanovišta likvidnosti bolje je što je u strukturi kapitala više sopstvenog kapitala, a sa stanovišta maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital, obrnuto, bolje je što je u strukturi kapitala manje učešće sopstvenog kapitala.

Najzad, u uslovima inflacije nastaju po osnovu likvidne rezerve inflatorni gubici jer je kamatna stopa na depozite po viđenju niža od stope inflacije. To radi izbegavanja inflatornih gubitaka primorava preduzeće da ne drži likvidnu rezervu ili da je barem minimizira.

Opisane suprotnosti između likvidnosti i rentabilnosti i pojavu inflatornih gubitaka na likvidnoj rezervi u doba inflacije politika likvidnosti želi ublažiti pri čemu uzima u obzir oštrinu vladajućih sankcija za slučaj nelikvidnosti. Sankcije za slučaj nelikvidnosti mogu da budu zakonske ili tržišne. Zakonske sankcije propisuje država, ako ih uopšte propisuje, i mogu biti veoma blage (npr. zabrana povećanja ličnih dohodaka ili zabrana dodatnog zaduženja) i veoma oštre (npr. pokretanje stečajnog postupka u slučaju nelikvidnosti).⁴⁶ Tržišne sankcije nameću poverioci i one takođe mogu biti veoma blage (npr. poverioci tolerišu nelikvidnost dužnika, s njim i dalje posluju uz eventualno zaračunavanje zatezne kamate) i veoma oštre (npr. poverioci odbijaju da dalje posluju s nelikvidnim dužnikom ili zahtevaju isplatu u gotovu ili u vidu avansa za isporuku robe ili učinjenu uslugu). Uzimajući u obzir stepen

oštrine vladajućih sankcija za slučaj nelikvidnosti a težeći da ublaži suprotnost između likvidnosti i rentabilnosti i umanju inflatorne gubitke na likvidnoj rezervi, politiku likvidnosti — K. Mellwerowicz je koncipirao u četiri vida:⁴⁷

- potpuna sigurnost,
- ograničeni rizik,
- puno pokriće obaveza i
- improvizovana likvidnosti.

Potpuna sigurnost. Potpuna sigurnost održavanja likvidnosti zahteva visoku likvidnu rezervu koja omogućuje održavanje likvidnosti čak i ako dođe do krupnih poremećaja u mobilizaciji kratkoročno vezanih sredstava. Ova politika likvidnosti u najvećoj je suprotnosti sa rentabilnošću, jer je likvidna rezerva izrazito visoka, pa se zbog toga primenjuje isključivo onda kada su sankcije za slučaj nelikvidnosti vrlo oštre, kad usled ograničenja s područja kreditno-monetarne politike nema uslova za dodatno pribavljanje kredita i kad je tražnja za emitovanim hartijama od vrednosti mala. U doba inflacije nije preporučljiva primena ove politike, zato što su inflatorni gubici na likvidnoj rezervi izrazito visoki.

Ograničeni rizik. Politikom ograničenog rizika takođe se teži da se stvori i održava likvidna rezerva ali osetno niža od one za kojom se teži politikom pune sigurnosti. Uz takvu likvidnu rezervu likvidnost se može održati samo ukoliko dođe do manjih poremećaja u mobilizaciji kratkoročno vezanih sredstava. Ova politika podjednako uvažava načelo rentabilnosti i načelo likvidnosti, a primenjuje se u uslovima kada sankcije za slučaj nelikvidnosti nisu izrazito oštre, kada postoje izgledi za pribavljanje dodatnih

⁴⁶ Po trenutno važećem Zakonu o finansijskom poslovanju („Službeni list SFRJ“, br. 10/89, 26/89 i 35/89), stečajni postupak se pokreće ako je preduzeće neprekidno nelikvidno 60 dana ili ako je s prekidima nelikvidno 75 dana.

⁴⁷ K. Mellerowicz: *Unternehmenspolitik*, Band II, str. 585-589, prema dr Rudi Crnković: *Politika likvidnosti preduzeća*, časopis KNJIGOVODSTVO, 9/70, str. 611.

sredstava bilo novim kreditnim zaduženjem, bilo prodajom nove emisije hartija od vrednosti (npr. komercijalnih zapisa). Primena ove politike u doba inflacije izaziva inflatorne gubitke na likvidnoj rezervi ali daleko niže nego kod politike pune sigurnosti.

Puno pokriće obaveza. Politikom punog pokrića obaveza teži se da mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava po roku i obimu odgovara dospeću kratkoročnih obaveza, što znači da je likvidna rezerva ravna nuli jer se ona ne stvara ni u oblasti dugoročnog finansiranja. Ovom politikom teži se da se maksimira rentabilnost rizikujući da preduzeće često pada u nelikvidnost usled nedostatka likvidne rezerve. Naime, svaki pa i najmanji zastoj u mobilizaciji kratkoročno vezanih sredstava dovodi do nelikvidnosti jer ne postoji likvidna rezerva. Politika punog pokrića obaveza pri-

menjuje se kada su sankcije za nelikvidnost vrlo blage, kad postoji velika verovatnoća da je moguće pribaviti likvidna sredstva dodatnim kreditnim zaduženjem ili novom emisijom hartija od vrednosti i kada je stopa inflacije izrazito visoka.

Improvizovana likvidnost. Improvizovana politika likvidnosti, u stvari, znači odsustvo svake politike likvidnosti, jer dok se finansijska politika isključivo usmerava na maksimiranje rentabilnosti, ostvarenje likvidnosti prepušta se stihiji (slučajnosti). Naravno da ovakva politika ne može da bude dugog veka jer njena primena, po pravilu, dovodi do dugoročne nelikvidnosti, zbog čega preduzeće ipak ne može opstati jer dugoročnu nelikvidnost dužnika ne mogu tolerisati poverioci budući da bi ih to dovelo do toga da i sami padnu u nelikvidnost.

III. FINANSIJSKO TRŽIŠTE I FINANSIRANJE

1. TRŽIŠTE NOVCA

1.1. Pojam i uloga tržišta novca

Subjekti koji raspolažu viškom likvidnih novčanih sredstava (suficitarni subjekti) nude novac na kratak rok, subjekti kojima nedostaje likvidni novac (deficitarni subjekti) traže novac na kratak rok. Kratak rok na koji se nudi novac, odnosno na koji se traži novac jeste rok od jednog dana do najviše godinu dana. Susret suficitarnih subjekata i deficitarnih subjekata jeste tržište novca na kome se vrši transakcija novca od suficitarnih subjekata na deficitarne subjekte uz utvrđivanje roka povraćaja i cene (kamatne stope). Tako dolazi do novčanog toka prvo u smeru od suficitarnih subjekata ka deficitarnim subjektima u momentu pozajmljivanja a potom obrnuto, u momentu vraćanja. Značaj tih novčanih transakcija je trostruk: prvo, novčana masa se ne povećava, što je bitno za stabilnost novčane jedinice; drugo, sa istom količinom novca u opticaju obavi se više plaćanja, transakcija roba i usluga, jer subjekt koji pozajmljuje novac pozajmljuje ga radi plaćanja obaveza po osnovu kupovine roba i usluga; treće, raspoloživi likvidni novac postaje efikasniji, brže se kreće, veći je koeficijent obrta novčane mase, sa istom novčanom masom pravi se veći promet roba i usluga, što je vrlo bitno za poslovanje i razvoj privrede.

Razvoj tržišta novca započinje pojavom banaka. U bankama dolazi do koncentracije novca njenih klijenata — deponenata. Budući da klijenti banke, u principu, obavljaju sve svoje novčane transakcije preko banke

kao posrednika, banka je u situaciji da prati i analizira finansijske odnose koji se stvaraju u procesu dohotka i akumulacije i njihove preraspodele. To joj omogućuje da najkratkoročnije depozite svojih deponenata pozajmljuje deficitarnim subjektima kojima su ta sredstva takođe potrebna u istom roku da bi održali svoju likvidnost, tj. platili obavezu koja je već nastala ili će nastati novom kupovinom roba i usluga. Dakle, razvoj tržišta novca započinje tako što banka formira kreditni potencijal na bazi depozita po viđenju (žiralni novac) svojih deponenata i na bazi tog kreditnog potencijala, koji je kratkoročan jer je depozit po viđenju (*avista*), daje kratkoročni kredit drugim subjektima koji postaju njeni dužnici. Naravno, pri tome je banka oprezna radi sopstvene likvidnosti; ona ne plasira u vidu kratkoročnog kredita ceo depozit po viđenju, već formira svoju likvidnu rezervu, a uz to teži da njeni dužnici istovremeno budu i njeni deponenti i da se između svih njenih deponenata što više obavlja prodaja i kupovina roba i usluga tako da kada oni međusobno plaćaju obaveze, u banci se ne menja ukupni depozit, novac se ne odliva iz banke, već se samo premešta sa depozitnog računa jednog njenog deponenta na depozitni račun drugog njenog deponenta.

Savremeno tržište novca je i međubankarsko tržište novca. Naime, banka koja raspolaže viškom likvidnog novca pozajmljuje taj novac drugoj banci kojoj nedostaje likvidni novac, i to opet na kratak rok i na kreditnoj osnovi. Međutim, tokom vremena

kratkoročno kreditiranje na bazi depozita, postaje uzan okvir, utoliko uži što je razvoj privrede i intezitet robnih transakcija veći. Zbog toga se u tržište novca uključuju i kratkoročne hartije od vrednosti, čiji je krajnji rok unovčenja od meseca, dva, tri do najviše godina dana. Time se, u stvari, širi tržište novca. Subjekt kome je potreban novac izdaje i prodaje kratkoročnu hartiju od vrednosti, subjekt koji ima višak novca kupuje kratkoročne hartije od vrednosti (to je primarno tržište hartija od vrednosti) sa ciljem da ostvari prinos, kamatu po osnovu kupljene kratkoročne hartije od vrednosti. Za subjekta koji kupuje kratkoročnu hartiju od vrednosti nije primarno samo ostvarenje prinosa (kamate) već i to što kratkoročnu hartiju od vrednosti može prodati i pre dospeća roka za naplatu (sekundarno tržište hartija od vrednosti) ako su mu nužna likvidna sredstva. Uvođenjem kratkoročnih hartija od vrednosti mogućnost kratkoročnog pozajmljivanja se bitno proširuje. I ne samo to. Država ima mogućnost da pokrije deficit budžeta izdavanjem kratkoročnih hartija od vrednosti; time se deficit budžeta pokriva iz štednje kupaca kratkoročnih hartija od vrednosti, što je opet bitno za stabilnost novčane jedinice, jer ako bi se deficit pokrivao iz emisije centralne banke, povećavala bi se novčana masa, što negativno deluje na stabilnost novčane jedinice.

Uključenjem u tržište novca kratkoročnih hartija od vrednosti stvoreni su uslovi da centralna banka reguliše obim novčane mase, između ostalog, prodajom i kupovinom kratkoročnih hartija od vrednosti. Ako centralna banka želi da smanji novčanu masu, ona će prodavati kratkoročne hartije od vrednosti i na taj način povlačiti novac iz opticaja za iznos prodatih kratkoročnih hartija od vrednosti. Obrnuto, ako centralna banka želi da poveća novčanu masu, ona će kupovati kratkoročne hartije od vrednosti i za iznos kupljenih kratkoročnih hartija od

vrednosti povećati novac u opticaju. Najzad, na tržištu novca formira se kamatna stopa na bazi ponude i tražnje (to je tzv. ravnotežna kamatna stopa) koja se, po pravilu, primenjuje i kod kratkoročnih kredita zaključenih u direktnom kontaktu, bez posredstva tržišta novca. Naravno, ravnotežna kamatna stopa ne zavisi samo od ponude i tražnje novca na tržištu novca već i od eskontne stope centralne banke i vladajuće stope inflacije. Kupovinom i prodajom kratkoročnih hartija od vrednosti na tržištu novca i eskontnom kamatnom stopom centralna banka ostvaruje kontrolu nad tržištem novca, tržište novca ima karakter otvorenog tržišta, direktno ili indirektno (preko posrednika) dostupno je svakom ko ima višak, odnosno manjak likvidnih sredstava. „Za efikasno delovanje novčanog tržišta potrebno je da se ostvare sledeći preduslovi:

1. da se ostvari štednja, odnosno da postoje viškovi slobodnih likvidnih sredstava;
2. da postoji ekonomski interes vlasnika slobodnog novca za ulaganje u državne hartije od vrednosti i druge hartije od vrednosti;
3. da postoji sigurnost da će vlasnik kupljene hartije od vrednosti moći istu u svako doba slobodno prodati i pretvoriti je u novac;
4. da se osigura vlasnicima hartija od vrednosti održavanje iste vrednosti uložених sredstava koja bi mogla biti smanjena inflacijom ili drugim uticajima na tržištu;
5. da postoji širok izbor unapred poznatih institucionalnih instrumenata koji će vlasnicima novčanih sredstava omogućiti izbor najpovoljnijeg ulaganja, brzu i efikasnu manipulaciju kupoprodaje i brzo pretvaranje u gotov novac;
6. da postoji potreban broj finansijskih institucija — pružalaca usluga koji raspolažu potrebnim specijalizovanim kadrovima koji će biti u mogućnosti da subjektima ponude i tražnje osiguraju brzu i efikasnu kupoprodaju hartija od vrednosti (banke, posebne novčane institucije, brokerske i dilerske firme);

7. da postoje odgovarajuće službe za davanje potrebnih informacija o svim pokazateljima kretanja novčanog tržišta i o bonitetu subjekata — učesnika na novčanom tržištu.“⁴⁸

1.2. Vrste tržišta novca

Zavisno od instrumenata kojima se vrši uzimanje i davanje kredita na tržištu novca, razlikujemo dve vrste tržišta novca-međubankarska kupovina novca i kupovina i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti.

Međubankarska kupovina novca. Međubankarska kupovina novca je zapravo tržište kratkoročnih kredita na kome jedna banka (koja ima višak likvidnih sredstava) daje kratkoročni kredit drugoj banci (koja ima nedostatak likvidnih sredstava). Zavisno od roka na koji se novac pozajmljuje, razlikujemo dnevni novac i terminski novac.

Dnevni novac (call money, depots a vue, Tages Geld). Dnevnim novcem kojim se trguje na tržištu novca smatra se novac koji banka koja ga ima kao višak likvidnih sredstava ponudi:

- na rok od jednog dana ili
- sa otkaznim rokom od jednog dana.

U prvom slučaju banka koja je uzela novac danas taj novac mora da vrati sutra. Izuzetno, banka poverilac i banka dužnik mogu se sutra sporazumeti da ovaj aranžman produže. U drugom slučaju banka koja je uzela novac koristiće taj novac sve do dana otkaza plus jedan dan, a taj otkaz može da dà bilo banka koja je uzela novac, bilo banka koja je pozajmila novac. Primera radi, pozajmica novca sa otkaznim rokom od jednog dana izvršena je 1. oktobra, otkaz je dat 15. oktobra, novac se mora vratiti 16. oktobra, odnosno prvog radnog dana posle 15. oktobra. Svako pozajmljivanje novca sa rokom vraća-

nja kraćim od 30 dana smatra se trgovanjem dnevnim novcem.

Terminski novac (time deposits, depots a terme, Termin Geld). Terminski novcem kojim se trguje na tržištu novca smatra se novac koji banka koja ga ima kao višak likvidnih sredstava ponudi sa rokom vraćanja od jednog do tri meseca, a ponekad i do 12 meseci.

U okviru terminskog tržišta novca razlikujemo terminski novac mesečnog ultima (vraćanje prvog dana ili za nekoliko dana od početka narednog meseca) i terminski novac godišnjeg ultima (vraćanje prvih dana januara meseca). Vezivanje roka vraćanja za početak narednog meseca, odnosno za početak januara sračunato je na očekivane povećane isplate deponenta banke po osnovu plata, poreza i drugih dažbina, pa banka koja je pozajmila novac povlači kredit da bi obezbedila sopstvenu likvidnost, ali i radi „friziranja“ sopstvenog bilansa.

Pozajmljeni terminski novac može dospeti za vraćanje na tačno unapred utvrđen dan ili po isteku određenog otkaznog roka, koji ne može biti kraći od mesec dana ni duži od godinu dana.⁴⁹

Kupovina i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti. Na tržištu novca prodaju se i kupuju kratkoročne hartije od vrednosti pod uslovom da postoji bonitet hartije od vrednosti, tačnije, kreditna sposobnost izdavaoca hartije od vrednosti, a time i sigurnost kupca hartije od vrednosti da će je o roku dospeća moći naplatiti. Centralna banka, koja u okviru kreditno-monetarne politike reguliše emisiju novog novca u opticaju (to je tzv. primarni novac), određuje rediskontni kontigent za svaku poslovnu banku. Ako poslovna banka diskontuje hartiju od vrednosti (na primer, trasiranu menicu) svog komiten-

⁴⁸ Prof. dr Ante Katunarić: *Banka, Poduzeće-banka*, Zagreb, 1981, str. 342.

⁴⁹ Dr Života Ristić: *Tržište novca*, „Privredni pregled“, Beograd, 1990. str. 36.

ta i tu menicu rediskontuje kod centralne banke na teret odobrenog rediskontnog kontigenta, takva menica nije predmet kupovine i prodaje na tržištu novca jer se ona prodaje na zatvorenom tržištu u direktnom kontaktu: preduzeće — banka — centralna banka. Prema tome, na tržištu novca prodaju se i kupuju kratkoročne hartije od vrednosti koje imaju bonitet i koje se ne rediskontuju kod centralne banke na teret odobrenog rediskontnog kontigenta poslovnoj banci, što ne znači da se takva kratkoročna hartija od vrednosti ne može rediskontovati kod centralne banke, ali ne na teret odobrenog rediskontnog kontigenta poslovnoj banci. Kratkoročne hartije od vrednosti koje se kupuju i prodaju na tržištu novca najčešće su: depozitni certifikat, blagajnički zapis poslovne banke, bankarski akcept, komercijalni zapis, trasirana menica, državna obveznica i blagajnički zapis centralne banke. Sve ove hartije od vrednosti su kratkoročne, s najdužim rokom unovčenja od godinu dana izuzev državne obveznice, koje se u nekim zemljama izdaju i sa rokom unovčenja od dve godine. Treba razlikovati primarno tržište hartija od vrednosti i sekundarno tržište hartija od vrednosti.

Primarno tržište hartija od vrednosti. Primarno tržište hartija od vrednosti je tržište na kome se prodaje prvi put izdata hartija od vrednosti. Ta prva prodaja izdate hartije od vrednosti ne mora nužno da bude obavljena preko institucije preko koje se ostvaruje organizovano tržište novca; ona se može direktno ostvariti u kontaktu izdavalac kratkoročne hartije od vrednosti — kupac kratkoročne hartije od vrednosti.

Sekundarno tržište hartija od vrednosti. To je takvo tržište na kome se vrši druga, treća, četvrta kupoprodaja kratkoročne hartije od vrednosti, tačnije, to je svaka prodaja posle prve prodaje. Kratkoročne hartije od vrednosti posle prve prodaje, u principu, pro-

daju se preko institucije preko koje se ostvaruje organizovano tržište novca.

1.3. Institucionalne forme tržišta novca

U osnovi postoje tri osnovna oblika organizacije tržišta novca:

- institucionalizovano tržište novca,
- neinstitucionalizovano tržište novca i
- tržište novca organizovano kao mešavina institucionalizovanog i neinstitucionalizovanog tržišta novca.

Institucionalizovano tržište novca. Institucionalizovano tržište novca je, u stvari, posebna finansijska organizacija preko koje se obavlja kupovina i prodaja novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Ona u ime i za račun svojih članova (brokera i dilera) obavlja sve transakcije na tržištu novca. Iz tog sledi da su na jednom mestu i u isto vreme koncentrisane ponuda i tražnje novca i kratkoročnih hartija od vrednosti i upravo zahvaljujući tome, zahvaljujući odnosu ponude i tražnje realnije se utvrđuje cena, odnosno kamatna stopa. Nedostatak institucionalizovanog organizovanja tržišta novca je u tome što je zbog postojanja posrednika potrebno duže vreme da se obavi transakcija na tržištu novca.

Neinstitucionalizovano tržište novca. Neinstitucionalizovano tržište novca je zapravo takvo tržište novca gde se ostvaruje direktan kontakt između učesnika na tržištu novca, tj. ostvaruje se direktan kontakt između suficitarnih subjekata i deficitarnih subjekata, odnosno između prodavaca i kupaca kratkoročnih hartija od vrednosti. Ovaj oblik tržišta novca otklanja nedostatak institucionalizovanog tržišta novca, transakcije između učesnika na tržištu novca se brže obavljaju, ali istovremeno on eliminiše prednost institucionalizovanog tržišta novca u pogledu realnijeg formiranja kamatne stope za pozajmljeni novac i realnijeg formira-

nja cene prodate kratkoročne hartije od vrednosti na bazi koncentrisane ponude i tražnje na jednom mestu i u isto vreme.

Tržište novca kao mešavina institucionalizovanog i neinstitucionalizovanog organizovanja. Mešoviti oblik organizacije tržišta novca je nastao sa željom da se iskoriste prednosti i institucionalizovanog i neinstitucionalizovanog tržišta novca. To praktično znači da se transakcije na tržištu novca obavljaju i direktno između učesnika, i preko posredničke, institucionalizovane organizacije, pri čemu se u direktnim kontaktima između učesnika, u principu, uvažava kamatna stopa, odnosno cena kratkoročne hartije od vrednosti formirana na institucionalizovanom tržištu novca.

Učesnici na tržištu novca su:

- centralna banka kao monetarna vlast,
- poslovne banke kao osnovni učesnici i nosioci trgovine novcem,
- specijalizovane i za to posebno ovlašćene finansijske organizacije (firme brokera i dilera) kao učesnici u trgovini kratkoročnim hartijama od vrednosti i posrednici između centralne banke i poslovnih banaka na jednoj i sitnih imalaca novčanih sredstava na drugoj strani.

Sva druga pravna i fizička lica ne učestvuju direktno na tržištu novca već:

- država i paradržavne institucije učestvuju preko centralne banke,
- sva druga pravna lica (na primer, preduzeća) i fizička lica učestvuju ili preko poslovne banke, ili preko ovlašćene posredničke firme.

1.4. Kratkoročne hartije od vrednosti — instrumenti tržišta novca

1.4.1. Depozitni sertifikat

Depozitni sertifikat je prenosiva potvrda koja glasi na deponovanu sumu novca u banci na određeni rok i uz određenu kamatu. Depozitni sertifikat se emituje po nominalnoj vrednosti, a kamata, koja se računa na

bazi stvarnog broja dana do roka dospeća, dodaje se glavnici i plaća o roku dospeća. Ako je rok dospeća do godinu dana, a koji ne može da bude kraći od sedam dana, radi se o kratkoročnom depozitnom sertifikatu, a ako je rok dospeća duži od godinu dana (obično najduže do pet godina), radi se o srednjoročnom depozitnom sertifikatu. Depozitni sertifikati najčešće se emituju s rokom dospeća od tri meseca do jedne godine. Depozitni sertifikat glasi na donosioca i sadrži sledeće podatka:

- oznaku da je depozitni sertifikat,
- ime banke koja ga emituje,
- iznos na koji je emitovan,
- rok dospeća,
- kamatna stopa,
- datum i mesto izdavanja,
- važeće pravo i
- potpis ovlašćenog lica.

Pomenuti podaci su odštampani na obe strane sertifikata i uobličeni, po pravilu, u tekstu koji glasi „_____ banka potvrđuje da je suma od _____ oročeni depozit koji je plativ donosiocu predajom ovog sertifikata banci na dan _____ zajedno sa kamatom po stopi _____ % godišnje. Kamata se obračunava prema broju dana na bazi godine od 365 dana, od današnjeg dana do dana dospeća i plativa je na dan dospeća ili posle njega ako je rok dospeća jedna godina ili manje, ili godišnje, na godišnjicu današnjeg dana ili o roku dospeća. Plaćanje se vrši doznakom ili telegrafskim prenosom banci. Na sertifikat će se primenjivati odredbe Zakona.“

Samo izdavanje depozitnog sertifikata deponentu predstavlja njegovo primarno tržište, a svaka dalja prodaja predstavlja sekundarno tržište depozitnog sertifikata. Cena depozitnog sertifikata na sekundarnom tržištu utvrđuje se na bazi sadašnje vrednosti, prema prinosu do roka dospeća. Primera radi, ako depozitni sertifikat glasi na

100.000 dinara sa rokom dospeća 90 dana od dana izdavanja i godišnjom kamatnom stopom 15% a prodaje se 50-tog dana od dana izdavanja sa diskontnom stopom od 12%, sadašnja vrednost će se izračunati na sledeći način:

Kamata na

$$\text{dan dospeća} = \frac{100.000 \cdot 15 \cdot 90}{365 \cdot 100} = 3.699^{50}$$

$$\text{Sadašnja vrednost} = \frac{100.000 + 3.699}{1 + \frac{12}{100} \cdot \frac{40}{365}} = 102.353$$

Prema tome, ovaj sertifikat će se na sekundarnom tržištu 50-tog dana od dana izdavanja prodati za 102.353 dinara.

Smatra se da depozitni sertifikat ima prednosti u odnosu na obične oročene depozite zbog:

- prenosivosti depozitnog sertifikata i otuda veće likvidnosti deponenta,
- mogućnosti da se sredstva deponuju po višoj kamatnoj stopi ako je kamata ograničena na oročene depozite,
- manjeg kreditnog rizika,
- prelaska prava svojine predajom iz ruke u ruku i anonimnosti vlasnika, i
- mogućnosti banaka da upravljaju svojom pasivom.⁵¹

1.4.2. Blagajnički zapis poslovnih banaka

Blagajnički zapis je prenosiva potvrda koja glasi na određeni novčani iznos depovan u banci, sa određenim rokom dospeća i određenom kamatnom stopom. Iznos na koji glasi blagajnički zapis određuje izdavalac, a može da glasi alternativno — na ime ili donosioca. Blagajnički zapis je s rokom dospeća od mesec dana do godinu dana i sadrži sledeće osnovne elemente:

- oznaku da je blagajnički zapis,
- ime izdavaoca,

- ime upisnika, odnosno oznaku da glasi na donosioca,
- nominalnu vrednost,
- visinu kamatne stope,
- rok dospeća
- datum izdavanja,
- važeće pravo i
- potpis ovlašćenog lica.

Ovi podaci su štampani na licu i poledini. Tako, na primer, tekst na licu blagajničkog zapisa Jugobanke glasi „Jugobanka plaća donosiocu _____ dinara sa kamatnom stopom od _____ za 30 dana. Ukupan iznos za isplatu _____ dinara, datum isplate _____, datum izdavanja _____. Ovaj blagajnički zapis se izdaje u skladu sa članom 36-40. Zakona o hartijama od vrednosti i posebne Odluke Jugobanke udružene banke.“

Primarno tržište blagajničkih zapisa poslovnih banaka je prodaja blagajničkih zapisa drugim poslovnim bankama, preduzećima, drugim pravnim i fizičkim licima.

Sekundarno tržište blagajničkih zapisa poslovnih banaka je svaka njegova dalja prodaja. Blagajnički zapis na sekundarnom tržištu se prodaje po sadašnjoj vrednosti, koja se utvrđuje na isti način kao i kod depozitnog sertifikata. Prednosti blagajničkog zapisa poslovnih banaka indentične su prednostima depozitnih sertifikata. Prema članu 36. Zakona o hartijama od vrednosti⁵², blagajnički zapis, pored poslovne i Narodne banke (o kome će kasnije biti reči) mogu izdati i druge finansijske organizacije i društveno-političke zajednice (federacija i federalne jedinice).

⁵⁰ U uslovima kada je kamatna stopa visoka, kamata se računa na bazi konformne kamatne stope. O konformnoj kamatnoj stopi biće reči u poglavlju o kreditiranju.

⁵¹ Grupa autora: *Tržište novca i tržište kapitala u Jugoslaviji*, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1990. str. 21.

⁵² *Službeni list SFRJ* br. 64/89. i 29/90

1.4.3. Blagajnički zapis centralne banke

Blagajnički zapis centralne banke je takođe kratkoročna hartija od vrednosti koja glasi na donosioca i ima sledeće osnovne elemente:

- oznaku da je blagajnički zapis,
- izdavaoca, mesto izdavanja i datum,
- serijski broj blagajničkog zapisa,
- nominiran je na okruglu, veću sumu,
- rok dospeća, koji može da bude od sedam do devedeset dana,
- kamatnu stopu koju nosi,
- naznaku da glasi na donosioca i
- potpis guvernera centralne banke.

Centralna banka izdaje blagajnički zapis sa ciljem da smanji količinu novca u opticaju, a u nekim zemljama izdaje se i radi prikupljanja novca za pokriće tekućeg deficita državnog budžeta. Izdavanje blagajničkih zapisa centralne banke radi pokrića tekućeg deficita državnog budžeta praktikuje se kada suficitarni subjekti preferiraju blagajnički zapis centralne banke u odnosu na državnu obveznicu.

Kamatnu stopu po kojoj se emituje blagajnički zapis Narodna banka objavljuje na tržištu novca sa ciljem da se sve ostale bazne kamatne stope formiraju zavisno od rizika iznad kamatne stope po kojoj se emituje blagajnički zapis centralne banke. Naime, kamatna stopa po kojoj se emituje blagajnički zapis centralne banke je, u principu, niža od vladajuće kamatne stope na novčanom tržištu, jer je centralna banka s najvećom mogućom kreditnom sigurnošću pa je otuda ulaganje u kupovinu njenog blagajničkog zapisa bez ikakvog rizika.

Blagajničke zapise Narodna banka Jugoslavije prodaje isključivo registrovanim ovlašćenim poslovnim bankama, pri čemu u određenim slučajevima, kad to naloži centralna banka, poslovne banke obavezno kupuju blagajničke zapise centralne banke, a u određenim slučajevima poslovne banke to čine dobrovoljno. Blagajnički zapis central-

ne banke, po pravilu, ne prodaje se na organizovanom tržištu novca sa ciljem da se izbegne njihova kurentnost u odnosu na državne hartije od vrednosti. Međutim, poslovne banke mogu prodati Narodnoj banci kupljeni blagajnički zapis centralne banke i pre roka dospeća po ceni koja se utvrđuje na sledeći način:

Prvo se utvrđuje cena na dan dospeća po obrascu:

$$G + \frac{G \cdot k \cdot d}{36500} = \text{cena na dan dospeća}$$

gde je:

G = glavnica, nominalni iznos blagajničkog zapisa centralne banke,

k = nominalna kamatna stopa po kojoj je emitovan blagajnički zapis centralne banke,

d = broj dana dospeća, broj dana na koji je emitovan blagajnički zapis centralne banke.

Cena na dan prodaje blagajničkog zapisa utvrđuje se diskontovanjem cene na dan dospeća sa vladajućom (novom) kamatnom stopom na novčanom tržištu na dan prodaje uzimajući u obzir preostali broj dana do dospeća. Prema tome, cena na dan prodaje utvrđuje se po obrascu:

$$\text{Cena na dan - prodaje} = \frac{\text{Cena na dan dospeća}}{1 + \left(\frac{k \cdot d}{100 \cdot 365} \right)}$$

gde je:

k = nova kamatna stopa, tj. vladajuća kamatna stopa na tržištu novca i

d = broj dana do dospeća.

1.4.4. Komercijalni zapis

Komercijalni zapis je neosigurana sopstvena menica preduzeća sa fiksnim rokom dospeća. Izdavalac komercijalnog zapisa obećava da će imaocu komercijalnog zapisa platiti sumu naznačenu u komercijalnom zapisu plus kamatu po kamatnoj stopi na dan dospeća. Da bi komercijalni zapisi bili privlačni za kupce, preduzeće može izdati komercijalne zapise uz garanciju poslovne banke,

pri čemu se fiksira ukupna suma na koju će se izdati komercijalni zapisi, a banka, naravno, od preduzeća izdavaoca naplaćuje proviziju garancije. Banka može obezbediti garanciju kroz akreditiv ili kreditnu liniju odobrenu preduzeću izdavaocu komercijalnog zapisa. Uz to, neka preduzeća, da bi privukla što više kupaca komercijalnih zapisa, obavezuju se da će svoje proizvode imaću komercijalnog zapisa prodati uz popust, pri čemu oni plaćaju kupljenu robu komercijalnim zapisom.

Preduzeća izdaju komercijalne zapise sa ciljem da pribave kratkoročne izvore finansiranja. Ako je preduzeću potrebno relativno mnogo kratkoročnih izvora finansiranja, ono ih lakše obezbeđuje izdavanjem komercijalnih zapisa, jer njihovom prodajom preduzeće dobija, u stvari, veliki broj sitnih kreditora koji su, po pravilu, fizička lica. Ali da bi emisija, tačnije prva prodaja, uspela, kamatna stopa po komercijalnom zapisu mora da bude viša od kamatne stope na oročenu štednju koju plaća banka. Ako uz to banka garantuje isplatu komercijalnog zapisa, onda postoji velika verovatnoća da će prva prodaja izdatih komercijalnih zapisa uspeti.

Komercijalni zapis mora da sadrži:

- oznaku da je komercijalni zapis,
- nominalni iznos,
- rok dospeća,
- visinu kamatne stope,
- pravni osnov,
- mesto i datum izdavanja i
- potpis ovlašćenog lica.

Ovi elementi upisuju se na lice komercijalnog zapisa, a uz to se upisuje i procent popusta na cenu robe izdavaoca ako se taj popust odobrava imaću komercijalnog zapisa. Tako, na primer, tekst komercijalnog zapisa „Jugoeksporta“ glasi: „'Jugoeksport', preduzeće za spoljnu i unutrašnju trgovinu sa P.O., Beograd, Kolarčeva 1, izdaje komercijalni zapis na iznos od 1.000 dinara s rokom dospeća godinu dana od izdavanja. Donosiocu komercijalnog zapisa pripada kamata od

20% godišnje i prilikom kupovine u prodajnim objektima „Jugoeksporta“ odobrava se 10% popusta od maloprodajne cene“. Na poledini komercijalnog zapisa daju se bliža uputstva o naplati komercijalnog zapisa, odnosno o kupovini robe uz popust. Tako citirani komercijalni zapis na poledini pruža obaveštenja i da je komercijalni zapis izdat u skladu sa članom 34-40. Zakona o hartijama od vrednosti (ovo je štampano na poledini pošto pravni osnov nije štampan na licu); da se u momentu kupovine robe uz popust pripisuje kamata obračunata po stopi od 20% godišnje, računata od dana izdavanja komercijalnog zapisa do dana kupovine robe koja se plaća komercijalnim zapisom, da će izdavalac komercijalnog zapisa na zahtev imaću da isplati komercijalni zapis u gotovu i pre roka dospeća, ali se taj zahtev ne može postaviti pre proteka najmanje tri meseca od izdavanja, pri čemu će se imaću komercijalnog zapisa obračunati kamata po kamatnoj stopi na depozite po viđenju računajući broj dana od dana izdavanja do dana naplate komercijalnog zapisa; da se komercijalni zapis isplaćuje na šalterima „Jugobanke“; da je komercijalni zapis naplativ i posle roka dospeća na koji je izdat, ali najkasnije do godinu dana, pri čemu se kamata priznaje samo do roka na koji je komercijalni zapis izdat.

Već iz prethodno navedenog jasno je da preduzeće stimuliše prodaju svoje robe uz popust imaću komercijalnog zapisa a da ga destimulira da komercijalni zapis naplati u gotovu. Sada je zanimljivo videti kolika je, zapravo, cena izvora finansiranja za preduzeće pribavljenih po ovom komercijalnom zapisu. Cena ovog izvora finansiranja za preduzeće zavisi od kamatne stope po kojoj je izdat komercijalni zapis, visine provizije banke za garanciju i od toga da li proviziju banka računa ili ne računa srazmerno vremenu dospeća komercijalnog zapisa za naplatu. Ovaj komercijalni zapis je izdat sa rokom dospeća od godinu dana i kamatnom

stopom od 20% godišnje pod pretpostavkom da je provizija banke 2% i da je komercijalni zapis podnet na naplatu nakon godinu dana.

Cena izvora finansiranja je:

$$\text{Kamata} = 1.000 \cdot 0,20 = 200$$

$$\text{Provizija} = 1.000 \cdot 0,02 = 20$$

$$\text{Svega} = 220$$

$$\text{Cena izvora finansiranja je } 22\% = \frac{220}{1.000} \cdot 100.$$

Pretpostavimo sada da je imalac komercijalnog zapisa kupio robu nakon 90 dana od kupovine komercijalnog zapisa. Uz navedene podatke cena izvora finansiranja je:

$$\text{Kamata} = \frac{1.000 \cdot 20 \cdot 90}{36500} = 49,32$$

$$\text{Provizija} = 1.000 \cdot 0,02 = 20,00$$

$$\text{Svega} = 69,32$$

$$\text{Cena izvora finansiranja je } 28,11\% = \left(\frac{69,32 \cdot 100}{1.000 \cdot 90} \right) \cdot 365$$

Dakle, cena izvora finansiranja je sada osetno veća, pri čemu preduzeće smanjuje i prihod po osnovu prodaje robe s popustom za 10%. Kad je komercijalni zapis izdat s rokom dospeća kraćim od godinu dana, cena izvora finansiranja po osnovu provizije banke neće se bitnije povećavati kao u navedenom primeru samo pod uslovom da banka proviziju računa srazmerno broju dana dospeća komercijalnog zapisa. Pod pretpostavkom da je navedeni komercijalni zapis izdat s rokom dospeća od 90 dana, da je provizija računata srazmerno broju dana dospeća i da je naplaćen o roku dospeća, cena izvora finansiranja bila bi:

$$\text{Kamata} = \frac{1000 \cdot 20 \cdot 90}{36500} = 49,32$$

$$\text{Provizija} = \frac{1000 \cdot 2 \cdot 90}{36500} = 4,93$$

$$\text{Svega} = 54,25$$

$$\text{Cena izvora finansiranja je } 22\% = \left(\frac{54,25 \cdot 100}{1.000 \cdot 90} \right) \cdot 365$$

Dakle, cena izvora finansiranja je 22%, tj., ista je kao kad je komercijalni zapis izdat na godinu dana uz kamatnu stopu 20% go-

dišnje i bančinu proviziju od 2%. Naravno, preduzeće ima troškove štampanja komercijalnih zapisa i troškove distribucije, odnosno prve prodaje. Ti troškovi povećavaju tekuće rashode, što takođe indirektno povećava cenu izvora finansiranja pribavljenih po osnovu izdavanja komercijalnih zapisa.

Prvu prodaju (primarno tržište) komercijalnih zapisa preduzeće vrši samo ili preko banke garanta. Imalac komercijalnog zapisa mogao bi ga prodati (sekundarno tržište) preko tržišta novca uz uslov da je taj komercijalni zapis uveden na tržište novca, da se na njemu kotira, što pre svega zavisi od kreditnog boniteta izdavaoca i garanta. Tržišna cena komercijalnog zapisa pri prodaji na tržištu novca utvrđuje se tako što se nominalna vrednost uvećana za kamatu na dan dospeća eskontuje (diskontuje) sa vladajućom kamatnom stopom na tržištu novca uzimajući u obzir broj dana od prodaje do dana dospeća. Iz našeg primera nominalna vrednost komercijalnog zapisa na dan dospeća je 1.200 = (1.000 + 200) pod pretpostavkom da se prodaje nakon 200 dana od dana izdavanja, što znači da je do dospeća ostalo još 165 dana (365-200) i da je vladajuća kamatna stopa na tržištu novca 18%. Sadašnja vrednost, odnosno prodajna cena je:

$$\frac{1.200}{1 + \frac{18}{100} \cdot \frac{165}{365}} = 1.110.$$

1. 4. 5. Bankarski akcept

Bankarski akcept je, u stvari, trasirana menica na banku i akceptirana od banke, kojom se neopozivo naređuje isplata menične sume novca imaocu menice po naredbi izdavaoca menice na određeni dan. Banka akceptom preuzima obavezu da će meničnu sumu isplatiti donosiocu menice na određeni dan.

Ova menica nastaje kao rezultat konkretne trgovačke operacije (kupovina — prodaja). Po pravilu, izdaje se sa rokom plaćanja do tri meseca. Rok dospeća naplate je ili fik-

siran, ili se računa od dana akceptiranja. Menica akceptirana od banke (bankarski akcept) glasi na ime i može se prenositi indosamentom. Akceptirana menica, odnosno bankarski akcept sadrži sledeće elemente:

- oznaku da je menica,
 - neopozivu naredbu da se isplati menična suma,
 - ime onoga ko će izvršiti plaćanje (trasat),
 - oznaku vremena plaćanja,
 - oznaku mesta gde će se plaćanje izvršiti,
 - ime onoga kome će se ili po čijoj naredbi plaćanje izvršiti (remitent),
 - datum i mesto izdavanja i
 - potpis izdavaoca (trasanta),
- a banka na ovu menicu još dodaje:
- oznaku akcepta,
 - ime akceptanta,
 - datum i mesto akcepta, i
 - potpis akceptanta.

Da bi bankarski akcept mogao da se eskontuje na tržištu novca, nužno je još da se označi trgovačka transakcija na osnovu koje je akceptirana menica izdata i osnovni elementi te transakcije.

Banka koja je akceptirala menicu, a obično je to menica njenog komitenta kome ona daje kredit po osnovu te menice (akceptni kredit), može akcept prodati drugoj banci, drugoj finansijskoj organizaciji ili preduzeću i tako doći do sredstava za kreditiranje svog komitenta bez angažovanja svog kreditnog potencijala. Kupovina akcepta vrši se, u stvari, eskontovanjem akceptirane menice, odnosno akcepta. Eskontujući akcept banka dobija novac u visini razlike između menične sume i iznosa eskonta, sa kojim kreditira svog komitenta uz naplatu odgovarajuće provizije. U momentu dospeća imalac akcepta podnosi akcept banci na naplatu, banka mu isplaćuje meničnu sumu i istovremeno zadužuje račun svoga komitenta takođe u visini menične sume.

Pri prodaji bankarskog akcepta vrši se eskontovanje (diskontovanje) primenom es-

kontne stope, koja je, obično jednaka vladajućoj kamatnoj stopi na tržištu novca, za vreme od dana kupovine bankarskog akcepta do dana dospeća za naplatu. Primera radi, ako akceptirana menica glasi na 200.000, ako je od dana kupovine do dana dospeća 45 dana, a eskontna stopa 12%, eskontovana vrednost bankarskog akcepta je:

$$\text{Eskontovana vrednost} = \frac{200.000}{1 + \left(\frac{12}{100} \cdot \frac{45}{365} \right)} = 197.084.$$

Dakle, kupac će za ovaj bankarski akcept platiti 197.084 dinara a u momentu dospeća akcepta naplatiće 200.000 dinara, što znači da je kupčev prihod od ove transakcije 2.916 dinara (200.000 — 197.084). Ovaj prihod kupca je istovremeno i rashod (trošak) prodavca akcepta, odnosno, to je eskontni trošak, koji se može izračunati i na ovaj način:

$$\text{Eskontni trošak} = \frac{200.000 \cdot 45 \cdot 12}{36500 + 45 \cdot 12} = 2.916.$$

Kupac bankarskog akcepta može, naravno, izvršiti ponovnu prodaju akcepta pre dospeća, čime dolazi do reeskonta bankarskog akcepta.

1.4.6. *Trasirana menica*

Trasirana menica je takva menica kojom izdavalac menice (trasant) nalaže trećem licu (trasatu) da plati meničnu sumu na dan dospeća licu naznačenom u menici (remitentu).

I ova menica je rezultat konkretne trgovačke transakcije. Trasirana menica se može izdati sa rokom dospeća: plativa po videnju, plativa za određeni broj dana po videnju, plativa za određeni broj dana od izdavanja i plativa na određeni dan. Menica se može indosirati po meničnom pravu. U slučaju da trasat ne plati meničnu sumu o roku dospeća, menica se protestuje i za njenu isplatu odgovorni su trasant i sva lica koja su je indosirala. Otuda je trasirana menica u pogledu sigurnosti naplate utoliko sigurnija što je više puta indosirana. Elementi trasirane me-

nice, kao i kod akceptirane menice, su strogo propisani meničnim zakonom, a to su:

- oznaka da je menica,
- neopoziva naredba da se isplati menična suma,
- ime onoga ko će izvršiti plaćanje (trasat),
- oznaka vremena plaćanja,
- oznaka mesta gde će se plaćanje izvršiti,
- ime onoga kome će se ili po čijoj naredbi izvršiti plaćanje (reminet),
- datum i mesto izdavanja,
- potpis izdavaoca (trasanta).

Trasirana menica uključuje se u tržište novca njenim eskontom kod banke. Banka, naravno, može trasiranu menicu koju je eskontovala reeskontovati kod druge banke. Budući da trasirana menica nije akceptirana, ona nema sigurnost naplate kao bankarski akcept. Otuda prihvatanje trasirane menice za eskontovanje u prvom redu zavisi od kreditnog boniteta izdavaoca menice. Inače, ako banka prihvati da trasiranu menicu eskontuje, ona u stvari daje kredit u visini eskontovane vrednosti, koja se izračunava na isti način kao i kod eskonta bankarskog akcepta, a naplatom eskontovane trasirane menice vrši se povraćaj datog kredita.

1.4.7. Državne obveznice

Državna obveznica je hartija od vrednosti koju emituje država sa ciljem da od suficitarnih subjekata njenom prodajom prikupi novac radi pokrića tekućeg deficita budžeta. Time se gasi potreba da se deficit državnog budžeta pokriva dodatnom emisijom centralne banke, što je bitno za održavanje novčane mase na nepromenjenom nivou a time i održavanje stabilne vrednosti novčane jedinice. Državne obveznice izdaju se na okruglu sumu i sa unapred utvrđenim rokom dospeća za naplatu. Ako se državne obveznice prodaju prilikom emisije po diskontovanoj vrednosti, u obveznici se iskazuje diskontovana vrednost (koja je, u stvari, pra-

va prodajna cena) i nominalna vrednost (koja je u stvari cena na dan dospeća naplate). Razlika između ove dve cene je diskont, tj. prihod kupca obveznice. Ako se državna obveznica prodaje prilikom emisije po nominalnoj vrednosti, u obveznici se iskazuje nominana vrednost i kamatna stopa po kojoj će se kamata obračunati i platiti kupcu obveznice na dan dospeća zajedno s nominalnom vrednošću obveznice. Dakle, u ovom slučaju prva prodajna cena ravna je nominalnoj vrednosti obveznice, a cena na dan dospeća naplate obveznice ravna je zbiru nominalne vrednosti i kamate. Državne obveznice izdaju se s rokom dospeća tri, šest, devet meseci, godina dana a ponekad u nekim zemljama i na dve godine. Budući da se sve emitovane državne obveznice, u principu, ne prodaju (prva prodaja) istog dana, u momentu prve prodaje utiskuje se na poleđini obveznice datum prodaje i rok dospeća za naplatu računa se od tog datuma.

Prva prodaja državnih obveznica može se izvršiti aukcijom (licitacijom), koju može da organizuje centralna banka ili druga finansijska organizacija kojoj prodaju poveri država. To je ujedno primarno tržište tih državnih obveznica. Kupci državnih obveznica na aukciji mogu da budu banke, druge finansijske organizacije (na primer, osiguravajuća društva, penzioni fondovi), preduzeća pa i fizička lica koja su zastupljena obično preko posrednika (brokerske i dilerske firme, na primer). Svaka dalja prodaja od imaoa obveznice jeste sekundarno tržište državnih obveznica, koja se odvija ili u neposrednom kontaktu kupca i prodavca, ili na institucionalizovanom novčanom tržištu.

Diskontna vrednost državne obveznice ako se obveznica pri prvoj prodaji prodaje po diskontnoj vrednosti izračunava se tako što se uzima u obzir nominalna vrednost po kojoj će se obveznica otkupiti u momentu dospeća, diskontna stopa i broj dana dospe-

ća za plaćanje obveznice. Primera radi, ako je nominalna vrednosti obveznice 518.493 dinara, diskontna stopa 15%, rok dospeća 90 dana, diskontna vrednost će biti:

$$\text{Diskontna vrednost} = \frac{518.493}{1 + \left(\frac{15}{100} \cdot \frac{90}{365}\right)} = 500.000.$$

Prvi kupac će, dakle, za državnu obveznicu platiti 500.000 dinara. Nakon 90 dana pod pretpostavkom da je ne proda na sekundarnom tržištu, naplatiće je u iznosu od 518.493 dinara i njegov prihod biće 18.493 dinara ($518.493 - 500.000$), što, ako se pretvori u procent, daje diskontnu stopu:

$$\text{Prihod u \%} = \frac{18.493 \cdot 100}{500.000 \cdot \frac{90}{365}} = 15\%.$$

Ako se emitovana državna obveznica prodaje po nominalnoj vrednosti, u momentu dospeća imalac će naplatiti nominalnu vrednost plus kamatu obračunatu po kamatnoj stopi na dan dospeća za broj dana od dana kupovine do dana dospeća. Ako uzmemo navedeni primer, tj. da je nominalna vrednost državne obveznice 518.493, kamatna stopa 15% i broj dana od dana prodaje do dana dospeća 90, kupac će pri prvoj kupovini platiti 518.493, a na dan dospeća naplatiće nominalnu vrednost plus kamata, pa će otuda cena državne obveznice na dan dospeća biti:

Cena na dan

$$\text{dospeća} = 518.493 + \frac{518.493 \cdot 15 \cdot 90}{36500} = 537.670.$$

Kupac je, dakle, ostvario prihod po osnovu kamate 19.177 dinara ($537.670 - 518.493$). Ako se prihod izrazi procentom, daje opet kamatnu stopu:

$$\text{Prihod u \%} = \frac{19.177 \cdot 100}{518.493 \cdot \frac{90}{365}} = 15\%.$$

Cena državne obveznice na sekundarnom tržištu dobija se tako što se cena na dan dospeća diskontuje vladajućom kamatnom stopom na tržištu novca uzimajući u obzir broj dana od dana prodaje na sekundarnom

tržištu do dana dospeća. U navedenom primeru imali smo državnu obveznicu (A) sa cenom na dan dospeća od 518.493 dinara i državnu obveznicu (B) sa cenom na dan dospeća od 537.670 dinara. Ako pretpostavimo da se obe obveznice prodaju 40 dana pre roka dospeća i da je vladajuća kamatna stopa na tržištu novca u momentu prodaje 14%, njihova cena na sekundarnom tržištu će biti: Cena na sekundarnom

$$\text{tržištu obveznice A} = \frac{518.493}{1 + \left(\frac{14}{100} \cdot \frac{40}{365}\right)} = 510.658.$$

Cena na sekundarnom

$$\text{tržištu obveznice B} = \frac{537.670}{1 + \left(\frac{14}{100} \cdot \frac{40}{365}\right)} = 529.546.$$

Sada je zanimljivo videti kako su u ovoj transakciji prošli prvi a kako drugi kupci. Prvi kupci ostvarili su prihod $10.658 = (510.658 - 500.000)$ (obveznica A), odnosno $11.053 = (529.546 - 518.493)$, (obveznica B), u obveznice su uložili pre 50 dana 500.000 (obveznica A) odnosno 518.493 (obveznica B). Koliko je njihov prihod u procentu? Prihod u procentu je:

Prihod u procentu

$$\text{obveznice A} = \frac{10.658 \cdot 100}{500.000 \cdot \frac{50}{365}} = 15,56\%.$$

Prihod u procentu

$$\text{obveznice B} = \frac{11.053 \cdot 100}{518.493 \cdot \frac{50}{365}} = 15,56\%.$$

Dakle, na godišnjem nivou vlasnici obveznica ostvarili su stvarno ukamaćenje svojih ulaganja iznad eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su obveznice emitovane za 0,56%. Do toga je došlo zato što je vladajuća kamatna stopa na tržištu novca bila ispod eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su kupljene obveznice na primarnom tržištu, na temelju kojih je utvrđena prodajna cena obveznica na dan dospeća. Pošto je prodajna

cena obveznica na dan dospeća diskontovana vladajućom kamatnom stopom na tržištu novca (koja je niža od eskontne odnosno kamatne stope po kojoj su obveznice emitovane), cena na dan prodaje je zahvaljujući tome više nego da je diskontovanje izvršeno po eskontnoj, odnosno kamatnoj stopi po kojoj su obveznice emitovane. Otuda i dodatno procentualno povećanje prihoda prvih kupaca od 0.56% na godišnjem nivou. Pogledajmo sada kako će proći novi (drugi) kupci obveznica. Pretpostavimo da oni ne prodaju kupljene obveznice na sekundar-

nom tržištu već da će ih naplatiti u momentu dospeća, tj. za 40 dana. Cena obveznice A u momentu naplate je 518.493 a kupljena je na sekundarnom tržištu za 510.658, što znači da je njen kupac ostvario prihod od 7.835 dinara (518.493 — 510.658). Cena obveznice B u momentu naplate je 537.670 a kupljena je na sekundarnom tržištu za 529.546, što znači da je njen kupac ostvario prihod od 8.124 dinara, (537.670 — 529.546). Procentualni prihod, odnosno stvarnu stopu ukamaćenja ostvarili su kupci:

$$\text{Procentualni prihod obveznice A} = \frac{7.835 \cdot 100}{\frac{510.658 \cdot 40}{365}} = 14\%.$$

$$\text{Procentualni prihod obveznice B} = \frac{8.124 \cdot 100}{\frac{529.546 \cdot 40}{365}} = 14\%.$$

Dakle, drugi kupci obveznica na sekundarnom tržištu imaju stvarno ukamaćenje svojih ulaganja na godišnjem nivou od 14%, što je jednako vladajućoj kamatnoj stopi na tržištu novca u momentu druge kupovine obveznica, ali ispod eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su obveznice emitovane. Treba, međutim, imati u vidu da pri izloženom načinu izračunavanja stvarnog ukamaćenja (prihoda) nije uzeta u obzir posrednička provizija, koja, dako, umanjuje prihod.

Iz svega rečenog možemo izvući zaključak: kada je vladajuća kamatna stopa na tržištu novca u momentu prodaje obveznica ispod eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su obveznice emitovane, prvi kupci obveznica imaju stvarno ukamaćenje (prihod) iznad eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su emitovane obveznice a drugi kupci imaju stvarno ukamaćenje (prihod) ispod eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su obveznice emitovane i obrnuto; kada je vladajuća kamatna stopa na tržištu novca u momentu prodaje obveznica iznad eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su obveznice emitovane, prvi kupci obveznica imaju stvarno ukamaćenje (prihod) ispod eskon-

tne, odnosno kamatne stope po kojoj su emitovane obveznice a drugi kupci imaju stvarno ukamaćenje (prihod) iznad eskontne, odnosno kamatne stope po kojoj su obveznice emitovane.

1.5. Organizacija jugoslovenskog tržišta novca

1.5.1. Opšte karakteristike tržišta novca u Jugoslaviji

Po formi, tržište novca u Jugoslaviji je mešavina institucionalizovanog i neinstitucionalizovanog tržišta novca. To znači da se kupovina i prodaja novca na kratak rok (odnosno pozajmijvanje i uzimanje novca na kratak rok) vrši i direktno, između suficitarnih subjekata i deficitarnih subjekata, i indirektno, preko institucije tržišta novca, i da se kupoprodaja kratkoročnih hartija od vrednosti i na primarnom (prva prodaja) i na sekundarnom (svaka naredna prodaja) tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti vrši u direktnom kontaktu između prodavca i kupca i indirektnim kontaktom preko institucija tržišta novca. Očito je da se time teži da se ostvare prednosti i institucionalizovanog i

neinstitucionalizovanog tržišta novca kroz mešavinu institucionalizovanog i neinstitucionalizovanog tržišta novca, o čemu je bilo reči u odeljku 1.3. ove glave.

Jugoslovensko tržište novca (u momentu pisanja ove knjige) nerazvijeno je iz sledećih razloga:

- U periodu od okončanja drugog svetskog rata pa do skoro jugoslovenska privreda je bila u osnovi privreda netržišnog tipa. U izvesnoj meri, sa mnogo raznoraznih ograničenja, postojalo je samo tržište roba, ali tržišta novca, kapitala i rada uopšte nije bilo. To je, dakako, bitan razlog zašto se tržište novca nije razvilo.
- U celom poratnom periodu Jugoslavije je imala prigušenu ili otvorenu inflaciju, koja je pri kraju poslednjeg desetleća prerasla u hiperinflaciju, što je takođe bitno uticalo na ograničenja razvoja tržišta novca.
- Najzad, naša privreda je nerazvijena, nisko profitabilna, nacionalni dohodak po glavi stanovnika je, prema podacima Svetske banke, jedva oko 2.500 dolara. Uz to, zemlja je prezadužena prema inostranstvu. U takvoj situaciji jednostavno nema suficitarnih subjekata a mnogo je deficitarnih subjekata.

PLASMANI PREKO JUGOSLOVENSKOG TRŽIŠTA NOVCA I HARTIJA OD VREDNOSTI⁵³

U mil. din.

Vrsta	31.12.1985		31.12.1986		31.5.1987		31.12.1987.		31.12.1988.	
	Iznos	Učešće u %	Iznos	Učešće u %	Iznos	Učešće u %	Iznos	Učešće u %	Iznos	Učešće u %
Eskontovane menice	270.424	90	658.029	92	924.600	90	24.257	43	4.786	1
Kratkoročni krediti	30.730	10	58.530	8	48.680	5	31.955	57	352.700	99
Svega	301.154	100	717.559	100	973.280	100	56.612	100	357.486	100

Iz navedenih podataka jasno se vidi da je do kolapsa tržišta novca došlo maja 1987. godine zbog meničke afere „Agrokomerc“ (koji je izdavao menice bez pokrića), a te

Istina, najviše suficitarnih subjekata, sudeći po štednji, je među građanima, ali usled visoke inflacije oni svoju ušteđevinu drže u čvrstim konvertibilnim valutama, a na domaćem tržištu novca trguje se samo domaćom valutom, tako da je ta devizna štednja isključena iz dinarskog tržišta.

Jugoslavija je od početka 1990. godine intenzivno počela s privrednim reformama čije je krajnji cilj da se privreda i sa njom i svi finansijski subjekti, kao i neprivredni subjekti, dovedu u ambijent potpunog i otvorenog tržišta — tržište roba, tržište novca, tržište kapitala i tržište rada — uz slobodan (u najvećem delu) uvoz i izvoz. S tim u vezi donet je Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala („Službeni list SFRJ“, br. 64/89) kao osnova za uvođenje institucionalizovanog i tržišta novca i tržišta kapitala i Zakon o hartijama od vrednosti („Službeni list SFRJ“ br. 64/89. i 29/90) kao osnova za izdvajanje i prodaju kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti. Pre toga, u okviru Udruženja banaka Jugoslavije, postojalo je tržište novca i hartija od vrednosti na kome su bili predmet kupoprodaje samo novac i menice, što se vidi iz sledećih podataka:

menice su prodavane (eskontovane) i na tržištu novca.

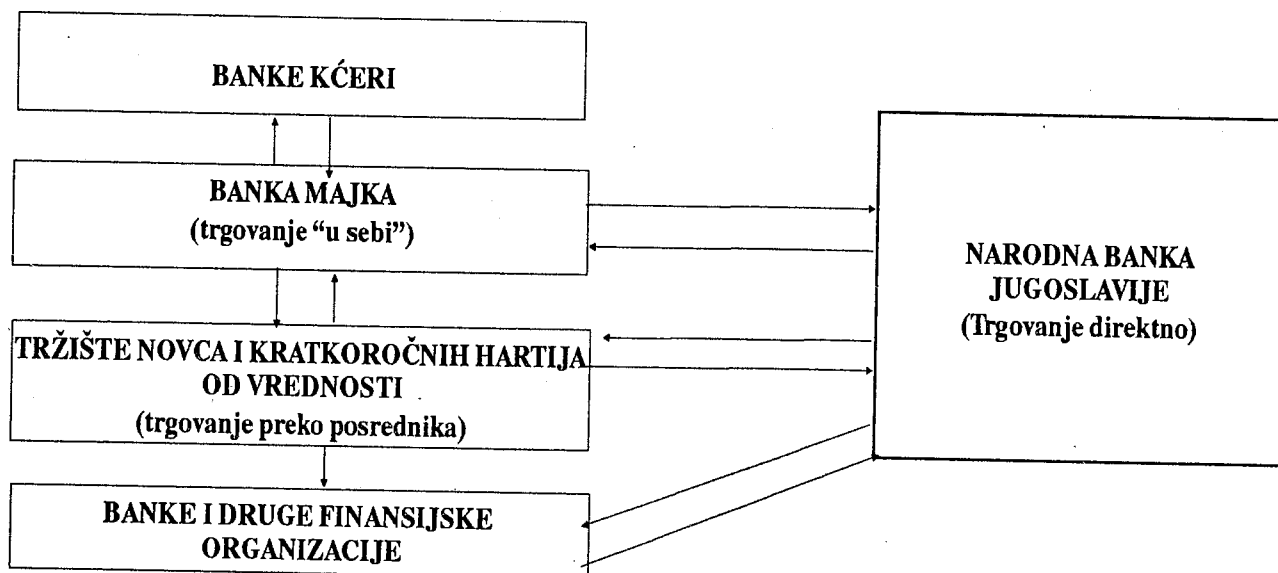
Karakteristika ovog bivšeg tržišta novca jeste u tome što nije bilo isključivo posre-

⁵³ Grupa autora: *Tržište novca i tržište kapitala*, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1990, str. 13.

dnička organizacija u klasičnom smislu trgovanja novcem. Naime, ono je ponuđeno novac i menice kupovalo za svoj račun a potom ih prodavalo drugima u svoje ime.

Jugoslavija, u skladu sa pomenutim zakonom, nastoji da institucionalizuje tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. S tim u vezi osnovano je Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti (o kome će biti reči u odeljku 1.5.2.). Pored toga i Narodna banka Jugoslavije trguje novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti izvan Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, ali ponekad i u okviru njega (o čemu će biti reči u odeljku 1.5.3.). I na kraju, u okviru velikih poslovnih banaka, koje su organizovane na holding principu, po pravilu, postoji odeljenje za trgovinu novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti. Prvi krug trgovanja novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti završava se u okviru velikih banaka (banka majka) tako što njene članice (banke ćerke) prijavljuju banci (majci) svoju ponudu i tražnju novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. U okviru banke majke, uzimajući u obzir i njenu sopstvenu ponudu i tražnju, sučeljava se ponuda i tražnja. U svim slučajevima kada se ponuda i tražnja po obimu, roku i ceni podudaraju, sklapa se zaključnica u tri primerka (po jedan za kupca i prodavca, a jedan za banku majku) po kojima kupci i prodavci izvršavaju

svoje obaveze (Tehnika ponude i tražnje, određivanje uslova i ispunjenja obaveza po zaključnici je ista kao i kod trgovanja preko Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, o čemu će biti reči u odeljku 1.5.2.). Kad je završena kupovina i prodaja u okviru banke majke (često se kaže „u sebi“) sa ne-realizovanom ponudom i nepodmirenom tražnjom, banka majka izlazi ili na tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, ili na tržište u okviru Narodne banke Jugoslavije. Banke koje nisu u okviru velikih banaka (banka majka) i druge finansijske organizacije trguju novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti ili preko Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti ili direktno sa Narodnom bankom Jugoslavije. Iz rečenog nije teško zaključiti da je prvo trgovanje novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti u okviru banke majke (trgovanje „u sebi“), a potom na dva paralelna tržišta: preko posredničke organizacije Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu i direktno sa Narodnom bankom Jugoslavije, pri čemu se Narodna banka javlja i u ulozi prodavaca i u ulozi kupca zadržava za sebe pravo da se ponekada i sa njom trguje preko posredničke organizacije Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Grafički, to se može predstaviti ovako:



1.5.2. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu

Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu je posrednička organizacija osnovana od strane banaka i drugih finansijskih organizacija uz odobrenje Narodne banke Jugoslavije. Svaki osnivač uplaćuje osnivački ulog, koji u osnovi služi kao obrtna sredstva, a po svakom zaključenom poslu kupac plaća proviziju, što predstavlja prihod posredničke organizacije. Ako su prihodi veći od rashoda, razlika među njima pripada osnivačima, a ako su rashodi veći od prihoda, razliku među njima pokrivaju osnivači.

Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti ima:

- skupštinu, koju čine predstavnici osnivača,
- upravni odbor, koga bira skupština,
- bonitetnu komisiju,
- direktora i
- radnike koji obavljaju poslove trgovanja novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti.

Bonitetna komisija utvrđuje bonitet (kreditnu sposobnost) učesnika u trgovanju novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti i bonitet kratkoročnih hartija od vrednosti koje se kupuju i prodaju preko Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Bonitet učesnika se utvrđuje na osnovu:

- akta o osnivanju
- dokaza overenog od strane Narodne banke Jugoslavije da, po Zakonu o bankama i drugim finansijskim organizacijama, ispunjava uslove za poslovanje,
- potvrde Narodne banke o ispunjavanju opštih minimalnih uslova kreditne sposobnosti
- izveštaja o reviziji završnog računa za prethodnu godinu.

Banka ili druga finansijska organizacija čiji je bonitet povoljno ocenjen dobija status ovlašćenog učesnika. One mogu kupovati i prodavati novac i kratkoročne hartije od vrednosti u svoje ime i za svoj račun preko Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Banke i druge finansijske organizacije čiji bo-

nitet nije povoljno ocenjen ne mogu učestvovati u trgovanju novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti preko Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti.

Bonitet kratkoročne hartije od vrednosti se ocenjuje na osnovu:

- akta o osnivanju izdavaoca,
- bilansa stanja i bilansa uspeha izdavaoca za poslednje tri godine,
- poslednjeg periodičnog obračuna izdavaoca,
- odluke nadležnog organa za izdavanje komercijalnih zapisa,
- garancije banke,
- izveštaja o vrednosti prodatih komercijalnih zapisa do podnošenja zahteva za kotaciju,
- izjave banke — garanta da ona nije vršila isplatu komercijalnih zapisa.

Hartije od vrednosti koje bonitetna komisija povoljno oceni uključuju se na listu za kotiranje (prodaju) preko Tržišta novca i kratkoročnim hartija od vrednosti. Ocena boniteta ne vrši se jedino za blagajničke zapise Narodne banke Jugoslavije i za obveznice Federacije, one se po prijemu zahteva uključuju na listu kotiranja.

Trgovanje i novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti preko Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu vrši se alternativno:

- ili prikupljanjem i sučeljavanjem pismene ponude i tražnje od učesnika
- ili direktno sučeljavanjem učesnika na međubankarskom sastanku u okviru Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu.

Prvi način se provodi svakog radnog dana, drugi povremeno, najčešće kada se u Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti uključuje Narodna banka Jugoslavije.

1.5.2.1. Funkcionisanje tržišta novca

Svakog radnog dana do 10 časova ovlašćeni učesnici dostavljaju Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti *ponudu* (teleprinterom, telefaksom, telegramom ili telefonom) sa sledećim podacima:

- ime ponuđača,
- žiro-račun ponuđača,
- iznos novca koji se nudi,
- rok pozajmljivanja,
- kamatna stopa na godišnjem nivou.

Isto tako, svakog radnog dana do 10 časova ovlašćeni učesnici dostavljaju Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti *tražnju* (teleprinterom, telefonom, telegramom ili telefaksom) sa sledećim podacima:

- ime tražioca,
- žiro-račun tražioca,
- iznos novca koji se traži,
- rok povraćaja,
- kamatna stopa na godišnjem nivou.

Orijentacija za nudenje kamatne stope i za ponuđače i za tražioce je prosečna ponderisana kamatna stopa objavljena od strane Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti prethodnog dana, pri čemu ponuđena kamatna stopa i u ponudi i u tražnji, naravno, može da odstupa i na gore i na dole.

Radnici Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti sučeljavaju *ponudu i tražnju* po iznosu, po roku i kamatnoj stopi. Za one ponude i potražnje koje se podudaraju u sva tri elementa (iznos, rok, kamatna stopa) izrađuje se odmah zaključnica i obaveštava ponuđač da je njegova ponuda prihvaćena i tražilac da je njegova tražnja zadovoljena. *Ponude i tražnje* koje nisu usaglašene ili po iznosu, ili po roku, ili po kamatnoj stopi najkasnije u 11 časova saopštavaju se (teleprinterom, teleksom, telefonom ili telegramom) i ovlašćenim učesnicima koji su podneli ponudu, i ovlašćenim učesnicima koji su podneli tražnju. Ovi učesnici stupaju u direktan kontakt sa ciljem da usaglase iznos, rok i kamatnu stopu i ako u tome uspeju, do 12 sati su dužni da obaveste Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti o usaglašenom iznosu, roku i kamatnoj stopi. Na osnovu tog obaveštenja Tržište novca sačinjava zaključnicu. Zaključnica sadrži:

- ime kupca i njegov žiro-račun,

- ime prodavca i njegov žiro-račun,
- pozajmljeni iznos,
- proviziju,
- kamatnu stopu i
- rok vraćanja pozajmice i plaćanja provizije, a sačinjava se u tri primerka (po jedan primerak kupcu i prodavcu i jedan primerak Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti). Ovlašćeni učesnik koji je realizovao ponudu preko Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti dužan je istog dana, ne čekajući zaključnicu, da doznači zaključenu sumu novca tražiocu. Ovlašćeni trazioc koji je realizovao tražnju preko Tržišta novca dužan je da mu plati proviziju u roku naznačenom u zaključnici i da o roku dospeća vrati pozajmljenu sumu uvećanu za kamatu direktno prodavcu. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti obračunava kupcu proviziju u zaključnici na ugovorenu sumu srazmerno roku povraćaja po unapred utvrđenoj stopi, tako da je to u suštini anticipativno obračunata kamata.

Ako je zakazan međubankarski sastanak u Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, ovlašćeni predstavnici banaka i drugih finansijskih organizacija koje imaju status ovlašćenog učesnika, uz eventualno učešće i predstavnika Narodne banke Jugoslavije, donose sa sobom pismene *ponude i tražnje*, radnici Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti sučeljavaju ponude i tražnje, izdvajaju ponude i tražnje koje se poklapaju po sva tri elementa (iznosu, roku, kamatnoj stopi) i za njih odmah sačinjavaju zaključnicu. Neusaglašene ponude i tražnje iznose pred prisutne predstavnike banaka, koji u direktnim razgovorima usaglašavaju ponudu i tražnju po sva tri elementa i, ako ih usaglase, sačinjavaju zaključnicu i za te usaglašene ponude i tražnje. Realizacija zaključenog posla odvija se kako je opisano kod saopštenja ponude i tražnje sistemom poštansko-telegrafskih veza.

Nakon sačinjavanja zaključnica Tržište novca i hartija od vrednosti sačinjava izveštaj za javno objavljivanje koje sadrži:

- ukupnu ponudu novca,
- ukupnu tražnju novca,
- iznos zadovoljene tražnje posredstvom Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti,
- iznos zadovoljene tražnje u direktnim kontaktima i
- prosečnu ponderisanu kamatnu stopu.

Do podatka o iznosu zadovoljene tražnje u direktnom kontaktu Tržište novca i hartija od vrednosti dolazi tako što mu taj podatak saopštavaju banke majke. Iznos prosečne ponderisane kamatne stope utvrđuje se na godišnjem nivou uzimajući u obzir iznos zadovoljene tražnje (uključujući i iznose os-

tvarene u direktnom kontaktu), postignute kamatne stope i rokove.

Ako jedan učesnik u trgovanju novcem ne izvrši obavezu iz zaključnice u utvrđenim rokovima, Upravni odbor ga može privremeno ili trajno isključiti iz ovlašćenih učesnika.

1.5.2.2. Funkcionisanje tržišta kratkoročnih hartija od vrednosti

Ovlašćeni učesnici na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti koji prodaju kratkoročne hartije od vrednosti dostavljaju Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti ponudu koja izgleda ovako:

Datum: _____

OBRAZAC BR. 1.

Naziv i mesto prodavca

Broj žiro računa

Broj: Telefaksa: _____

Teleksa: _____

PONUDA

(Vrsta hartije od vrednosti)

(u apsolutnom iznosu)

Oznaka iz kursne liste	Izdavalac	Garant	Nominalna vrednost	Ročnost	Datum dospeća	Kamatna stopa (godišnja)	Cena 1 din. nominale iskazana sa šest decimala
1	2	3	4	5	6	7	8

Ponuda se popunjava na sledeći način:

Kolona 1 „Oznaka kursne liste“ — unosi se broj pod kojim je kratkoročna hartija od vrednosti registrovana na kursnoj listi.

Kolona 2 „Izdavalac“ — upisuje se ime izdavaoca kratkoročne hartije od vrednosti.

Kolona 3 „Garant“ — upisuje se ime garanta za isplatu kratkoročne hartije od vrednosti.

Kolona 4 „Nominalna vrednost“ — iz kratkoročne hartije od vrednosti upisuje se njena nominalna (emisiona) vrednost bez kamate.

Kolona 5 „Ročnost“ — upisuje se rok na koji je izdata kratkoročna hartija od vrednosti (na primer: 30 dana, 60 dana, 90 dana itd.).

Kolona 6 „Datum dospeća“ — unosi se datum kada kratkoročna hartija od vrednosti dospeva za naplatu.

Kolona 7 „Kamatna stopa (godišnja)“ — upisuje se kamatna stopa na godišnjem nivou koji nosi (na koju je izdata) kratkoročna hartija od vrednosti.

Kolona 8 „Cena za 1 dinar“ — iskazuje se na šest decimala i odnosi se na 1 dinar nominalne vrednosti kratkoročne hartije od vrednosti.

Da bi se odredila cena za 1 dinar nominalne vrednosti, najpre se izračunava donja i gornja granična cena. Donja granična cena jeste odnos kamate obračunate na nominal-

nu vrednost po kamatnoj stopi po kojoj je emitovana kratkoročna hartija od vrednosti za broj dana od dana prodaje do dana dospeća i nominalne vrednosti kratkoročne hartije od vrednosti. Primera radi, kratkoročna

$$\text{Donja granična cena} = \frac{1.000 \cdot 15 \cdot 30}{36500} = 12.328.767 : 1.000 = 0,012329$$

Gornja granična cena jeste odnos kamate obračunate na nominalnu vrednost uvećanu kamatom od dana izdavanja do dana prodaje kratkoročne hartije od vrednosti po vladajućoj tržišnoj kamatnoj stopi za broj dana od dana prodaje do dana dospeća i nominalne

$$\text{Kamata od dana izdavanja do dana prodaje} = \frac{1.000 \cdot 15 \cdot 60}{36500} = 24,66$$

$$\text{Gornja granična cena} = \frac{(1.000 + 24,66) \cdot 15 \cdot 30}{36500} = 12.632.795 : 1.000 = 0,012633.$$

Između donje i gornje granične cene podnosilac ponude odrediće konkretnu cenu i upisati u ponudu imajući u vidu:

- kvalitet kratkoročne hartije od vrednosti, odnosno garanta, jer viši kvalitet u smislu sigurnosti naplate u momentu dospeća podiže cenu kratkoročne hartije od vrednosti naviše i obrnuto,
- preostalo vreme od dana prodaje do dana dospeća, jer što je to vreme duže, biće više zainteresovanih kupaca pri datoj ceni i obrnuto,
- potrebu prodavca za gotovinom, jer ako prodavac ima veću potrebu za gotovinom radi održavanja sopstvene likvidnosti, nastoja-

hartija od vrednosti izdata je na nominalnu vrednost od 1.000 dinara po kamatnoj stopi do 15% sa rokom dospeća 90 dana a prodaje se 30 dana pre roka dospeća.

vrednosti kratkoročne hartije od vrednosti. Pod pretpostavkom da je vladajuća tržišna kamatna stopa takode 15%, uz gore navedene podatke gornja granična cena izračunava se ovako:

će da proda kratkoročnu hartiju od vrednosti makar i po nižoj ceni i obrnuto,

- odnos ponude i tražnje te kratkoročne hartije od vrednosti, jer prevaga tražnje nad ponudom omogućuje veću cenu i obrnuto,
- i najzad, uzima se u obzir i cena koja je saopštena u poslednjoj kursnoj listi Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti.

Ovlašćeni učesnik na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti koji kupuje kratkoročne hartije od vrednosti dostavlja Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti tražnju, koja izgleda ovako:

Naziv i mesto prodavca

Datum: _____

OBRAZAC BR. 2.

Broj žiro računa

TRAŽNJA

Broj: Telefaksa: _____

Teleksa: _____

(Vrsta hartije od vrednosti)

(u apsolutnom isnosu)

Oznaka iz kursne liste	Izdavalac	Garant	Nominalna vrednost	Ročnost	Datum dospeća	Kamatna stopa (godišnja)	Cena 1 din. nominale iskazana sa šest decimala
1	2	3	4	5	6	7	8

Ako se uporedi obrazac ponude sa obrazcem tražnje vidi se da su identični, što znači da se sve kolone obrasca tražnje popunjavaju kao i kod obrasca ponude osim kolone 8 „cena za jedna dinar nominalne iskazane vrednosti“. U ovu kolonu kupac upisuje cenu koju je spreman da plati za kratkoročnu hartiju od vrednosti koju želi da kupi. Tu cenu kupac utvrđuje tako što utvrđuje koliko bi kamatu ostvario na gotovini koju želi uložiti u kratkoročne hartije od vrednosti za broj dana od da-

$$\text{Cena koju nudi kupac} = \frac{200.000 \cdot 30 \cdot 15}{36.500} = 2.465,75 : 200.000 = 0,012329.$$

Međutim, ako se gotovina ne može depozirati u banku jer banka ne prima oročene depozite uopšte ili ih prima samo na duže rokove od rokova dospeća za naplatu kupljenih hartija od vrednosti a kupcu je slobodna gotovina samo u tom roku (u našem primeru to je 30 dana), kupac će ponuditi i višu cenu od napred utvrđene jer na drugi način ne može da ostvari prinos na raspoloživu gotovinu. Najzad, pri nudenju cena uzima se, kao orijentacija, i cena saopštena u poslednjoj kursnoj listi.

Popunjeni obrasci ponude i tražnje dostavljaju se Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti teleksom, telefaksom ili telegramom svakog radnog dana do 10 časova. Po prijemu ponude i tražnje radnici Tržišta proveravaju da li prodavci i kupci imaju status ovlašćenih učesnika na Tržištu. Oni koji ga nemaju njihove ponude i tražnje se odstranjuju i proverava se da li se ponudene kratkoročne hartije od vrednosti nalaze na kursnoj listi. One koje se ne nalaze odstranjuju se. Potom se ponude i tražnje sučeljavaju po vrstama kratkoročnih hartija od vrednosti, datumu dospeća, izdavaocu i istoj ili približnoj kupovnoj i prodajnoj ceni. Na osnovu toga sučeljavanja formira se lista ponude i tražnje a potom se prodavci upoznaju sa tražnjom kupaca a kupci se upoznaju sa ponudom prodavaca putem teleprintera, telefaksa ili telegrama. U roku od jednog sata

na kupovine kratkoročne hartije od vrednosti do dana dospeća pod uslovom da tu gotovinu na toliki broj dana deponuje u banku. Pretpostavimo da kupac želi da kupi kratkoročnih hartija od vrednosti sa rokom dospeća od dana kupovine od dana naplate od 30 dana za 200.000 dinara i da je na oročeni depozit u banci na 30 dana kamatna stopa 15%. Na bazi ovih podataka izračunava se cena koju nudi kupac:

od prijema obaveštenja prodavci i kupci se putem teleprintera, telefaksa ili telegrama izjašnjavaju o konkretnoj kupovini, odnosno prodaji. U slučaju kada više kupaca želi kupiti istu vrstu kratkoročne hartije od vrednosti od istog prodavca pod jednakim uslovima, pravo prvenstva utvrđuje se prema redosledu dostavljenih tražnji. Isti princip važi kada više prodavaca želi da proda kratkoročnu hartiju od vrednosti istom kupcu, pravo prvenstva se utvrđuju prema redosledu ponuda.

Po svakoj usaglašenoj ponudi i tražnji Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti sačinjava zaključnicu koja izgleda kao na prikazu na sledećoj strani.

Zaključnica se sačinjava u tri primerka od kojih jedan ostaje Tržištu a po jedan primerak se dostavlja kupcu i prodavcu. Rok za izvršenje obaveza iz zaključnice je dva radna dana od zaključenog posla. Ako kupac ili prodavac ne ispuni obaveze iz zaključnice, smatra se da je povredio dobre poslovne običaje, zbog čega ga Upravni odbor trajno ili na određeno vreme isključuje iz rada Tržišta.

Na osnovu zaključnica Tržište sačinjava kursnu listu u kojoj se iskazuje:

- oznaka kratkoročne hartije od vrednosti na kursnoj listi,
- naziv izdavaoca kratkoročne hartije od vrednosti,

ZAKLJUČNICA BROJ:

Beograd, _____
(datum)

1. KUPAC _____ ŽIRO RAČUN _____ ŠIFRA _____
(Naziv i mesto kupca)
2. PRODAVAC _____ ŽIRO RAČUN _____ ŠIFRA _____
(Naziv i mesto prodavca)
3. IZDAVALAC _____ GARANT _____
(Naziv i mesto) (Naziv i mesto)
4. VRSTA POSLA _____ ROK DOSPEĆA _____
(Datum, mesec i godina)
5. OBLIK ZAKLJUČENJA POSLA _____
6. NOMINALNI IZNOS: _____
7. ZAKLJUČENA CENA: _____
8. IZNOS KOJI SE PLAĆA PRODAVCU _____
9. TROŠKOVI POSLA ZA TRŽIŠTE:
1) PROVIZIJA (___ %) OD TAČKE 8. Din. _____
(U korist žiro-računa)
2) POREZ NA PROMET (___ %) od iznosa iz tačke 9. podtačka 1. Din _____
(U korist žiro-računa)
10. DATUM DOSPEĆA OBAVEZE IZ TAČKE 8. _____
11. DATUM DOSPEĆA OBAVEZE IZ TAČKE 9. _____
12. PRODAVAC JE DUŽAN PREDATI KUPCU HARTIJU, A KUPAC IZVRŠITI UPLATU PRODAVCU U ROKU IZ TAČKE 10. OVE ZAKLJUČNICE
13. TROŠKOVE POSLA PLAĆA KUPAC, A U SLUČAJU DA JE KUPAC NARODNA BANKA JUGOSLAVIJE, TROŠKOVE PLAĆA PRODAVAC. OBAVEZE IZ TAČKE 9. IZVRŠIĆE ĆE SE U ROKU IZ TAČKE 11. ZAKLJUČNICE.
14. OBAVEZE IZ OVE ZAKLJUČNICE PROIZLAZE IZ ČLANA 17 STAV 1. ZAKONA O OBLIGACIONIM ODNOSIMA I ČLANA 9. STAV 2. POSLOVNIKA O RADU TRŽIŠTA.
15. ZA REŠAVANJE SPOROVA NADLEŽAN JE PRIVREDNI SUD U BEOGRADU

Kupac

Za Tržište novca

Prodavac

- naziv garanta kratkoročne hartije od vrednosti,
- ročnost,
- početna cena za 1 dinar,
- zaključena cena za 1 dinar,
- datum poslednje prodaje.

Za kratkoročne hartije od vrednosti koje nisu bile predmet kupoprodaje na dan sastavljanja kursne liste upisuje se cena iz prethodne kursne liste. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti javno objavljuje kursnu listu.

Ako se u Tržištu održava međubankarski sastanak, trgovanje kratkoročnim hartijama od vrednosti obavlja se na tom sastanku po opisanoj tehnologiji, naravno, bez posredstva poštansko-telegrafskih veza.

1.5.3. Učešće Narodne banke Jugoslavije na tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti

1.5.3.1. Ciljevi učešća Narodne banke Jugoslavije na tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti

Osnovni cilj uključivanja Narodne banke Jugoslavije u operacije sa kratkoročnim hartijama od vrednosti jeste korišćenje ovih operacija kao instrumenta monetarnog regulisanja novca u opticaju (novčane mase) i uticaj na kretanje kratkoročnih kamatnih stopa (cene novca). Ostvarivanjem ovog cilja Narodna banka Jugoslavije obogaćuje monetarni instrumentarij i utiče na tržišno ponašanje privrednih subjekata u oblasti njihovog finansijskog poslovanja.

Regulisanjem novca u opticaju i utičući na kretanje kratkoročnih kamatnih stopa operacijama na Tržištu Narodna banka Jugoslavije postiže:

- da manje koristi monetarni instrument obavezne rezerve za regulisanje novca u opticaju i likvidnosti banke,
- smanjuje preteranu zavisnost finansijskog sistema zemlje od kredita centralne banke,
- da se raspored viškova i manjkova rezervi likvidnosti banaka vrši pod uticajem tržišnog faktora — kamatnih stopa,

● da nivo kamatnih stopa koji se obrazuje na Tržištu poveže sa politikom kamatnih stopa Narodne banke i da na njih utiče eskontnom kamatnom stopom Narodne banke Jugoslavije,

● da politiku izdavanja blagajničkih zapisa centralne banke uklopi u plan operacija Narodne banke Jugoslavije na Tržištu,

● da posredovanjem u izdavanju blagajničkih zapisa i obveznica federacije pribavi realna novčana sredstva za pokriće deficita državnog budžeta i na taj način izbegne dodatnu primarnu emisiju radi pokrića deficita državnog budžeta.

1.5.3.2. Vrste novčanih operacija Narodne banke Jugoslavije na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti

U postupku regulisanja količine novca u opticaju Narodna banka Jugoslavije na primarnom i sekundarnom tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti nastupa sa sledećim novčanim operacijama:

- nudi i otkupljuje sopstvene blagajničke zapise,
- nudi i otkupljuje domaće i inostrane prenosive kratkoročne hartije od vrednosti,
- odobrava kratkoročne kredite bankama na osnovu njihovog portfelja domaćih i inostranih kratkoročnih hartija od vrednosti,
- odobrava kratkoročne kredite bankama na osnovu određenih isprava i za namene utvrdene odlukom Skupštine SRJ,
- odobrava kratkoročne kredite na osnovu zaloga blagajničkih zapisa Narodne banke Jugoslavije, blagajničkih zapisa federacije i obveznica federacije s rokom dospeća do jedne godine,
- odobrava kratkoročne kredite na osnovu obveznica s rokom od jedne godine koje su izdale republike i autonomne pokrajine,
- odobrava kratkoročne kredite na osnovu obveznica sa rokom dospeća do jedne godine za koju je republika ili autonomna pokrajina zakonom preuzela obavezu da ih amortizuje ili da za njih garantuje i

- reeskontuje određene eskontovane menice preduzeća od strane banaka i drugih finansijskih organizacija.

Saglasno prethodno rečenom, Narodna banka Jugoslavije na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti interveniše ili kupoprodajnim transakcijama sa kratkoročnim hartijama od vrednosti, ili odobravanjem kratkoročnih kredita bankama na osnovu njihovog portfelja kratkoročnih hartija od vrednosti. Narodna banka kupuje i prodaje sopstvene kratkoročne hartije od vrednosti i kratkoročne hartije od vrednosti federacije bez provere njihovog boniteta. Kada Narodna banka Jugoslavije kupuje i prodaje kratkoročne hartije od vrednosti drugih izdavaoca, ona svojom odlukom vodeći računa o njihovom bonitetu utvrđuje koje kratkoročne hartije od vrednosti i pod kojim uslovima mogu da budu predmet njene kupovine i prodaje. Na isti način Narodna banka Jugoslavije postupa i kada daje kratkoročni kredit na osnovu zaloga kratkoročnih hartija od vrednosti.

Pri odobravanju kratkoročnih kredita na osnovu zaloga kratkoročnih hartija od vrednosti Narodna banka Jugoslavije može postupiti alternativno: ili da kreditirana banka založene kratkoročne hartije od vrednosti prenese iz svog trezora u trezor Narodne banke Jugoslavije, ili da ih zadrži u svom trezoru ali da ih popiše i spisak preda Narodnoj banci sa obavezom da ih neće ponovo založiti i prodati sve dok ne vrati uzeti kratkoročni kredit od Narodne banke (Radi se, dakle, o „pro forma“ zalogu sa ciljem da se izbegne fizički prenos založenih kratkoročnih hartija od vrednosti). Isto tako, kada banke kupuju od Narodne banke Jugoslavije kratkoročne hartije od vrednosti, one takođe mogu postupiti alternativno: ili da prenisu kupljene kratkoročne hartije od vrednosti u svoj trezor, ili da ih drže u trezoru Narodne banke Jugoslavije sve dok ih ne budu ponovo prodavale, odnosno naplaćivale u roku njihovog dospeća, s tim što u ovom slu-

čaju Narodna banka Jugoslavije za svaku banku kupca otvara poseban račun na kome se vode kratkoročne hartije od vrednosti koje je ona kupila.

1.5.3.3. Način učešća Narodne banke Jugoslavije na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti

Narodna banka Jugoslavije učestvuje na taj način na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti neposrednim kontaktom s bankom, kontaktom sa bankama na međubankarskom sastanku u Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu i organizovanjem aukcije u okviru Narodne banke Jugoslavije.

Narodna banka Jugoslavije propisuje minimalne opšte kreditne sposobnosti koje moraju ispunjavati banke i druge finansijske organizacije da bi mogle zaključivati poslove sa Narodnom bankom Jugoslavije bilo u neposrednom kontaktu, bilo u kontaktu preko međubankarskog sastanka na Tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, bilo putem aukcije. Pri tome za učešće na aukciji Narodna banka Jugoslavije postavlja dodatne uslove, čime vrši uži izbor banaka koje imaju pravo učešća na aukciji. To su takozvane ovlašćene banke, odnosno prvoklasni dileri koji na aukciji istupaju u svoje ime i za svoj račun ali uz mogućnost da se novčane operacije Narodne banke Jugoslavije preko ovlašćenih banaka prenose i na banke i druge finansijske organizacije koje nemaju status prvoklasnog dilera. Kriterijumi za dobijanje statusa ovlašćene banke, odnosno prvoklasnog dilera su:

- ukupan iznos dinarskih sredstava koje je banka u mogućnosti da prikupi za otkup blagajničkih zapisa Narodne banke Jugoslavije,
- da na svakoj aukciji otkupljuje kratkoročnih hartija od vrednosti najmanje u iznosu od 3 miliona dinara s tim što se ovaj iznos revalorizuje u skladu sa stopom inflacije,
- da ima dobru tehničku i komunikacionu povezanost sa Narodnom bankom Jugoslavije, Tržištem novca i kratkoročnih hartija od

vrednosti i sa ostalim učesnicima tržišta,

- da ima kadrove koji uspešno obavljaju poslove transakcija na novčanom tržištu,
- da ima organizovana posebna odeljenja za operacije na finansijskom tržištu koja se isključivo bave operacijama na tržištu novca i ulaganja prikupljenih sredstava u kratkoročne hartije od vrednosti i
- da bezuslovno i o roku izvršava sve ugovorene transakcije i plaćanja koja iz toga proizlaze bez obzira da li su ugovori sklopljeni pismeno ili usmeno.⁵⁴

Neposredni kontakt s bankama. U direktnom kontaktu s bankama Narodna banka Jugoslavije učestvuje, u stvari, na primarnom tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. U ovom direktnom kontaktu ostvaruje se:

- izdavanje ili povremeni otkup blagajničkih zapisa,
- ponuda ili kupovina prenosivih kratkoročnih hartija od vrednosti i
- zaključivanje ugovora o kratkoročnom kreditu na osnovu zaloga portfelja prenosivih kratkoročnih hartija od vrednosti.

U svom nastupu Narodna banka Jugoslavije fiksira sve elemente svoje ponude i tražnje, što znači da poslovna banka može samo da ih prihvati ili ne prihvati.

Kontakt preko međubankarskog sastanka Tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti u Beogradu. U okviru Tržišta organizuje se međubankarski sastanak, tačnije, sastanak predstavnika banaka na kome istupa i predstavnik Narodne banke Jugoslavije. Time se Narodna banka Jugoslavije uključuje na sekundarno tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Na ovom sastanku ostvaruju se sve prethodno navedene operacije (poslovi) kao i u neposrednom direktnom kontaktu Narodne banke Jugoslavije i pojedinačnih banaka. Razlika je u tome što na

međubankarskom sastanku Narodna banka Jugoslavije ne fiksira sve elemente svoje ponude i tražnje, već određuje gornju i donju granicu pojedinih elemenata, a predstavnik Narodne banke Jugoslavije u tim granicama zaključuje ugovor o poslu sa predstavnicima poslovnih banaka. Dakle, ovde dolazi do izražaja tržište, jer se pogađanje vrši u okviru gornje i donje granice koju je odredila Narodna banka Jugoslavije, pri čemu te granice, naravno, ne znaju predstavnici poslovnih banaka.

Aukcija. Narodna banka Jugoslavije svakog drugog utorka, a po potrebi i svakog utorka, organizacije aukciju (licitaciju):

- ponude i tražnje kratkoročnih prenosivih hartija od vrednosti
- i ponude likvidnih novčanih sredstava na osnovu zaloga domaćih i inostranih kratkoročnih hartija od vrednosti (ponuda založnih, lombardnih kratkoročnih kredita).

Narodna banka Jugoslavije javno oglašava:

- šta će biti predmet aukcije,
- rok u kome ovlašćene banke (prvoklasni dileri) treba da pismeno podnesu Narodnoj banci Jugoslavije svoje ponude za kupovinu, odnosno prodaju kratkoročnih hartija od vrednosti i za zaduženje na osnovu zaloga kratkoročnih hartija od vrednosti i
- dan kada će se objaviti rezultati aukcije.

Ovlašćene banke u svojoj ponudi za aukciju nude sledeće uslove:

- minimalni, maksimalni i prosečni rok dospeća i minimalnu, maksimalnu i prosečnu godišnju kamatnu stopu za kupovinu blagajničkih zapisa Narodne banke Jugoslavije i za uzimanje kratkoročnih kredita od Narodne banke Jugoslavije na osnovu zaloga kratkoročnih hartija od vrednosti,
- minimalnu, maksimalnu i prosečnu cenu kratkoročne hartije od vrednosti izraženu u

54 Grupa autora: *Tržište novca i kapitala u Jugoslaviji*, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1990, str. 231.

procentu od nominalne vrednosti i minimalnu, maksimalnu diskontnu stopu (godišnja, devetomesečna, šestomesečna, tromesečna ili mesečna) za prodaju, odnosno kupovinu kratkoročnih hartija od vrednosti.

U međuvremenu Narodna banka Jugoslavije određuje emisiju sumu koja će se realizovati putem aukcije i utvrđuje svoje uslove za prihvatanje ponuda ovlašćenih banaka po svim navedenim elementima koji se zahtevaju da sadrže ponude ovlašćenih banaka čuvajući to kao poslovnu tajnu. Na dan aukcije Narodna banka Jugoslavije sučeljava svoje uslove sa uslovima iz ponuda ovlašćenih banaka za učešće na aukciji. Tu mogu nastati četiri slučaja:

1) da su sve prispele ponude u granicama uslova koje je utvrdila Narodna banka Jugoslavije i da ukupna ponuda ne prelazi emisijom sumu,

2) da su sve prispele ponude ovlašćenih banaka u granicama uslova koje je utvrdila Narodna banka a da ukupna ponuda prelazi emisijom sumu,

3) da su prispele ponude delimično u okviru a delimično izvan uslova koje je utvrdila Narodna banka Jugoslavije ali ukupna ponuda ne prelazi emisijom sumu i

4) da su prispele ponude delimično u granicama a delimično izvan granica uslova koje je utvrdila Narodna banka Jugoslavije ali ukupna ponuda prelazi emisijom sumu.

Selekcija ponuda ovlašćenih banaka vrši se na sledeći način:

- u slučaju pod 1) sve se ponude prihvataju,
- u slučaju pod 2) sve ponude se prihvataju sa procentualnim smanjenjem svake ponude po obimu procentom dobijenim iz odnosa emisije sume i zbira svih ponuda, tako da u ukupnom iznosu prihvaćene ponude ne prelaze emisijom sumu,
- u slučaju pod 3) odbacuje se ponuda koji je izvan utvrđenih uslova od strane Narodne banke a sve ostale ponude se prihvataju i
- u slučaju pod 4) prvo se odbacuju ponude koje su izvan utvrđenih uslova od strane Narodne banke Jugoslavije, a ako ostatak ponuda (ove ponude su u granicama utvrđenih uslova od strane Narodne banke Jugoslavije) u zbiru prelazi emisijom sumu, svode se na emisijom sumu kao pod 2).

Nakon opisane selekcije ponuda obaveštavaju se ovlašćene banke o prihvaćenim i neprihvaćenim ponudama, zaključuje ugovor po prihvaćenim ponudama, vrši plaćanje po ugovorima i prenos kratkoročnih hartija od vrednosti.

2. TRŽIŠTE KAPITALA

2.1. Pojam i uloga tržišta kapitala

U smislu trgovanja kapitalom, kapitalom se smatra novac raspoloživ u roku dužem od godine dana. Pod tržištem kapitala u najširem smislu podrazumeva se susret subjekata koji imaju i nude kapital i subjekata koji traže kapital. Otuda je osnovna funkcija tržišta kapitala okupljanje tih subjekata na određenom mestu i u određeno vreme radi sučeljavanja ponuda kapitala i tražnje kapitala, izjednačenja uslova pod kojima se nudi kapital i uslova pod kojima se traži kapital, kao i premeštanja kapitala od subjekata koji ga

nude na subjekte koji ga traže. Subjekti koji traže kapital su, u stvari, preduzetnici koji ulažu pribavljeni kapital u rast i razvoj svojih firmi s ciljem maksimiranja dobitka, povećanja kurentne sposobnosti i s tim u vezi osvajanje i proširivanje tržišta. Dakle, dok se preko tržišta novca obezbeđuje kratkoročno finansiranje tekućeg poslovanja i održavanje likvidnosti, dotle se preko tržišta kapitala obezbeđuje dugoročno finansiranje rasta i razvoja preduzeća, a time i ukupne nacionalne privrede. S obzirom da se raspoloživi kapital preko tržišta kapitala plasira po tržišnim zakonitostima i uslovima, to je naj-

bolja garancija da će ograničena količina kapitala biti uložena tamo gde će odbaciti najveće efekte, što će dovesti do bržeg rasta nacionalnog dohotka. Rast nacionalnog dohotka ima višestruke pozitivne posledice:

- sa rastom nacionalnog dohotka raste standard stanovništva,
- sa rastom nacionalnog dohotka raste nacionalno bogatstvo,
- sa rastom nacionalnog dohotka raste i kapital jer kapital je u suštini nepotrošeni (ušteđeni) deo nacionalnog dohotka, a sa rastom kapitala raste i privredni razvoj: ukoliko je više kapitala utoliko su veća ulaganja u rast i razvoj privrede, čime se dalje uvećava i nacionalni dohodak, i nacionalno bogatstvo, i životni standard stanovništva.

U kojoj meri će tržište kapitala u jednoj zemlji biti efikasno, pre svega zavisi od:

- visine akumulirane štednje, odnosno kapitala, što je povezano s visinom ličnih dohodaka i nacionalnog dohotka i sa sklonošću štednji;
- razvijenosti i efikasnosti bankarskog sektora, jer što je bankarski sektor razvijeniji i efikasniji, u mogućnosti je da više prikupi štednje i da i sam stvara kapital putem „prelivačke“ funkcije bankarskog sektora;
- većeg ili manjeg podsticanja štednje poreskom politikom, jer ako poreska politika manje oporezuje štednju i više daje poreskih olakšica za investiranje, utoliko će biti veća i štednja, odnosno kapital i njegov plasman;
- razvijenosti i rasprostranjenosti različitih vrsta dugoročnih hartija od vrednosti kao instrumenata tržišta kapitala za pribavljanje i plasiranje kapitala, jer sa razvijeošću i rasprostranošću različitih vrsta dugoročnih hartija od vrednosti raste broj imalaca kapitala (investitora) koji su spremni da ga investiraju, a pruža se i preduzetnicima veći izbor oblika i načina pribavljanja kapitala;
- razvijenosti i efikasnosti berzi za trgovinu dugoročnim hartijama od vrednosti, jer bez tih berzi nemoguće je privoleti investitore da kupe dugoročne hartije od vrednosti budući da ih

ne mogu kad god zažele ponovo prodajom konvertovati u gotovinu, reinvestirati tu gotovinu u dugoročne hartije od vrednosti s većim prinosom i manjim rizikom od prethodnih;

- efikasnosti tržišta novca, jer što je tržište novca efikasnije, utoliko se lakše pribavljaju potrebna likvidna sredstva za tekuće potrebe, što pruža mogućnost imaoce kapitala da ga dugoročno uloži; u protivnom, ako se potrebna likvidna sredstva ne mogu obezbediti na tržištu novca, imalac kapitala će biti prinuđen da koristi kapital za tekuće potrebe i da tako održava likvidnost;
- političke, ekonomske i monetarne stabilnosti, jer bez te stabilnosti rizici (nekomercijalni zbog političke nestabilnosti, komercijalni zbog ekonomske nestabilnosti i inflatorni zbog monetarne nestabilnosti) se naglo uvećavaju, što odvraća imaoce kapitala da ga plasiraju;
- najzad, efikasnost tržišta kapitala zavisi od razvijenosti tržišnog ambijenta uopšte i otvorenosti tržišta (tržišta roba, tržišta rada, deviznog tržišta, novčanog tržišta), jer tržište kapitala uspešno može da ostvaruje svoje funkcije samo u jednom opšte razvijenom i otvorenom tržišnom ambijentu.

Spomenimo ovde još i to, nasuprot tržišta novca na kome je izrazito jak uticaj centralne banke zbog njenog uticaja na količinu novca u opticaju (tj. veličinu novčane mase), o čemu je bilo reči u prethodnom poglavlju, uticaj centralne banke na tržište kapitala neuporedivo je manji, što ga čini daleko manje zavisnim od monetarne vlasti.

2.2. Formiranje ponude i tražnje kapitala

2.2.1. Formiranje ponude kapitala

U smislu predmeta rada i funkcionisanja tržišta kapitala, kapital predstavlja novčana sredstva raspoloživa u dužem roku od godine dana. Ta novčana sredstva (kapital) potiču iz tri izvora:

- odložene potrošnje, tačnije, štednje,
- transformacijom mobilisanog novca u kapital u bankama i
- pribavljenog kapitala u inostranstvu.

Otuda ukupnu ponudu kapitala u okviru zemlje čine: štednja na duži rok od godine dana, transformisani novac u kapital u bankama i pribavljeni kapital u inostranstvu, pri čemu je glavni, primarni, po obimu najveći kapital koji potiče od štednje, dok su druga dva izvora kapitala (transformisani novac u kapital u bankama i pribavljeni kapital u inostranstvu) po obimu sekundarnog značaja.

Štednja, odnosno odložena potrošnja.

Štednja, odnosno odložena potrošnja formira se u okviru sektora stanovništva u vidu razlike između ukupnih primanja novca stanovništva (po svim osnovama) i ukupne potrošnje novca za tekuće potrebe stanovništva i u okviru privrednog i javnog sektora u vidu akumuliranog neto dohotka, odnosno akumulacije. Visina štednje zavisi od:

- visine novčanih primanja i motiva štednje stanovništva,
- visine ostvarenog neto dobitka i njegove raspodele,
- razvijenosti instrumenata za stimulisanje štednje,
- razvijenosti i uspešnosti funkcionisanja sekundarnog tržišta hartija od vrednosti.

Visina novčanih primanja i motivi štednje stanovništva. Visina novčanih primanja stanovništva u čvrstoj je korelacionoj vezi sa visinom nacionalnog dohotka po glavi stanovnika. Razumljivo je da viši nacionalni dohodak po glavi stanovnika obezbeđuje veća primanja iz raspodele nacionalnog dohotka čak i kada se proporcije raspodele nacionalnog dohotka ne menjaju zato što je osnovica za raspodelu (nacionalni dohodak) visoka. Iz novčanih primanja stanovništvo najpre pokriva tekuću potrošnju, a razliku između novčanih primanja i izdavanja za tekuću potrošnju čini štednja. Kolika će štednja biti budući da je jedan deo tekuće potrošnje ne-

fleksibilan, čvrst (potrošnja za održavanje života) a drugi deo fleksibilan, može se potrošiti ali i ne mora (potrošnja iznad potrošnje za održavanje života), zavisi ne samo od visine novčanih primanja nego i od motiva štednje. Naime, jaki motivi štednje smanjuju fleksibilni deo tekuće potrošnje i time povećavaju štednju. Motivi štednje mogu biti nematerijalni i materijalni. Nematerijalni motivi štednje stanovništva leže u neizvesnosti budućnosti svakog pojedinca pa pojedinac želi da putem štednje tu budućnost bar u materijalnom pogledu učini izvesnom. Materijalni motivi štednje leže u želji pojedinca da uveća ličnu imovinu (sklonost bogaćenju i kapitalisanju) radi srećnije budućnosti svoje i svojih potomaka. U pogledu stvaranja štednje, a time i kapitala, materijalni motivi su mnogo značajniji od nematerijalnih motiva; oni jače deluju na povećanje štednje.

Visina ostvarenog neto dobitka i njegova raspodela. Vrhunski cilj svakog preduzeća je da maksimira neto dobitak, jer je to za upravu preduzeća, tačnije za preduzetnike vrhunski dokaz o njihovoj sposobnosti i uspešnosti, a za preduzeće to je osnova opstanka, rasta i razvoja. Ali za upravu preduzeća (preduzetnika) nije samo interes maksimirati neto dobitak već u njegovoj raspodeli i što veći deo neto dobitka akumulirati za preduzeće, čime se, dakako, stvara sopstveni kapital preduzeća. Motivi akumuliranja neto dobitka su:

- supstitucija pozajmljenog kapitala s ciljem da se prosta reprodukcija finansira iz sopstvenih sredstava, a u izvesnim okolnostima i prevremena otplata pozajmljenog kapitala kada on postane preskup pa troškovi finansiranja izazivaju visok finansijski rizik a time i ukupan rizik ostvarenja neto dobitka,
- stvaranje sopstvenog kapitala za rast i razvoj preduzeća (finansiranje proširene reprodukcije iz sopstvenih sredstava) s ciljem da se putem jačanja kurentne sposobnosti održi ne samo opstanak na postojećem tržištu već da se osvoje nova tržišta a time i rast

i razvoj preduzeća i

- pomeranje strukture kapitala u korist sopstvenog ne samo radi smanjenja finansijskog rizika već i radi sticanja što veće autonomije u vođenju poslovne politike.

Javni sektor (država, paradržavne institucije i organizacije, institucije društvene nadgradnje) takođe akumulira deo viška prihoda, odnosno neto dobitka za sebe sa različitim motivima, kao što su:

- stvaranje kapitala za razvoj javnog sektora,
- stvaranje kapitala za razvoj javnih preduzeća,
- stvaranje kapitala za usmeravanje razvoja privrede i finansiranje posebnih programa od opšteg društvenog i državnog značaja.

Razvijenost instrumenata za stimuliranje štednje. Instrumenti za stimuliranje odlaganja potrošnje, odnosno povećanja štednje su područje bankarskog, monetarnog i fiskalnog sistema. Štednja građana pri datom nivou primanja stanovništva biće utoliko veća što su više razvijeni različiti oblici štednje u bankama i specijalizovanim štedionicama, što su ti različiti oblici štednje više stimulirani kamatom na štednju, različitim mogućnostima ulaganja, različitim mogućnostima zaduženja po osnovu štednje (kreditni za trajna potrošna dobra, stanove, kuće, na primer) i što je domaća valuta čvršća, što su veće poreske olakšice pri investiranju štednje (smanjenje poreza građana pri investiranju u nepokretnosti, opremu poljoprivrednih gazdinstava, na primer). Stimuliranje štednje svih ostalih oblika štednje (akumuliranje neto dobitka u privredi i javnom sektoru) vrši se putem razvijenog i različitog oblika kratkoročnog finansiranja tekućeg poslovanja i održavanja likvidnosti (kontokorentni kredit, različiti oblici založnog kredita, na promet), poreskih olakšica pri ulaganju u razvoj i rast preduzeća i privrede uopšte, cenom pozajmljenog kapitala i stopom prinosa na uloženi kapital. Naime, ako preduzeće kratkoročno vezana sredstva i likvidnu rezervu može, pored spontaniz izvora, bez teškoća

finansirati iz kratkoročnih kredita, ono nema razloga da iz sopstvenog kapitala finansira kratkoročno vezana sredstva i likvidnu rezervu; akumulirani neto dobitak, sada u obliku sopstvenog kapitala, neće se koristiti za tekuće finansiranje, već za dugoročno, čime sopstveni kapital ne samo po veku raspoloživosti već i po upotrebi dobija karakter kapitala. Na drugoj strani, koliko će preduzeće težiti da stvori kapitala putem akumuliranja neto dobitka, zavisiće od cene pozajmljenog kapitala, jer što je pozajmljeni kapital skuplji, preduzeće će težiti da akumulira više neto dobitka za sopstveni kapital da bi otplatilo skupi pozajmljeni kapital. Najzad, poreske olakšice pri oporezivanju bruto dobitka, do kojeg obično dolazi usled investiranja, snažno podstiču motive akumuliranja neto dobitka po dva osnova: prvo, investiranje zahteva finansiranje i iz sopstvenog kapitala, a da bi se sopstveni kapital stvorio, mora se što više akumulirati neto dobitka, i drugo, sa investicijom stiče se pravo na poresku olakšicu, porez na bruto dobitak je manji a time je neto dobitak veći, zbog čega je viša stopa prinosa (rentabilnosti) na sopstveni kapital.

Razvijenost i uspešnost sekundarnog tržišta hartija od vrednosti. Razvijeno i uspešno sekundarno tržište hartija od vrednosti snažno utiče na povećanje štednje svih oblika zato što vlasnici kapitala imaju široku lepezu mogućnosti ulaganja u dugoročne hartije od vrednosti različitog stepena rizika i različite stope prinosa, putem prodaje i kupovine brzo menjanje strukture svog portfelja dugoročnih hartija od vrednosti, dolaženja do gotovine putem prodaje. Takvo obilje različitih dugoročnih hartija od vrednosti, različitih prava po osnovu njih, različitih izdavalaca, različitih stopa prinosa, različitih rizika uz relativno nisku vrednost pojedinačne hartije od vrednosti posredstvom sekundarnog tržišta brzo konvertovanje jedne u drugu dugoročnu hartiju od vrednosti ili u gotovinu omogućuje malim vlasnicima kapita-

la (građanima) da postanu investitori, da postanu suvlasnici preduzeća koja odbacuju najveću stopu dividende ili preduzeća za čiji su opstanak, rast i razvoj životno zainteresovani (jer u njemu rade, na primer), što snažno deluje na podsticanje štednje.

Transformacija mobilisanog novca u kapital u bankama. Banke profesionalno mobilišu novac u depozite stvarajući time pasivu, a time i izvor finansiranja. Po ročnosti struktura tih depozita je različita, kreće se od depozita po viđenju (*a vista*) preko depozita do nekoliko nedelja, meseci i godina. Naravno, samo depoziti raspoloživi preko godinu dana imaju karakter kapitala, ali banka ima sposobnosti da i deo depozita ročnosti do godine dana transformiše u kapital plasirajući ih na dug rok; time banka „prerađuje“ novac u kapital. Da bi to banka uspešnije radila, ona se trudi da ima što više oročenih depozita, da ima što više vlasnika depozita (deponenata), da vlasnici depozita po viđenju budu međusobno poslovno povezani. Naravno, što je više oročenih depozita i na različite rokove, iako ti rokovi ne prelaze godinu dana, i što je više depozita utoliko je, po zakonu velikih brojeva, veća verovatnoća da će se ti depoziti u finansijskom izrazu stalno održavati ili pak rasti, jer obilje rokova dospeća i obilje deponenata omogućuje da se u ukupnom izrazu stalno obnavljaju (jedni deponenti podižu gotovinu, drugi produžuju rokove, treći povećavaju ulog), tako da postoji visok stepen verovatnoće da će se u ukupnom iznosu oročeni depoziti na kratak rok (do godinu dana)

stalno održavati na istom nivou i time postati dugoročni izvor finansiranja (dakle, kapital). Da bi u tome više uspela, banka nastoji da raznim oblicima stimuliše oročenu štednju, da bude korektna i preduzimljiva prema štedišama, da stekne visok ugled u javnosti u pogledu finansijske sigurnosti ulaganja u takvu banku. Na drugoj strani, kao što je već ranije rečeno, banke nastoji da njeni deponenti depozita po viđenju budu međusobno poslovno povezani tako da kada međusobno plaćaju obaveze ne dolazi do smanjenja depozita po viđenju u masi već samo do premeštanja depozitnog novca s jednog na drugi depozitni račun. Što više uspe u ovim naporima, banka ima više mogućnosti da „preradi“, transformiše novac u kapital. Razume se da to izaziva rizik utoliko veći što je obim transformacije novca u kapital veći, jer ako i pored svih učinjenih napora dođe do podizanja novca sa depozita u većem obimu nego što je razlika između ukupnih depozita i dugoročnih plasmana pokrivenih tim depozitom, banka pada u nelikvidnost i ako se ta nelikvidnost ne može brzo prevazići, banka pada u sanaciju i u bankrotstvo. Mnoge banke su bankrotirale upravo zbog preterane transformacije novca u kapital jer nisu uzimale u obzir pretpostavke koje mogu podstaći štedište na masovno podizanje štednih uloga, koje su ne samo ekonomske već i političke prirode. Osim toga, i relativno manje teškoće u obezbeđenju likvidnosti banke mogu izazvati paniku kod štediša, naglo povlačenje uloga, zbog čega banka sve više klizi ka bankrotstvu⁵⁵

⁵⁵ Pre nešto više od dvadeset godina pokojni profesor Kosta Vasiljević ispričao je sledeći slučaj autoru ove knjige: „Pre rata radio sam u Hipotekarnoj banci u Beogradu. Banka u Kragujevcu bila je slabe likvidnosti, među štedišama nastala je panika-svi podižu, niko ne ulaže, a Hipotekarna banka je imala interes da je spase. Poslat sam iz Beograda u Kragujevac da pokušam nešto učiniti. Kad sam došao u Kragujevac, nisam otišao u Banku već u kafanu, u kafani se dobiju najbolje informacije. Čujem svi pričaju da će Banka bankrotirati. Odem u Banku i pitam koga dana i u koje vreme štedište najviše podižu štednju. Vele: 'Prekosutra oko podne'. Zašto prekosutra? — pitam. „Zato što je tada pazarni dan u Kragujevcu.“ Javim se u Beograd i kažem: 'Ako mi prekosutra pošaljete nekoliko džakova sitna novca s tim da u Banku stigne oko podne, možda će Banka biti spašena', i oni prihvati moj predlog. Sa službenicima Banke se dogovorim: kad novac stigne, istovarićemo ga na stolove pored šaltera i tu ćemo ga brojati, ali brojanje mora da bude usporeno. Prekosutra oko podne puna Banka naroda, svi dižu pare i upravo tada stižu kola sa novcem u pratnji dva žandara. Jedva

Uprkos prethodno opisanim rizicima transformacije novca u kapital, banka teži da tu mogućnost iskoristi i, dabome, da na taj način „stvora“ kapital i povećava njegovu ponudu. Motiv takvog ponašanja banke leži u tome što je, u principu, kamatna stopa na dugoročne plasmane viša od kamatne stope na kratkoročne plasmane. Ima više razloga tome. Prvo, rizik naplate plasmana je proporcionalan dužini roka njegove naplate. Naime, što je taj rok duži, sve je teže sa sigurnošću predvideti šta će se u međuvremenu desiti sa dužnicima, da li će ili neće nastupiti takve tržišne i političke promene koje će ugroziti njihov opstanak a time i mogućnost naplate plasmana, a otuda je i stopa srazmerna riziku sa ciljem da se kroz visoku kamatnu stopu u što kraćem roku ostvari što više prihoda od dugoročnog plasmana i da se dugoročni plasman kroz tako visok prihod povрати i prenaplate njegove glavnice. Drugo, svako dugoročno plasiranje je, u principu, netipičan posao za banku koji izaziva veće troškove ne samo za odobravanje tog plasmana već i praćenje njegove naplate, što je povezano sa stalnim motrenjem na bonitet dužnika, pa otuda i veća marža banke a time i viša kamatna stopa, jer se marža banke ugrađuje u kamatnu stopu da bi se naplatila od dužnika. Treće, kada je dugoročni plasman pokriven hipotekom, s obzirom na dugi rok neizvesno je da li će se i po kojoj ceni moći unovčiti ta hipoteka i koliki će biti troškovi prodaje hipoteke, a uz to nastaju i troškovi evidentiranja i nadzora hipoteke, što ne dozvoljava da se kamatna stopa obori čak ni na hipotekarne kredite.

Pribavljeni kapital u inostranstvu. Pribavljanje kapitala u inostranstvu može se ostvariti pozajmljivanjem na kreditnoj osnovi i

ulaganjem u domaća preduzeća na vlasničkoj, odnosno suvlasničkoj osnovi. Obe mogućnosti pre svega zavise od profitabilnosti domaćih preduzeća, sigurnosti i stalnosti makroekonomskog i političkog ambijenta u zemlji. Međutim, pribavljanje kapitala iz inostranstva na kreditnoj osnovi povećava u momentu pribavljanja domaću ponudu kapitala a u momentu vraćanja je smanjenje. Uz to, preterano zaduženje u inostranstvu nosi sobom niz opasnosti, kao što je gubitak autonomije u vođenju ekonomske politike, izazivanje visokih inflatornih gubitaka, kada je domaća stopa inflacije viša od stope inflacije zemalja poverilaca, što razbuktava inflatornu spiralu troškovnog tipa. Sve te negativne posledice preteranog inostranog zaduženja u poslednjih deset godina Jugoslavija je i te kako osetila i one su doprinele da se njen ekonomski ambijent pogorša gotovo do ivice privrednog sloma. Pribavljanje kapitala iz inostranstva na vlasničkoj osnovi povećava ponudu kapitala na domaćem tržištu u momentu pribavljanja a ne smanjuje domaći kapital po osnovu otplate glavnice (jer se ona ne otplaćuje), već samo po osnovu odliva dela neto dobitka koji pripada inostranim vlasnicima uz uslov da se ne reinvestira u zemlji. Osim toga, strani kapital pribavljen na vlasničkoj osnovi ne proizvodi negativna dejstva zaduženja u inostranstvu, o kome je bilo reči.

Ponudu kapitala na tržištu kapitala ne čini ukupan kapital formiran iz prethodno opisanih izvora. Ona je manja od ukupno formiranog kapitala za iznos kapitala koji su vlasnici kapitala upotrebili za samofinansiranje realne aktive. Primera radi, ako je preduzeće akumulirani neto dobitak upotrebilo

smo novac preneli kroz masu sveta do šalterskih stolova. Sve smo džakove istresli odjednom. Potom sam se ja popeo na jedan sto i rekao: 'Narode, molim vas da se malo strpите, svi ćete dobiti novac, samo morate da čekate da ga prebrojimo'. Posle toga narod je počeo izlaziti iz Banke i dok je novac prebrojan, nikog više nije bilo da traži da ga podigne. Uveče odem opet u kafanu da čujem šta se priča. Svi pričaju kako je danas došao „pun kamion“ para u banku, oni to naravno uveličaju, i da banka ne može nikako propasti.“

za pribavljanje osnovnih sredstava i finansiranje stalnih zaliha, taj akumulirani neto dobitak ne pojavljuje se na tržištu kapitala kao ponuda kapitala, ali ako ga je upotrebilo za dugoročna finansijska ulaganja (plasmene), tada se javlja. Slično je i sa drugim pravnim nosiocima kapitala. Kada formirani kapital iz finansijskog rezultata ulažu u svoja osnovna sredstva, to ne predstavlja ponudu kapitala na tržištu kapitala, a kada ga ulažu u finansijske plasmane, to predstavlja sastavni deo ponude kapitala na tržištu kapitala. Kada građanin pojedinac formirani kapital iz odložene tekuće potrošnje ulaže za kupovinu trajnih potrošnih dobara, kuće, stana (kod seljačkih gazdinstava za kupovinu mehanizacije i zemljišta), taj kapital ne predstavlja ponudu kapitala na tržištu kapitala, ali ako ga dugoročno oroči u banci ili kupi deonicu, onda taj kapital predstavlja sastavni deo ukupne ponude na tržištu kapitala. Najzad, sva ulaganja kapitala pravnih i fizičkih lica u dugoročne hartije od vrednosti koji se kotiraju (prodaju) na tržištu kapitala imaju tu karakteristiku da se pri prvoj kupovini takve dugoročne hartije od vrednosti javljaju kao sastavni deo ponude kapitala, ali i svaka naredna prodaja te dugoročne hartije od vrednosti takođe predstavlja ponudu kapitala na tržištu kapitala. Sa svim drugim dugoročnim finansijskim ulaganjima je drugačije. Prilikom plasiranja tih ulaganja dolazi do prve ponude kapitala, a naplaćena glavnica tih dugoročnih finansijskih plasmana predstavlja drugu ponudu kapitala na tržištu kapitala.

Prema svemu rečenom, ukupna ponuda kapitala u okviru zemlje može se kvantitativno izraziti sledećim obrascem:

$$PK = FK + MK - IK - AK$$

gde je:

PK = ponuda kapitala,

FK = formirani kapital iz svih izvora,

MK = ponovno aktivirani kapital uložen u dugoročne hartije od vrednosti koje se

kotiraju na tržištu kapitala i naplaćena glavnica dugoročnih finansijskih plasmana,
IK = odliv kapitala u inostranstvo po osnovu otplate dugoročnih dugova inostranih poverilaca i isplate dividende i naknade za deoničarski kapital i uloge stranih lica,

AK = uloženi kapital domaćih vlasnika kapitala u realnu aktivu.

Vlasnici kapitala su ponuđači (prodavci) kapitala, a to su:

- građani pojedinci,
- preduzeća,
- banke i finansijske organizacije i
- državne i paradržavne institucije i sve organizacije javnog sektora.

Oni se javljaju nudeći svoj kapital na tržištu kapitala kao investitori.

2.2.2. *Formiranje tražnje kapitala*

Tražnju kapitala na tržištu kapitala formiraju preduzetnici, čiji skup aktivnosti čini preduzetništvo. Motivi preduzetništva su ostvarenje dobitka. Budući da se uspešnost preduzetništva meri visinom dobitka, tačnije, stopom prinosa na uloženi kapital, svaki preduzetnik želi da ostvari što veći dobitak, odnosno što veći prinos na uloženi kapital. Taj motiv podstiče preduzetnika da osmišljava poslovne ideje i akcije za ostvarenje dobitaka; time on postaje vlasnik ideja, ali za ostvarenje tih ideja preduzetnik najčešće nema dovoljno sopstvenog kapitala pa zbog toga traži kapital. Tako se formira tražnja kapitala na tržištu kapitala.

Ko su, odakle potiču preduzetnici. Preduzetnici su:

- građani pojedinci koji imaju ideju da pribave trajna dobra, kuću, stan (zemljište, mehanizaciju, proizvodnu stoku kod poljoprivrednog gazdinstva) ali nemaju dovoljno kapitala,
- preduzeća koja imaju ideju da putem ulaganja kapitala povećavaju dobitak ali nemaju dovoljno kapitala,
- banke i druge finansijske organizacije koje imaju ideju da plasiranjem kapitala ostvare dobitak ali nemaju dovoljno kapitala za plasman,

- državne, paradržavne institucije i sve organizacije javnog sektora koje imaju ideju o ulaganju kapitala ali nemaju dovoljno kapitala.

Saglasno prethodnom, nosioci tražnje kapitala su isti subjekti koji su i nosioci ponude kapitala, tj.

- građani pojedinci,
- preduzeća,
- banke i druge finansijske organizacije,
- državne i paradržavne institucije i sve organizacije javnog sektora.

Njihova ukupna tražnja čini ukupnu tražnju kapitala na tržištu kapitala.

2.3. Institucionalne forme tržišta kapitala i oblici trgovanja kapitalom

Tržište kapitala u najširem smislu predstavlja susret lica koja nude kapital i lica koja traže kapital. Taj susret može da bude: neposredan (direktan), posredan preko banke i druge finansijske organizacije i preko profesionalne institucije koja se bavi organizacijom trgovanja kapitalom.

Neposredni, direktni kontakt. Neposredni, direktni kontakt lica koje nudi kapital i lica koje traži kapital predstavlja neorganizovano tržište kapitala. U neposrednom kontaktu kapitalom se trguje ili u obliku dugoročnog kredita (zajma), pri čemu je korisnik kredita kupac kapitala a davalac sredstava je prodavac kapitala, ili pak u obliku kupoprodaje dugoročne hartije od vrednosti, što često biva kod prve prodaje, pri kojoj je prodavac lice koje izdaje (emituje) dugoročnu hartiju od vrednosti a kupac je lice koje kupuje dugoročnu hartiju od vrednosti.

Banke i druge finansijske organizacije. Banke i druge finansijske organizacije profesionalno se bave pribavljanjem kapitala u vidu emisije sopstvenih deonica, emisije sopstvenih dugoročnih obveznica, uzimanjem dugoročnih kredita i primanjem u depozit uloga na dugi rok, pri čemu se banka javlja u ulozi tražioca kapitala. Tako pribavljeni kapital uve-

ćan za sopstveni kapital formiran iz akumuliranja neto dobitka i za transformirani novac u kapital predstavlja ponudu kapitala od strane banke koja se realizuje ili putem odobravanja dugoročnog kredita, ili kupovinom dugoročnih hartija od vrednosti.

U odnosu na preduzeće koje emituje hartije od vrednosti, velike banke i specijalizovane finansijske organizacije (investicioni trustovi, na primer) kod prve prodaje dugoročnih hartija od vrednosti mogu se javiti:

- kao posrednici na komisionoj osnovi i
- kao investitori.

Kad se javljaju kao posrednici na komisionoj osnovi, banke i specijalizovane organizacije zaključuju ugovor s preduzećem o posredovanju u prvoj prodaji dugoročnih hartija od vrednosti. Ovim ugovorom se najčešće reguliše:

- obaveza posrednika o pružanju stručne pomoći preduzeću oko izdavanja dugoročnih hartija od vrednosti, koja obuhvata ispitivanje mogućnosti prodaje različitih vrsta dugoročnih hartija od vrednosti, pripremanje odluke o emisiji dugoročnih hartija od vrednosti uključujući i određivanje ukupne i pojedinačne nominalne vrednosti dugoročnih hartija od vrednosti, pomoć u tehničko-administrativnim poslovima oko izdavanja dugoročnih hartija od vrednosti i propagiranje prodaje dugoročnih hartija od vrednosti,
- provizija za usluge oko posredovanja u prodaji dugoročnih hartija od vrednosti,
- eventualna obaveza posrednika da otkupi za sebe ostatak dugoročnih hartija od vrednosti koje nije uspeo prodati drugim investitorima, kojom se posrednik obavezuje da i sam postane kupac a time i investitor neprodatih dugoročnih hartija od vrednosti.

Kada se radi o preduzeću koje emituje dugoročne hartije od vrednosti u relativno velikoj ukupnoj nominalnoj vrednosti, banke i specijalizovane finansijske organizacije često formiraju konzorcijum za prvu prodaju tih dugoročnih hartija od vrednosti.

Posrednici preuzimaju od preduzeća autorizovane dugoročne hartije od vrednosti, tj. dugoročne hartije od vrednosti štampane na podlozi odluke o izdavanju dugoročnih hartija od vrednosti, prodaju ih uz naplatu ugovorene provizije i protivvrednost prodatih dugoročnih hartija od vrednosti doznaju preduzeću izdavaocu. Ta prva prodaja dugoročnih hartija od vrednosti vrši se, po pravilu, izvan berze dugoročnih hartija od vrednosti jer se te dugoročne hartije od vrednosti ne kotiraju na berzi. Kažemo „po pravilu“ zato što se i prva prodaja dugoročnih hartija od vrednosti može prodati preko berze pod uslovom da se kotiraju na bazi, ali kasnije ćemo videti da za to treba ispuniti određene uslove. Inače, u principu, prva prodaja dugoročnih hartija od vrednosti ne vrši se preko berze osim ako se ne radi o drugoj seriji dugoročne hartije od vrednosti koja se već kotira na berzi.

Kada su banke i specijalizovane finansijske organizacije javljaju u ulozi investitora, one otkupljuju autorizovane dugoročne hartije od vrednosti za svoj portfelj doznajući preduzeću njihovu protivvrednost. Da bi banke i specijalizovane finansijske organizacije obezbedile kapital za otkup pomenutih dugoročnih hartija od vrednosti preduzeća, one često emituju i prodaju sopstvene dugoročne hartije od vrednosti jer nemaju dovoljno kapitala za otkup, o čemu će kasnije još biti reči.

Na drugoj strani, velike banke često se javljaju kao posrednici u drugoj kupoprodaji dugoročnih hartija od vrednosti. Takve banke, po pravilu, imaju posebna odeljenja (službe) koja se profesionalno bave trgovanjem dugoročnim hartijama od vrednosti. Ta odeljenja primaju od komitenata banke naloge ponude njihovih dugoročnih hartija od vrednosti i naloge tražnje određenih dugoročnih hartija od vrednosti, sučeljavaju ponudu i tražnju po vrsti dugoročne hartije od vrednosti i po ponudenoj i traženoj ceni dugoročne hartije od vrednosti. Kada se ponuda i tražnja poklapa u oba elementa (vrsti i

ceni dugoročne hartije od vrednosti), banka u ime ponuđača i u ime tražioca izvršava kupoprodaju (to je tzv. trgovanje „u sebi“) a sa ostatkom dugoročnih hartija od vrednosti (koje nisu usaglašene po vrsti i ceni) izlazi na institucionalno organizovano tržište dugoročnih hartija od vrednosti u ime svojih komitenata.

Profesionalne posredničke organizacije za trgovanje dugoročnim hartijama od vrednosti. Ove organizacije popularno su nazvane berze dugoročnih hartija od vrednosti. Dugoročne hartije od vrednosti koje se kotiraju na berzi popularno se zovu efekti. Na berzama se na tačno određeni dan i u tačno određeno vreme putem javne licitacije (aukcije) kupuju i prodaju dugoročne hartije od vrednosti, o čemu će kasnije biti više reči, a za sada da napomenemo da se na berzama najčešće vrši druga i svaka naredna prodaja i kupovina dugoročne hartije od vrednosti, a ponekada se vrši i prva kupoprodaja dugoročnih hartija od vrednosti, po pravilu, prodaja druge serije emitovanih dugoročnih hartija od vrednosti, koje se popularno zovu mladice.

Iz rečenog nije teško dokučiti da postoje dva tržišta dugoročnih hartija od vrednosti — *primarno i sekundarno*. Primarno tržište dugoročnih hartija od vrednosti je tržište na kome se vrši prva prodaja dugoročnih hartija od vrednosti, a sekundarno tržište dugoročnih hartija od vrednosti je tržište na kome se vrši svaka naredna prodaja dugoročnih hartija od vrednosti.

2.4. Dugoročne hartije od vrednosti

U pripremi za izdavanje dugoročnih hartija od vrednosti postoji čitava procedura koja se sastoji od: utvrđivanja koliko treba pribaviti kapitala emisijom i prodajom dugoročnih hartija od vrednosti, koju vrstu dugoročnih hartija od vrednosti emitovati s obzirom na strukturu kapitala, kolika treba da bude nominalna vrednost jedne dugoročne hartije od vrednosti, kolika treba da bude kamata ako se izdaju dugoročne obveznice, odnosno kolika treba da bude

fiksna dividenda, opredeljenje kako će se izvršiti prva prodaja i s tim u vezi kontaktiranje sa bankama i finansijskim organizacijama koje se bave posedovanjem, odnosno investiranjem u dugoročne hartije od vrednosti. Na kraju se priprema i usvaja odluka o emisiji dugoročnih hartija od vrednosti čime se one autorizuju. U svemu tome preduzeća, po pravilu, koriste usluge profesionalnih konsultantskih firmi, najčešće revizorske firme, a kada se odluči o izboru posrednika, odnosno investitora, o čemu je bilo reči u prethodnom odeljku, u proceduru pripreme i emisije dugoročnih hartija od vrednosti uključuju se i posrednici, odnosno investitori.

U pogledu zaštite investitora u svetu postoje u osnovi dva sistema. Sistem koji obezbeđuje javnosti maksimalno pouzdane informacije o bonitetu izdavaoca hartija od vrednosti, njegovoj kreditnog sposobnosti, izgledima da se ostvari profit (dobit), a budući investitor sam donosi odluku da li će ili neće kupiti dugoročnu hartiju od vrednosti pri čemu, dakako, snose rizik ulaganja, primenjuju se u Sjedinjenim Američkim Državama. Drugi sistem je, u stvari, paternalistički sistem i primenjuje se u evropskim zemljama. Suština paternalističkog sistema jeste u tome da ovlašćeni organ, na osnovu stručne ocene boniteta izdavaoca dugoročnih hartija od vrednosti, daje odobrenje za emisiju dugoročnih hartija od vrednosti, čime se želi smanjiti rizik budućih investitora, mada oni *de facto* i u ovom slučaju snose rizik svog ulaganja, ali taj rizik je manji jer postoji i stručna verifikacija boniteta izdavaoca dugoročnih hartija od vrednosti.

2.4.1. Deonice

Prodajom deonica preduzeće (deoničarsko društvo) stiče sopstveni kapital, trajni izvor finansiranja. Prodaja deonica koje je preduzeće emitovalo je, dakako, uvek prva prodaja (prodaja na primarnom tržištu). Ako se emitovane deonice prodaju iznad nominalne (emisijne) vrednosti, preduzeće stiče

sopstveni kapital u visini nominalne vrednosti prodatih deonica plus premija. Razlika između prodajne vrednosti i nominalne vrednosti je premija. Ta premija često se zove ažija ili kapitalni (emisijni) dobitak. U knjigovodstvu je na računu Deoničarski kapital iskazuje nominalna vrednost prodatih deonica, a premija (kapitalni dobitak) se iskazuje na posebnom računu — Premija, odnosno kapitalni dobitak, s tim što se premija umanjuje za iznos posredničke provizije i troškova same emisije deonica (na primer, troškovi štampanja, troškovi usluga konsultativnih firmi i sl.). Tako će se na strani pasive pojaviti račun deoničarskog kapitala i račun premije (kapitalnog dobitka) čija će protivteža na strani aktive biti gotovina (nominalna vrednost prodatih deonica plus premija umanjena za proviziju posrednika i troškova emisije). U slučaju kada bi se emitovane deonice prodale po nominalnoj vrednosti, troškovi emisije i provizija posrednika teretili bi tekuće troškove, odnosno rashode.

Deonica ima tri vrednosti: nominalnu, bilansnu i tržišnu. Nominalna vrednost je, u stvari, emisijna vrednost. Bilansna vrednost je veća od nominalne vrednosti u uslovima ako preduzeće na strani pasive iskazuje kapitalni dobitak, akumulirani neto dobitak i rezerve u većem iznosu od gubitka iskazanog na strani aktive. Suprotno, ako je iskazani gubitak na strani aktive veći od zbira kapitalnog dobitka, akumuliranog neto dobitka i rezervi, bilansna vrednost je manja od nominalne vrednosti. Bilansnu vrednost deonica najlakše je utvrditi tako što se zbir deoničarskog kapitala, kapitalnog dobitka, akumuliranih neto dobitaka i rezervi umanjeno za gubitak iskazan na strani aktive podeli brojem prodatih deonica. Tržišna vrednost deonica je, u stvari, cena po kojoj se deonica prodaje na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti.

Deonica je vlasnički papir. Kupovinom deonica kupac (investitor) postaje suvlasnik preduzeća. Kupac deonice, sada već vlasnik

(imalac) deonice, za obaveze preduzeća (deoničarskog društva) odgovara uložnim kapitalom u preduzeće kupovinom deonica. Deonica kao vlasnički papir, sastoji se iz dva dela. Na prvom delu označavaju se: firma koja je deonicu izdala, vrsta deonice, nominalna vrednost, broj i serija deonice, datum i potpis izdavaoca. Može se izdati jedan papir za više deonica, ali se tada jasno naznačava kolike deonice predstavlja taj papir. Na primer, 5 deonica po 200 dinara ukupno 1.000 dinara, broj 045601 — 045605. Ovaj prvi deo deonica naziva se plašt. Drugi deo deonica je talon kupona za naplatu dividende. Svaki kupon nosi oznaku broja deonice, vreme kada se naplaćuje dividenda i iznos dividende ako se radi o preferencijalnoj deonici. Kod malih deoničarskih društava ponekada se na deonici ne upisuje nominalna vrednost. Primera radi, deset deoničara pri osnivanju deoničarskog društva uložili su po 10.000 dinara i svaki je dobio po jednu deonicu bez oznake nominalne vrednosti; oni znaju da je svaka deonica nominalno vredni 10.000 dinara, ali to, naravno, ne znaju drugi. Isto tako, kod malih deoničarskih društava često se deonice ne štampaju, već se samo u knjizi deonica evidentira ko i koliko je kupio deonica. Deonica može da glasi na donosioca i na ime. U ovom drugom slučaju ime se upisuje na plaštu deonice, mada se zbog trgovanja deonicama na sekundarnom tržištu najčešće izdaju deonice na donosioca.

Pri prvoj kupovini deonica koje se izdaju pri osnivanju deoničarskog društva protivvrednost kupljenih deonica može se uložiti u vidu stvari (zemljišta, zgrada, na primer) ili u vidu prava (na primer patenti). Tada se, naravno, vrši procena stvari i prava koje se unose u deoničarsko društvo i deoničaru se izdaje onoliko deonica koliko njihova nominalna vrednost pokriva unete stvari i prava u deoničarsko društvo. Najzad, pri osnivanju deoničarskog društva mogu se izdati privremene deonice. Privremena deonica je, u stvari, obična potvrda o uplati stanovitog iznosa de-

oničarskom društvu. Kada deonice budu odštampane, privremene deonice se zamenjuju odštampanim deonicama, naravno, u nepromenjenoj nominalnoj vrednosti.

Isključujući privremenu deonicu, koju smo već objasnili, u osnovi postoje sledeće vrste deonica: obična deonica, preferencijalna deonica i užitnička deonica.

2.4.1.1. Obična deonica

Obična deonica je vlasnički papir koji vlasniku ne garantuje ostvarenje dividende po osnovu obične deonice. Vlasnik obične deonice ostvariće dividendu ako preduzeće ostvari neto dobitak, pri čemu, po pravilu, ceo neto dobitak ne pripada vlasnicima običnih deonica. Iz ostvarenog neto dobitka prvo se izdvaja fiksna dividenda na preferencijalne deonice. Potom se odlučuje koliko će se od ostatka neto dobitka izdvajati za preduzeće po osnovu stvaranja sopstvenog kapitala iz akumuliranog neto dobitka i stvaranja rezervi iz neto dohotka, a koliko će se odvojiti za dividendu vlasnika običnih deonica. Predlog raspodele neto dobitka daje uprava preduzeća a odluku o raspodeli donosi skupština deoničara ili upravni odbor ako je za to ovlašćen od strane skupštine deonica. Međutim, ako je finansijski položaj preduzeća takav da se ostvarena dividenda ne može isplatiti, može se doneti odluka da se dividenda koja pripada vlasnicima običnih deonica konvertuje u obične deonice po tržišnoj vrednosti. Tako nastaju tzv. dividendne deonice. Vlasnici običnih deonica dobijaju umesto dividende dividendne deonice, čime se u preduzeću povećava kapital deoničara. Dividendne deonice se ni po izgledu, ni po pravima ne razlikuju od običnih deonica.

U nekim zemljama, sa ciljem da se zaštite deoničari, zakonskim propisima se ograničava izdavanje dividendnih deonica, na primer, na 1/4 deoničarskog kapitala. Da bi deoničar došao do gotovine, ako mu je potrebna, on dividendnu deonicu može na sekundarnom tržištu prodati, čime se, dabome, lišava vla-

sništva. Često se u takvim situacijama vrši i takozvano deljenje deonica. Suština je uto- me da se jedna obična deonica zamenjuje sa nekoliko novih deonica manje nominalne vrednosti. Tako nastaju deljene deonice. Pri- mera radi, postojeća obična deonica čija je nominalna vrednost 1.000 zamenjena je sa pet novih deonica (deljenih deonica) nomi- nalne vrednosti 200 dinara. Ta operacija se izvodi sa ciljem da deoničar, budući da nije primio dividendu, ako mu je potrebna goto- vina, lakše proda deonice na sekundarnom tržištu, jer se deonice manje vrednosti, u principu, lakše prodaju nego deonice više vre- dnosti, a uz to na sekundarnom tržištu tržišna vrednost deonica manje vrednosti u odnosu na nominalnu vrednost je, po pravilu, veća za deonice male vrednosti nego za deonice veće vrednosti. Između dividendnih deonica i delje- nih deonica je razlika neznatna. Prve imaju pokriće u konvertovanoj dividendi u deoničar- ski kapital, a druge u ranije uplaćenom deoni- čarskom kapitalu. Otuda se na Njujorškoj berzi, na primer, smatra da svaka raspodela novih deonica (dividendnih i deljenih, u stvari) koja prelazi 25% deoničarskog kapitala pred- stavlja novu emisiju deonica.

Već iz izloženog jasno je da vlasnik obične deonice snosi potpun rizik ostvarenja neto do- bitka u preduzeću. Uz to on snosi i rizik gu- bitka. Naime, ako preduzeće likvidira, iz likvidacione mase prvo se isplaćuje obaveze prema poveriocima, zatim se isplaćuju vlasnici preferencijalnih deonica a na kraju ostatak li- kvidacione mase, ako ga bude i koliko ga bu- de, dele vlasnici običnih deonica srazmerno broju tih deonica koje poseduju. I upravo zato vlasnici običnih deonica stižu pravo upravlja- nja preduzećem, koje se ostvaruje preko skupštine deoničara koja:

- prihvata bilans preduzeća i izveštaj uprave preduzeća (polaganje računa uprave predu-

zeća pred skupštinom),

- bira upravni odbor,
- odobrava fuziju preduzeća i druge statu- sne promene,
- bira nezavisnog kontrolora poslovanja,
- donosi i menja statut preduzeća,
- određuje plate preduzetnicima (mena- džerima),
- odlučuje o novoj emisiji deonica (pri čemu postojeći deoničari imaju pravo preče kupo- vine deonica iz nove emisije) i sl.

Statutom preduzeća utvrđuje se koliko običnih deonica ima glasova u skupštini. Kod malih preduzeća obično je to jedna deonica — jedan glas, a kod velikih preduzeća to je nesraz- merno više, za jedan glas potrebno je posedo- vati nekoliko stotina pa i hiljada običnih deonica. Većina sitnih vlasnika običnih deonica kod velikih preduzeća, ne ostvaruje svoje upravljačko pravo u skupštini. Ovo iz dva ra- zloga: prvo, zbog njihove prostorne udaljeno- sti oni i ne dolaze na skupštinu, i drugo, ako i dolaze, trebalo bi da se udruže da bi imali nad- polovičnu većinu glasova u skupštini, a to ne mogu jer se međusobno i ne poznaju. Odlučி- vanje u skupštini, u stvari, pripada deoničari- ma koji imaju veliki paket (tzv. kontrolni paket) običnih deonica, pri čemu nije nužno da kontrolni paket običnih deonica čini 51% ukupnih običnih deonica. Iskustvo je pokaza- lo da je dovoljno imati 30-40% običnih deoni- ca i da se dobija vodeća uloga u skupštini, a time i u upravljanju preduzećem. „Jedno je istraživanje u SAD 1981. godine pokazalo da se od svih deonica 10% deonica nalazi u po- sedu 67% svih deoničara, 32% deonica se na- lazi u posedu 31% deoničara, a 50% deonica u posedu svega 2% deoničara.“⁵⁶

Tržišnu vrednost obične deonice teško je kvantitativno izraziti. Tržišna vrednost obične deonice kvantitativno bi se mogla utvrditi ako

56 Marijan Hanžeković: *Vrednosni papiri i njihovo tržište*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990. str.8.

bi iznos dividende po godinama bio poznat i bila poznata očekivana cena obične deonice u momentu prodaje. Tada bi se dividenda po godinama i očekivana cena u trenutku prodaje diskontovala na sadašnju vrednost.

Tako utvrđena, sadašnja vrednost je, u stvari, tržišna vrednost obične deonice. Problem je u tome što nisu poznate ni dividenda po godinama, ni očekivana cena obične deonice u trenutku prodaje. Otuda se tržišna vrednost obične deonice, koja služi samo kao orijentacija prodavcu odnosno kupcu pri prodaji na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od vrednosti, utvrđuje alternativno:

$$P = \frac{D}{K} \text{ ili } P = N \cdot \frac{S_d}{K}$$

gde je:

P = tržišna vrednost obične deonice,

D = isplaćena dividenda po jednoj običnoj deonici u apsolutnom iznosu,

K = vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala,

N = nominalna (emisiona) vrednost deonice i

S_d = stopa dividende računata iz odnosa ostvarene dividende i nominalne vrednosti obične deonice.

Primeru radi, ako je nominalna vrednost obične deonice 1.000, ostvarena dividenda u apsolutnom iznosu po jednoj običnoj deonici 100, što znači da je stopa dividende 10% $= \left(\frac{100 \cdot 100}{1000} \right)$, a vladajuća kamatna stopa 5%, tržišna vrednost obične deonice biće:

$$P = \frac{100}{0,05} = 2000, \text{ odnosno}$$

$$P = 1.000 \cdot \frac{10}{5} = 2.000.$$

Ovo treba razumeti ovako: da bi vlasnik kapitala ostvario prihod od kamate u iznosu od 100 pri kamatnoj stopi od 5%, trebalo bi da pozajmi 2.000 kapitala. Ako kupi običnu deonicu na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od vrednosti za 2.000 i ako ta obična deonica ostvaruje 100 dividende, vlasnik ka-

pitala će u pogledu prihoda biti na istom, ali će postati suvlasnik preduzeća. Za velike deoničare to je važno jer stiču kontrolnu ulogu nad preduzećem. Za male deoničare to nije bitno, ali je za njih bitno da očekuju da će neto dobitak preduzeća i dalje rasti, a time i dividenda. Primera radi, ako bi u narednoj godini dividenda porasla za 10%, vlasnik kupljene obične deonice bi ostvario dividendu od $110 = (100 \times 1,10)$, što na ulog iznosi $5,5\% = \left(\frac{110 \cdot 100}{2.000} \right)$; a da je pozajmio tih 2.000 uz kamatu od 5% dobio bi kamate 100, što je manje od dividende za 10, odnosno za 0,5% u odnosu na ulog. Upravo zato što je, po pravilu, stopa dividende viša od kamatne stope, investitori često preferiraju ulaganje u obične deonice u odnosu na ulaganje, na primer, u dugoročne obveznice, ali time, dakako, preuzimaju i veći rizik.

2.4.1.2. Preferencijalne deonice

Preferencijalne deonice (često se zovu i povlašćene) takođe su vlasničke hartije od vrednosti. Njihova osnovna karakteristika je u tome što nose fiksnu dividendu, obično u procentu od nominalne (emisione) vrednosti, ali bez prava učestvovanja njihovih vlasnika u upravljanju preduzećem preko skupštine deoničara. Pravo upravljanja se isključuje upravo zato što preferencijalna dnevica ima fiksnu dividendu, što znači da vlasnik preferencijalne deonice ne snosi rizik ostvarenja neto dobitka, a uz to u slučaju likvidacije preduzeća preferencijalne deonice isplaćuje se u visini nominalne vrednosti iz likvidacione mase odmah posle isplate obaveza a pre isplate običnih deonica, što znači da je rizik vlasnika preferencijalne deonice u slučaju likvidacije preduzeća manji od rizika vlasnika običnih deonica, pa je to razlog više što vlasnik preferencijalne deonice ne učestvuje u upravljanju preduzećem. Već iz rečenog može se zaključiti da preferencijalna deonica ima karakteristike obične deonice zato što je deoničarski kapital pribavljen prodajom preferencijalnih deonica i

dugoročne obveznice zato što nosi fiksnu dividendu. Zbog toga se često kaže da je preferencijalna deonica hibridna dugoročna hartija od vrednosti.

Mada je preferencijalna deonica sa stanovišta troškova finansiranja, kasnije ćemo videti zašto, nepovoljnija od dugoročne obveznice, preduzeća često izdaju i preferencijalne deonice iz sledećih razloga:

- Ako je vlasnička struktura kapitala nepovoljna (nizak sopstveni kapital), preduzeće izdaje preferencijalne deonice sa ciljem da proširi krug investitora (kupaca) privlačeći time one investitore koji nisu spremni da preuzmu rizik običnih deoničara i u pogledu ostvarenja neto dobitka, a time i dividende, i u pogledu povraćaja kapitala iz likvidacione mase. Istina, i vlasnici preferencijalnih deonica garantuju za obaveze preduzeća uložnim kapitalom kupovinom preferencijalnih deonica, ali su, videli smo, u isplatnom redu ispred vlasnika običnih deonica.

- Drugi razlog može da bude u tome što preduzeće izdavanjem preferencijalnih deonica želi da izbegne širenje kruga deoničara koji upravljaju preduzećem preko skupštine deoničara.

Preferencijalna deonica može da bude s pravom kumuliranja dividende, a ponekad i s pravom participacije. Ako je sa pravom kumuliranja dividende, to znači da se neisplaćene fiksne dividende bilo zbog gubitka, bilo zbog nedovoljno ostvarenog neto dobitka, bilo zbog nelikvidnosti, kumuliraju i iskazuju kao obaveza za neisplaćenu dividendu, koje se isplaćuju kada preduzeće za to ima finansijskih mogućnosti. Ta kumulirana dividenda se isplaćuje pre isplate dividende na obične deonice, a u slučaju likvidacije preduzeća kumulirana dividenda se zajedno s nominalnom vrednošću preferencijalnih deonica isplaćuje iz likvidacione mase, naravno, pre običnih deonica. Ako se kumulirana dividenda ne isplaćuje u dužem razdoblju, vlasnici preferencijalnih deonica se uključuju u

upravljanje preduzećem preko skupštine deoničara i tada se u tom pogledu izjednačuju sa običnim deoničarima. Preferencijalna deonica s pravom participacije je takva deonica koja, pored fiksne dividende, učestvuje i u raspodeli neto dobitka, naravno, u neuporedivo manjem iznosu nego obična deonica, o čemu se odlučuje pri raspodeli neto dobitka. U tom slučaju preferencijalna deonica nosi i fiksnu dividendu, i deo varijabilne dividende.

Preferencijalne deonice mogu biti konvertibilne, tj., mogu se zameniti za obične deonice, o čemu odlučuje vlasnik preferencijalne deonice, pri čemu se unapred, pre izdavanja deonica utvrđuje u kojim rokovima i u kome odnosu se može, ako vlasnik želi, preferencijalna deonica konvertovati u običnu deonicu. Ta konverzija za preduzeće može da bude privlačna iz dva razloga: prvo, ukida se fiksna dividenda čime se troškovi finansiranja reduciraju na niže, i drugo, sa ukidanjem fiksne dividende stopa dividende na obične deonice može porasti zbog čega raste njihova tržišna vrednost, a time i ugled, rejting preduzeća.

Najzad, poslednja karakteristika preferencijalne deonice je opozivost. Naime, pri izdavanju preferencijalnih deonica preduzeće može zadržati pravo njihovog opoziva, praktično njihovog otkupa, pri čemu se otkup vrši po nominalnoj vrednosti plus otkupna premija, koja je obično do 10%. Preduzeće koristi pravo otkupa ako za to ima finansijske mogućnosti, tačnije, ako mu to omogućuje finansijski položaj. Otkup preferencijalnih deonica je naročito sa stanovišta finansijskog rezultata probitačan kada je stopa fiksne dividende viša od vladajuće kamatne stope na pozajmljeni dugoročni kapital, recimo od kamatne stope na dugoročne obveznice, jer će se time troškovi finansiranja smanjiti.

Dvapat smo već pomenuli trošak finansiranja po osnovu fiksne dividende na preferencijalnu deonicu, a sada ćemo objasniti o čemu se radi. Fiksna dividenda se isplaćuje

iz neto dobitka, a neto dobitak je razlika između bruto dobitka i poreza na finansijski rezultat. Iz toga sledi da se i fiksna dividenda oporezuje jer ulazi u poresku osnovicu. Otuda se može shvatiti da je trošak finansiranja iz kapitala pribavljenog prodajom preferencijalnih deonica ravan zbiru fiksne dividende i dela poreza na finansijski rezultat koji otpada na fiksnu dividendu. Primera radi, ako je fiksna dividenda na preferencijalne deonice 10% i ako je poreska stopa na bruto dobitak odnosno poresku osnovicu 50%, da bi preduzeće ostvarilo neto dobitak u visini fiksne dividende, ono mora da ostvari stopu bruto dobitka u odnosu na deoničarski kapital od $20\% = \left(\frac{10 \cdot 100}{100 - 50} \right) = 20\%$. Prema tome, cena deoničarskog kapitala pribavljenog prodajom preferencijalnih deonica kao trošak finansiranja nije 10%, već je zajedno sa porezom na finansijski rezultat 20%. Ako bi se preduzeće finansiralo iz dugoročno pozajmljenog kapitala (recimo pribavljenog po osnovu prodaje dugoročnih obveznica) zahvaljujući tome što kamata tereti ukupan prihod, što znači da ne ulazi u poresku osnovicu, preduzeće bi ostvarilo uštedu. Ako pretpostavimo da je kamatna stopa na obveznice 10%, a stopa poreza na finansijski rezultat 50%, onda je cena duga K_i po obveznicama:

$$K_i = 10,0 \cdot (1 - 0,50) = 5,00\%$$

Budući da kamata ne ulazi u poresku osnovicu, poreska osnovica se po osnovu kamate smanjuje a time se smanjuje i porez na finansijski rezultat, što znači da fiskus na indirektan način plaća deo kamate preduzeća, preduzeće je napravilo uštedu u porezu na finansijski rezultat zahvaljujući troškovima kamata. Ovaj zaključak, naravno, vredi samo pod uslovom da preduzeće ostvaruje pozitivan finansijski rezultat. U protivnom, s obzirom da se kamata mora platiti, ona može preduzeće dovesti u gubitak i tada nema nikakve uštede po osnovu poreza na finansijski rezultat. Možda je još interesantno da kažemo kako stoji stvar sa dividendama na obične de-

onice. I dividenda na obične deonice ulazi u poresku osnovicu jer se isplaćuje kao i fiksna dividenda na preferencijalne deonice iz neto dobitka, ali razlika je u tome što se dividenda na obične deonice isplaćuje samo ako je ostvaren neto dobitak, dok se fiksna dividenda na preferencijalne deonice isplaćuje i kad je preduzeće u gubitku, tačnije, ona se akumulira za isplatu u narednim godinama. Otuda, iako porezi na finansijski rezultat povećavaju izdatak preduzeća, plaća se dividenda na obične deonice plus deo poreza koji otpada na finansijski rezultat koji u sebi apsorbuje dividendu na obične deonice. Taj izdatak, budući da je varijabilan (zavisi od neto dobitka), finansijski ne opterećuje preduzeće kao što je to slučaj sa fiksnom dividendom na preferencijalne deonice.

S obzirom da je dividenda na preferencijalne deonice fiksna, njenu tržišnu vrednost nije teško kvantificirati, koja služi, ponovimo to i ovde, samo kao orijentaciona cena za prodavce i kupce preferencijalne deonice na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od vrednosti. Naime, tržišna vrednost preferencijalne deonice (P) je:

$$P = \frac{D}{k} \text{ odnosno } P = N \cdot \frac{S_d}{K}$$

gde je:

D = fiksna dividenda u apsolutnom iznosu,

K = vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala,

N = nominalna vrednost preferencijalne deonice i

S_d = stopa fiksne dividende računata iz odnosa fiksne dividende i nominalne vrednosti preferencijalne deonice.

2.4.1.3. Užitničke deonice

Užitničke deonice se veoma retko izdaju, a one nastaju ovako. Ako preduzeće želi da smanji deoničarski kapital jer mu nije potreban, ono se sa pojedinim deoničarima (najčešće su to vlasnici običnih deonica) može sporazumeti da od njih otkupi deonice po nominalnoj vrednosti a da im za razliku između

tržišne i nominalne vrednosti izda tzv. užitnike deonice. Time je, dakako, smanjen deoničarski kapital jer se nominalna vrednost otkupljene deonice knjiži zaduženjem računa deoničarskog kapitala uz odobrenje računa gotovine, odnosno smanjen je broj prodatih deonica, što izaziva, dakako, smanjenje i dividende. Vlasnik užitničke deonice učestvuje u raspodeli neto dobitka tek posle isplate dividende po osnovu preferencijalnih i običnih deonica, što znači da preduzeće nije obavezno isplatiti dividendu na užitničke deonice i kada je ostvarilo neto dobitak. U slučaju likvidacije preduzeća iz likvidacione mase se isplaćuju, naravno, najpre obaveze, potom preferencijalne deonice, zatim obične deonice i na kraju užitničke deonice.

2.4.2. Dugoročne obveznice

Dugoročne obveznice su poverilačke hartije od vrednosti kojima se potvrđuje da je poverilac (kupac odnosno imalac dugoročne obveznice) platio dužniku (izdavaocu dugoročne obveznice) protivrednost dugoročne obveznice i da će dužnik isplatiti poveriocu kamatu po ugovorenoj kamatnoj stopi u ugovornim rokovima i platiti glavnicu o roku dospeća. Dugoročne obveznice može izdati država, preduzeće, banka i druge finansijske organizacije, a mogu da glase na ime ili donosioca. U fokusu našeg interesa su, razume se, dugoročne obveznice koje izdaje preduzeće. Sadržaj i izgled dugoročne obveznice zavisi od vrste obveznice, pri čemu uvek postoje dva dela. U prvom delu se naznačuje da je to obveznica, ime izdavača, nominalna vrednost, kamatna stopa, ime poverioca (ako se izdaje na ime), datum izdanja i potpis ovlašćenog lica. Drugi deo sadrži kupone za naplatu kamata, odnosno anuitetne kupone ako se glavnica otplaćuje putem anuiteta. Dugoročne obveznice sa anuitetnim kuponima se, po pravilu, ne izdaju zato što se takve obveznice ne mogu prodavati na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od

vrednosti zbog teškoća utvrđivanja njihove tržišne vrednosti na dan prodaje.

Preduzeće izdaje dugoročne obveznice sa ciljem da se za relativno visoku sumu kapitala koji pozajmljuje lakše nađe zajmodavac u nizu sitnih budućih kupaca dugoročnih obveznica, jer mu je za tako veliku sumu teško naći jednog zajmodavca. Da bi preduzeće moglo emitovati dugoročne obveznice, prethodno mora pribaviti saglasnost da se može dugoročno zadužiti. Tom saglasnošću (odobrenjem) štite se budući zajmodavci (kupci obveznica) pa je otuda njeno dobijanje uslovljeno kreditnom sposobnošću preduzeća. Da bi budući zajmodavci imali više poverenja u bonitet dužnika, tj. preduzeća, nije retko da se dugoročne obveznice izdaju na osnovu zaloga nepokretne imovine ili garancije banke.

Postupak izdavanja dugoročnih obveznica je: Utvrđuje se obim kapitala koji će se pribaviti izdavanjem dugoročnih obveznica, vrsta, kamatna stopa, nominalna vrednost pojedinačnih obaveza. Potom se pribavlja saglasnost za zaduženje i na osnovu svega toga donosi odluka o izdanju dugoročnih obveznica, čime se one autorizuju. Zatim se vrši zaključivanje ugovora kojim se regulišu prava poverilaca i obaveze dužnika u pogledu dospelosti glavnice, plaćanja kamate, zalaganja imovine, eventualne restrikcije na moguće akcije dužnika u toku trajanja duga i drugo. Taj ugovor se obično zaključuje sa bankom koja time predstavlja legalnog predstavnika svih budućih kupaca obveznica i koja se često naziva staralac. Staralac ima sledeće dužnosti:

- potvrđuje emisiju dugoročnih obveznica uz prethodnu proveru da li su ispunjeni zakonski uslovi za dugoročno zaduženje,
- kontroliše izvršenje obaveza od strane preduzeća iz ugovora prema držaocima dugoročnih obveznica,
- preduzima zaštitne mere u interesu drža-

laca dugoročnih obveznica ako preduzeće dužnik ne izvršava obaveze iz ugovora.⁵⁷

Prva prodaja dugoročnih obveznica vrši se ili direktno nekoj finansijskoj instituciji, ili se prodaju publici preko specijalizovane finansijske organizacije kao posrednika. Posrednik se može javiti kao garant da će obveznice prodati, čime preuzima na sebe rizik prodaje i direktno postaje prvi kupac ili prodaju može vršiti u ulozi komisionara. U prvom slučaju posrednik pokriva svoje troškove iz razlike između cene po kojoj je prodao obveznice publici i cene po kojoj je platio obveznice preduzeća koje ih je izdalo. U drugom slučaju posrednik naplaćuje komisionu proviziju od preduzeća.

Prva prodajna cena dugoročne obveznice zavisi od odnosa kamate koju nosi dugoročna obveznica i vladajuće kamatne stope na dugoročnu štednju koju plaćaju banke. Ako su te dve stope jednake, dugoročne obveznice se prodaju po nominalnoj vrednosti, tj. vrednosti koja je upisana na obveznici. Ako je vladajuća kamatna stopa na dugoročne štedne uloge niža od kamatne stope po kojoj je dugoročna obveznica emitovana, dugoročna obveznica će se prodavati iznad nominalne vrednosti, ostvariće se premija. Primera radi, dugoročna obveznica je emitovana uz kamatnu stopu od 10% a vladajuća kamata na dugoročne štedne uloge je 8%. Prva prodajna cena je:

$$1.000 \cdot \frac{10}{8} = 1.250$$

a premija je $250 = (1.250 - 1.000)$. Kupac će godišnje dobijati kamate $100 = (1.000 \times 0.10)$, što u odnosu na plaćenu cenu iznosi $8\% = \left(\frac{100}{1.250} \cdot 100\right)$. Dakle, preko prodajne cene izjednačena je stvarna kamatna stopa za kuplje-

nu dugoročnu obveznicu sa vladajućom kamatnom stopom na dugoročnu štednju.

Ako bi bilo obrnuto, da je kamatna stopa upisana na dugoročnoj obveznici manja (recimo 8%) od vladajuće kamatne stope na dugoročnu štednju (recimo 10%), prva prodajna cena bi bila niža od nominalne vrednosti obveznice. U našem primeru to je:

$$1.000 \cdot \frac{8}{10} = 800$$

što znači da je ostvareni diskont od $200 = (1.000 - 800)$. Kupac će godišnje dobijati kamata $80 = (1.000 \times 0,08)$, što u odnosu na plaćenu cenu iznosi $10\% = \left(\frac{80}{800} \cdot 100\right)$. Dakle, opet je preko prodajne cene izjednačena stvarna kamatna stopa za kupljenu obveznicu sa vladajućom kamatnom stopom na dugoročnu štednju.

Iz izloženog ne treba bukvalno shvatiti da će se dugoročne obveznice pri navedenom odnosu kamatne stope upisati na dugoročnoj obveznici i vladajuće kamatne stope na dugoročnu štednju prodavati po utvrđenoj prvoj prodajnoj ceni. Jedno je, naime, sigurno:

- ako je upisana kamatna stopa na dugoročnoj obveznici iznad vladajuće kamate na dugoročnu štednju, dugoročna obveznica će se prodavati iznad nominalne vrednosti, ostvariće se premija od prodaje i obrnuto,
- ako je upisana kamatna stopa na dugoročnoj obveznici ispod vladajuće kamatne stope na dugoročnu štednju, dugoročna obveznica će se prodati ispod nominalne vrednosti, ostvariće se diskont od prodaje.

U oba slučaja držalac obveznica primaće kamatu obračunatu na nominalnu vrednost po kamatnoj stopi upisanoj na dugoročnoj obveznici. S tim u vezi postavlja se pitanje kako se u knjigovodstvu preduzeća iskazuje premija i diskont i kako se oni odražavaju na

57 J. F. Westen and E. F. Brigham: *Managerial Finance*, First edition, Rinehart and Winston, New York, 1972, str. 424, prema: Dr Dragan Krasulja: *Finansijska efektivnost i finansiranje investicija*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1977, str. 94.

obračunatu i plaćenu kamatu držaoca dugoročne obveznice u smislu terećenja troškova, odnosno rashoda i kolika je stvarna kamatna stopa kao cena duga. U knjigovodstvu preduzeća, pod pretpostavkom da su naši primeri i ostvareni prvi primer bi se knjižio:

Račun gotovine	1.250	
Račun dugoročnih dugova		1000
Račun premije		250

a drugi primer bi se knjižio

Račun gotovine	800	
Račun diskonta	200	
Račun dugoročnih dugova		1.000

Iz ovih primera jasno se vidi da račun premije i račun diskonta predstavljaju korektivne račune osnovnog računa dugoročnog duga. Ti korektivni računi postepeno se gase tako što se pri svakom obračunu i isplati kamata po dugoročnoj obveznici koriguje iznos kamate koji se knjiži na teret troškova odnosno rashoda. Pretpostavimo da su gore navedene dugoročne obveznice izdate s rokom od 5 godina i s godišnjim obračunom i isplatom kamata. U prvom slučaju godišnja kamata je $100 = (1.000 \times 0,10)$, a godišnji deo premije primenom linearne metode amortizacije je $50 = (250 : 5)$. Knjiženje će biti:

Račun troškova	50	
Račun premije	50	
Račun obaveza za kamate		100

Dakle, premija se smanjuje za iznos smanjenja troškova kamata. Kolika je ovde stvarna kamatna stopa duga? Stvarna kamatna stopa duga je $5\% = \left(\frac{100 - 50}{1.000} \cdot 100\right)$. U drugom slučaju kamata je $80 = (1.000 \times 0,08)$, a godišnji deo diskonta primenom linearne metode amortizacije je $40 = (200 : 5)$. Knjiženje će biti:

Račun troškova	120	
Račun diskonta		40
Račun obaveza za kamatu		80

Dakle, diskont se smanjuje za iznos povećanja troškova kamata. Kolika je u ovom slučaju stvarna kamatna stopa duga? Stvarna kamatna stopa duga je

$$12\% = \frac{80 + 40}{1.000} \cdot 100.$$

Iz izloženog da se zaključiti:

- Premijom, odnosno diskontom tokom roka dospeća dugoročne obveznice koriguju se troškovi kamata (sa premijom na niže sa diskontom na više), što smanjuje stanje na korektivnom računu premije, odnosno korektivnom računu diskonta svodeći to stanje u godini dospeća za isplatu glavnice dugoročne obveznice na nulu. Tada se, naravno, isplaćuje i nominalna vrednost dugoročne obveznice njenom držaocu, čime se gasi i osnovni račun dugoročnih dugova.
- Stvarna kamatna stopa, kao cena duga, niža je od upisane kamatne stope na dugoročnoj obveznici kada je pri prodaji ostvarena premija.
- Stvarna kamatna stopa, kao cena duga, viša je od upisane kamatne stope na dugoročnoj obveznici kada je pri prodaji ostvaren diskont.

U opisanoj korekciji troškova kamata sa premijom, odnosno diskontom primenjena je takozvana metoda pravolinijske amortizacije premije, odnosno diskonta. Njena primena obezbeđuje terećenje troškova jednakim iznosom kamata svake godine (ako se kamata obračunava godišnje), odnosno svakog polugodišta (ako se kamata obračunava polugodišnje) tokom veka dospeća dugoročne obaveze za plaćanje. Zbog svoje jednostavnosti metoda linearne amortizacije premije, odnosno diskonta najčešće se u praksi primenjuje. Postoji i druga metoda, takozvana efektivna metoda obračuna, koja obezbeđuje da u toku roka dospeća dugoročne obveznice po godinama, odnosno polugodištima kamate kao trošak u manjoj meri variraju, kod diskonta imaju tendenciju povećanja a kod premije imaju tendenciju smanjenja, zbog toga što se kamatna stopa za obračun troškova kamata primenjuje na sadašnju vrednost obveznice, što znači da se ta kamata obračunava primenom kamatne stope na nominalnu vrednost obveznice korigovanu naviše za neotpi-

sane premije i naniže za neotpisani diskont. Na drugoj strani, kamata za plaćanje držaocu na dugoročne obveznice obračunava se, naravno, od nominalne vrednosti, a razlika između kamate obračunate kao trošak i kamate za plaćanje predstavlja amortizaciju premije, odnosno diskonta.⁵⁸

Tržišna vrednost dugoročne obveznice kvantitativno se utvrđuje tako što se godišnja kamata za preostalo vreme do dospeća i nominalna vrednost dugoročne obveznice diskontuju na sadašnju vrednost uz promenu diskonta u visini vladajuće kamatne stope na dugoročnu štednju. Prema tome, primenjuje se sledeća formula:

$$P = I \cdot \frac{(1+k)^n - 1}{(1+k)^n \cdot k} + N \cdot \frac{1}{(1+k)^n}$$

$$P = 80 \cdot \frac{(1+0,08)^3 - 1}{(1+0,08)^3 \cdot 0,08} + 1000 \cdot \frac{1}{(1+0,08)^3} = 1.051,53$$

Dakle, tržišna vrednost ove dugoročne obveznice je veća od nominalne vrednosti za 5,153% = $\left(\frac{51,53 \cdot 100}{1000}\right)$. To je zato što je vladajuća kamatna stopa na dugoročnu štednju niža od kamatne stope po kojoj je dugoročna obveznica izdata. U suprotnom biće drugačije.

$$P = 80 \cdot \frac{(1+0,09)^3 - 1}{(1+0,09)^3 \cdot 0,09} + 1.000 \cdot \frac{1}{(1+0,09)^3} = 974,68$$

Tržišna vrednost ove dugoročne obveznice je za 2,53% = $\left(\frac{1.000 - 974,68}{1.000} \cdot 100\right)$ niža od nominalne vrednosti. To je zato što je vladajuća kamatna stopa na dugoročnu štednju viša od kamatne stope po kojoj je dugoročna obveznica emitovana.

Ovako utvrđena tržišna cena nije cena po kojoj se dugoročna obveznica prodaje na sekundarnom tržištu, ako se uopšte prodaje, što zavisi od toga da li se kotira na tom tržištu,

gde je:

P = tržišna vrednost dugoročne obveznice,

I = godišnji iznos kamate koji nosi dugoročna obveznica,

k = vladajuća kamatna stopa na dugoročnu štednju,

N = nominalna vrednost dugoročne obveznice,

n = broj godina roka dospeća dugoročne obveznice.

Primeru radi, uzmimo da je nominalna vrednost dugoročne obveznice 1.000, da je emitovana po kamatnoj stopi od 10%, što znači da je godišnja kamata 100, da je vladajuća kamatna stopa na dugoročnu štednju 8% i da je do roka dospeća naplate nominalne vrednosti obveznice ostalo još 3 godine. Tržišna vrednost te dugoročne obveznice je:

Neka je nominalna vrednost dugoročne obveznice 1.000 koja je izdata sa kamatnom stopom od 8%, što znači da je godišnja kamata 80, da je rok dospeća 3 godine i vladajuća kamatna stopa na dugoročnu štednju 9%. Tržišna vrednost dugoročne obveznice je:

već samo izvesna orijentacija kupcu i prodavcu pri kupovini i prodaji na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od vrednosti.

Loša strana finansiranja iz kapitala pribavljenog emisijom dugoročnih obveznica je u tome što glavnica, tačnije, nominalna vrednost za čitavu emisiju dospeva za plaćanje odjednom, što izaziva veliko finansijsko nprezanje. Taj problem se rešava tako da pre-

58 Šire o tome vidi: Dr Dragan Krasulja, *Finansijska efektivnost i finansiranje investicija*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1977, str. 98.

dužeće do tog vremena pomeri dugoročnu finansijsku ravnotežu (zlatno bilansno pravilo u širem smislu) ka izvorima za iznos duga po obveznicama, ili da se dugoročne obveznice emituju u serijama tako da postepeno u razmacima dospeva otplata glavnice svake serije, budući da su emitovane u različito vreme, ili da na neki drugi način rasporedi isplatu glavnice na više godina, o čemu će biti reči malo kasnije. U razvijenim zemljama postoje razne vrste dugoročnih obveznica, pa ćemo najveći deo tih vrsta ovde opisati.

Obezbeđena i neobezbeđena dugoročna obveznica. Obezbeđena dugoročna obveznica je koja je izdata sa zalogom. Najčešće je zalog nepokretna imovina (zemljište, na primer), a mogu da budu u zalogu i dugoročne hartije od vrednosti (deonice, na primer). Obezbeđenje dugoročne obveznice može da bude i garancija banke. Obezbeđene dugoročne obveznice izdaju preduzeća sumnjive kreditne sposobnosti. Neobezbeđene dugoročne obveznice su izdate bez zalogu. Takve dugoročne obveznice izdaju preduzeća sa prvoklasnom kreditnom sposobnošću.

Kuponske i registarske dugoročne obveznice. Kuponske dugoročne obveznice su one koje imaju odštampane kupone za naplatu kamata, koje vlasnik naplaćuje njihovim podnošenjem na naplatu u banci. Registarske dugoročne obveznice nemaju kupone za naplatu kamate, već se ime vlasnika uvodi u knjige preduzeća i o dospeću kamate preduzeće mu šalje kamatu. Prve dugoročne obveznice glase na donosioca, a druge na ime.

Dohodone dugoročne obveznice. Osnovna karakteristika ovih dugoročnih obveznica je u tome što se isplata fiksne kamate uslovljava ostvaranjem poslovnog dobitka kao razlike između prihoda i troškova bez kamata. Ugovorom o izdavanju dugoročnih obveznica precizira se način utvrđivanja poslovnog dobitka i njegova visina koju treba da dostigne da bi se kamata na dugoročne obveznice isplatila. Uz to neisplaćena kama-

ta se kumulira i isplaćuje kada to omogući visina poslovnog dobitka dok se glavnica plaća o roku dospeća. Ovu vrstu dugoročnih obveznica, po pravilu, izdaju preduzeća koja su prošla sanaciju.

Participirajuće dugoročne obveznice To su takve dugoročne obveznice koje vlasniku, pored kamate, obezbeđuju i pravo učešća u raspodeli neto dohotka. Ta participacija se može fiksirati ugovorom, a i ne mora jer se ostvaruje na neki drugi način. Takve dugoročne obveznice se izdaju sa ciljem da se privuče što više zajmodavaca, kupaca dugoročnih obveznica.

Konvertibilna dugoročna obveznica. To je takva dugoročna obveznica koju vlasnik, ako želi, može zameniti za običnu deonicu. Takva mogućnost konverzije neke autore navodi da i takvu dugoročnu obveznicu svrstaju u participirajuće.

Dugoročne obveznice s pravom povlačenja. To su takve dugoročne obveznice koje po ugovoru preduzeće može povući u celini ili delimično pre konačnog roka dospeća. To preduzeće čini bilo što je taj izvor finansiranja postao preskup jer su u međuvremenu kamatne stope na dugoročne kredite osetno pale ispod kamatne stope po kojoj je dugoročna obveznica izdata, ili je, pak, preduzeće pomerilo dugoročnu finansijsku ravnotežu u korist izvora, što mu omogućuje prevremenu otplatu dela duga po osnovu dugoročnih obveznica. Povlačenje se može obaviti na dva načina: prvi, preduzeće kupuje dugoročnu obveznicu na sekundarnom tržištu po tržišnoj ceni, naravno, ako vlasnik prodaje dugoročnu obveznicu; drugi, ugovorom o izdanju dugoročnih obveznica se predviđa da će se povlačenje vršiti sistemom lutrije. Ona dugoročna obveznica koja bude izvučena otkupljuje se od vlasnika uz izvesnu tzv. premiju opoziva, koja se utvrđuje ugovorom. Dakle, vlasniku se isplaćuje nominalna vrednost plus premija opoziva. Premija opoziva je, u stvari, neka vrsta obeštećenja vlasnika

zato što će možda svoj kapital reinvestirati u nepovoljnijim uslovima.

2.4.3. Ostale dugoročne hartije od vrednosti

Neiskupljive obveznice (irredeemable bonds). Neiskupljiva obveznica je takva dugoročna hartija od vrednosti koja ima izvesne karakteristike dugoročne obveznice i izvesne karakteristike deonice. Neiskupljiva obveznica vlasniku obezbeđuje fiksnu kamatu, ali njen vlasnik ne učestvuje u upravljanju preduzećem koje je emitovalo neiskupljivu obveznicu, po čemu je slična uobičajenoj dugoročnoj obveznici. Obaveza preduzeća za isplatu fiksne kamate nije vezana za finansijski rezultat, fiksna kamata se plaća o roku dospeća kao i svaka druga obaveza. Neiskupljiva obveznica nema fiksirani rok dospeća, što znači da predstavlja trajni izvor finansiranja, ali to ne znači da je izdavalac ne može povući putem otkupa ako to vlasnik prihvata. Po tome je slična deonici.

Neiskupljiva dugovnica (irredeemable debenture). Neiskupljiva dugovnica je, ustvari, jedna varijanta neiskupljive obveznice. Vlasniku obezbeđuje fiksnu kamatu bez obzira na finansijski rezultat, ali nije fiksiran rok isplate glavnice, što znači da obezbeđuje trajni izvor finansiranja. Međutim, ako preduzeće ne isplaćuje kamatu po neiskupljivim dugovnicama, njihovi vlasnici imaju pravo prodati preduzeće i naplatiti svoja potraživanja (kamatu i glavicu) mimo sudskog postupka. U razvijenim zemljama javljaju se tri vrste neiskupljivih dugovnica: (a) hipotekarne neiskupljive dugovnice izdate na bazi hipoteke na nepokretnoj imovini preduzeća izdavaoca, (b) garantovane neiskupljive dugovnice, izdate na osnovu garancije banke i (c) neisplative dugovnice sa pravom na učešće u raspodeli neto dobitka preduzeća, tj. participirajuće neiskupljive dugovnice, što znači da pored fiksne kamate vlasniku neiskupljive dugovnice

pripada i deo neto dobitka. Neiskupljive dugovnice se zbog malog rizika naplate glavnice, po pravilu, emituju sa relativno niskom kamatnom stopom. Naravno, preduzeće može otkupiti neiskupljivu dugovnicu, ali realizacija te mogućnosti zavisi od volje vlasnika.

Warrants (ovlašćenje). Warrants, su posebna vrsta dugoročnih hartija od vrednosti. Izdaju se ako preduzeće namerava da poveća deoničarski kapital novom emisijom deonica (mladica). Mogu se izdati vlasniku starih deonica ili vlasniku dugoročnih obveznica. Kod izdavanja vlasniku dugoročnih obveznica warrants ne mora da bude poseban oblik hartije od vrednosti, već može biti odštampan na samoj obveznici. Svaki warrants vlasniku daje pravo na kupovinu jedne deonice iz nove emisije (mladice). Kada će se to pravo realizovati, nije određeno. Ako se dugo ne realizuje, ta hartija od vrednosti može da postane i bezvredna. Deoničarsko društvo koje je izdalo warrantse, prilikom emisije nove serije deonica, naravno, rezerviše deonice za vlasnike warrantsa. Cena warrantsa nije visoka. Warrants se, u principu, mogu prodati na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od vrednosti. Naravno, ako je warrants odštampan na dugoročnoj obveznici, on se može prodavati samo sa prodajom dugoročne obveznice, što joj, dakako, podiže tržišnu cenu.

Rights (pravo). Rights je hartija od vrednosti koja starom deoničaru obezbeđuje pravo kupovine deonice iz nove serije u određenom omeru prema starim deonicama, po nižoj ceni od tržišne cene. Primera radi, ako je tržišna vrednost starih deonica 165 a stari deoničar ima pravo da na deset starih deonica kupi tri nove deonice po ceni od 100, „onda je račun ovakav: $10 \times 165 = 1.650 + 300 = 9.130 : 13 = 150$. Drugim rečima, vrednost rights-a je $165 - 150 = 15$. Kupac koji nema starih deonica može kupiti 10 rightsa po 15, ukupno 150, i 3 nove deonice po $100 \times 3 = 300$. On je za te tri deonice platio, u stvari, 450, odnosno 150 po deonici“⁵⁹ što

mu se isplatilo budući da je tržišna cena starih deonica 165. Rights se može prodavati na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od vrednosti, ali je njegov rok upotrebe veoma kratak, obično do mesec dana, što nije slučaj sa warrantsom, posle toga postaje bezvredan papir.

Dugoročni certifikat. Dugoročni certifikat je isprava o deponovanju novca kod banke ili druge finansijske organizacije na rok duži od godinu dana. Dugoročni certifikat sadrži sledeće elemente:

- oznaku da je dugoročni certifikat,
- ime banke, odnosno finansijske organizacije koja je primila depozit i izdala dugoročni certifikat,
- oznaku da glasi na donosioca ili na ime (ako glasi na ime navodi se ime vlasnika),
- rok na koji je novac deponovan,
- kamatnu stopu,
- način obračunavanja kamate i rokove isplate,
- dan i mesto izdavanja,
- serijski broj,
- prava vlasnika certifikata i
- potpis izdavaoca certifikata.

Dugoročnim certifikatima mogu se plaćati obaveze njegovim indosiranjem ako glasi na ime, odnosno njegovim prenosom ako glasi na donosioca. Dugoročni certifikati se, u principu, mogu prodavati na sekundarnom tržištu dugoročnih hartija od vrednosti.

2.5. Investicioni trustovi i holding kompanije

2.5.1. Investicioni trustovi

Investicioni trustovi su specijalne institucionalne organizacije koje investiraju u dugoročne hartije od vrednosti tako što ih kupuju od raznih emitenata, u principu od preduzeća, i istovremeno izdaju sopstvene dugoročne hartije od vrednosti

koje, u principu, prodaju širokoj publici, malim štedišama, odnosno građanima. Za male štediše, građane, investicioni trustovi su od kapitalne važnosti. Mali štediša je neupućen u trgovanje dugoročnim hartijama od vrednosti. On nema informacija o bonitetu pojedinačnih hartija od vrednosti, nema informacija o prinosu koje odbacuju hartije od vrednosti u vidu dividende ili kamate. Otuda za njega rade, u stvari, investicioni trustovi. Izdajući sopstvene dugoročne hartije od vrednosti sitnim štedišama investicioni trustovi formiraju kapital koji ulažu u kupovinu dugoročnih hartija od vrednosti formirajući time sopstveni portfelj dugoročnih hartija od vrednosti (na osnovu koga ostvaruju prihode po osnovu dividende i kamata). Iz tih prihoda isplaćuju dividende i kamate malim štedišama koji su kupili dugoročne hartije od vrednosti emitovane od strane investicionog trusta. Na taj način i male štediše i investicioni trust razbili su i smanjili rizik ulaganja u dugoročne hartije od vrednosti. Naime, budući da investicioni trustovi kupuju dugoročnih hartija od vrednosti od mnoštva različitih preduzeća, ni teorijski se ne može dogoditi da sva bankrotiraju; a ako neko i bankrotira, ništa se naročito neće dogoditi investicionom trustu budući da su u njegovom portfelju dugoročne hartije od vrednosti tog preduzeća u odnosu na vrednost čitavog portfelja relativno male, što ne bi bio slučaj sa malim štedišama ako bi oni kupovali dugoročne hartije od preduzeća. Na drugoj strani, baš zahvaljujući obilju portfelja dugoročnih hartija od vrednosti investicionog trusta koje su izdala različita preduzeća, prihod investicionog trusta po osnovu dividende i kamata je veoma siguran, a time je osigurana isplata dividende i kamata vlasnicima dugoročnih hartija od vrednosti koje je izdao investicioni trust (tj. malim štedišama), što ne bi uvek bio slučaj kada bi male štediše kupovale dugoročne hartije od vrednosti od preduzeća.

Svih opisanih prednosti male štediša su svesne, tim pre što u zapadnim razvijenim zemljama postoji veoma duga tradicija investicionih trustova. Tako, na primer, investicioni trustovi su osnovani 1822. g. u Belgiji, oko 1870. u Engleskoj, 1893. u SAD, početkom ovog veka u Švajcarskoj, 1930. u Francuskoj, 1929. u Holandiji, 1926. u Nemačkoj, 1952. u Italiji⁶⁰ Danas su najpoznatiji Investment Trust i Mutual Funds u SAD i Unit Trust u Engleskoj.

Investicioni trustovi su od ogromnog značaja za razvoj privrede zemlje u kojoj postoje. Naime, oni, praktično, prikupljaju ogromni kapital od sitnih štediša, koji je teško prikupiti bez njih, i ulažu ga u privredu, odnosno u preduzeća. Na taj način upošljava se rasuti sitan kapital za rast i razvoj preduzeća a time i privrede. Pored investicionih trustova, opisanim poslovima bave se i neke velike banke, mada one prikupljene dugoročne štedne uloge sitnih štediša plasiraju i u vidu dugoročnih kredita.

2.5.2. Holding kompanije

Osnovna karakteristika holding kompanija je što vladaju preduzećima u njihovom sastavu putem držanja kontrolnog paketa deonica u svom portfelju, tako da holding kompanije imaju dominantan uticaj na odlučivanje u preduzećima inkorporiranim u njih, naročito u pogledu razvoja i ekspanzije, finansijskog odlučivanja i kadrova. To se ostvaruje tako što holding kompanija kupuje deonice preduzeća u njenom sastavu u obimu koji je dovoljan za sticanje majoriteta u skupštini deoničara. Na kupljene deonice od preduzeća u sastavu holding kompanije holding kompanija ostvaruje, razume se, dividendu koja predstavlja njen prihod, ali istovremeno predstavlja i odbitnu stavku pri utvrđivanju poreske osnovice u poreskom bilansu jer divi-

denda potiče iz neto dobitka njenih preduzeća, što znači da je već jednom oporezovana. Na taj način najveći deo prihoda ostvarenih po osnovu dividende preko neto dobitka akumulira se u sopstveni kapital holding kompanije — dakle, na indirektan način vrši se koncentracija kapitala u holding kompaniju koji ona ulaže u preduzeća u njenom sastavu, tako da ona stiču vlast nad tim preduzećima. „Ko ima pare, ima i vlast“ — kaže narod, najveći filozof svih vremena.

Holding kompanije inkorporiraju u sebe preduzeća i po vertikalni, i po horizontalni. Ako su u holding kompaniju inkorporirana preduzeća po vertikalni, to znači da ona u svojim rukama drži proizvodnju proizvoda, odnosno grupe proizvoda od sirovine do finalizacije i prodaje (na primer, rudnici gvožđa, železare, fabrike strojeva i brodogradilišta). Na taj način ona stiče neku vrstu monopola nad proizvodnjom i prodajom tog proizvoda. Inkorporiranjem preduzeća po horizontalni u holding kompaniju, holding kompanija, praktično, vlada čitavom jednom delatnošću (na primer, hoteli, trgovina, građevinarstvo i sl.). Time ne samo da se izbegava nelojalna konkurencija među inkorporiranim preduzećima već se i upravlja njihovim razvojem.

2.6. Specijalizovani posrednici u trgovanju dugoročnim hartijama od vrednosti

Specijalizovani posrednici u trgovanju dugoročnim hartijama od vrednosti popularno se zovu mešetari (brekeri, dileri, makleri ili senzali). Svi oni predstavljaju sponu između kupca i prodavca.

Brokери. U SAD i Engleskoj postoji veoma mnogo brokerskih firmi. One posluju na principu agenta i za svoju uslugu naplaćuju proviziju. Kupuju i prodaju hartije od

⁶⁰ Marijan Handžeković: citirani opus, str. 17.

vrednosti u ime i za račun klijenata ili u svoje ime i za račun klijenata. U izvesnim slučajevima i kreditiranju svoje klijente i pružaju im sopstvene stručne usluge. Brokerske firme po pravilu, vrše, sledeće poslove:

- analiza tržišta dugoročnih hartija od vrednosti sa ciljem identifikacije dobrih ulaganja,
- procenjivanje političkih i ekonomskih uticaja na tržište dugoročnih hartija od vrednosti,
- pružanje informacija klijentima,
- primanje i sređivanje naloga klijenata za kupovinu i prodaju dugoročnih hartija od vrednosti,
- realizacija primljenih naloga za kupovinu i prodaju.

Poslovanje brokera precizno je zakonskim propisima regulisano. U SAD njihov rad nadgleda posebno telo, tzv. NASD (National Association of Securities Dealers).

Dileri. Dileri rade na principu principala, kupuju hartije od vrednosti u svoje ime i za svoj račun a zatim ih prodaju klijentima ostvarujući razliku u ceni između vrednosti prodate i vrednosti kupljene hartije od vrednosti. Time snose i rizik ostvarenja pozitivne razlike u ceni. U izvesnim slučajevima dileri rade i na principu agenta, kupuju i prodaju hartije od vrednosti u tuđe ime i za tuđi račun (isto kao brokeri) s tim što u nalogu za prodaju i kupovinu moraju da naglase kada nastupaju u svoje ime i za svoj račun a kada u tuđe ime i za tuđi račun. Funkciju dilera može da obavlja posebna finansijska organizacija, a često ista firma obavlja i poslove brokera, i poslove dilera. U nekim zemljama funkciju dilera imaju velike banke.

Makleri ili senzali. Pod ovim imenom se javljaju posrednici u Nemačkoj (u Francuskoj *courtiers*). Nastupaju ili u svoje ime i za svoj račun ili u tuđe ime i za tuđi račun, dakako, kao i dileri.

2.7. Načini trgovanja dugoročnim hartijama od vrednosti

U osnovi postoje tri načina trgovanja dugoročnim hartijama od vrednosti:

- neposreda kupoprodaja između prodavca i kupca,
- kupoprodaja na nacionalnom tržištu (*over-the-counter market* = tržište preko šaltera) i
- kupoprodaja preko berze dugoročnih hartija od vrednosti (berza efekata).

Neposredna kupoprodaja između prodavca i kupca je, zapravo prodaja dugoročne hartije od vrednosti bez posrednika (iz ruke u ruku).

Kupoprodaja na nacionalnom tržištu (tržište preko šaltera) odvija se preko posrednika, u okviru samog posrednika ili saradnjom među njima. Taj deo kupoprodaje dugoročnih hartija od vrednosti, po pravilu, odvija se u svim zemljama u okviru velikih banaka (trgovanjem „u sebi“) i među njima, pa se često zove i međubankarsko tržište. U velikim bankama postoje posebni organizacioni delovi koji se bave tim poslovima. Postupak se sastoji u sledećem: primljeni nalozi ponude i tražnje od klijenata međusobno se sučeljavaju i kada se poklope u svim elementima, zaključuje se kupoprodaja. Pri tome posrednici uzimaju u obzir kurseve istovrsnih hartija od vrednosti objavljene prethodnog dana u kursnim listama berza efekata, a za dugoročne hartije od vrednosti koje se ne kotiraju na berzi efekata uzimaju se u obzir kursevi naznačeni u nalogima ponude i tražnje klijenata i eventualno dodatna konsultacija sa klijentima. Posle trgovanja preko šaltera, odnosno „u sebi“ s nalogima ponude i tražnje klijenata koji nisu realizovani na ovaj način posrednici izlaze na berzu efekata. Trgovanje „u sebi“, po pravilu, obavlja se pre podne a na berzi najčešće u podne. Sa stanovišta posrednika (velikih banaka) trgovanje preko šaltera je unosan posao jer, osim što naplaćuju proviziju, izbegavanju plaćanje takse berzama efekata, koju naplaćuju od klijenata. Ali u vreme panike na berzama klijenti, usled visokih kurseva, ne mogu da iskupe svoje naloge, što dovodi u tešku situaciju banku, odnosno posrednika. Na nacionalnom tržištu (trgovanje preko

šaltera) obavlja se po obimu veći promet dugoročnih hartija od vrednosti nego na berzama efekata, pri čemu se deonice više prodaju na berzama efekata a obveznice se više prodaju na nacionalnom, odnosno međubankarskom tržištu. „U SAD se u opticaju nalazi oko 53.000 vrijednosnih papira, od kojih su veći deo obveznice, a manji dio deonice. Na burzama se u Americi trguje sa oko 3.000 dionica i 3.000 obveznica, a sa 15.000 dionica i 80% svih obveznica se trguje na međubankarskom tržištu“.⁶¹ Dugoročne hartije od vrednosti kojima se trguje na međubankarskom tržištu takođe podležu kontroli i odobrenju, o čemu će biti više reči u narednom odeljku.

Trgovanje na berzi efekata je, u stvari, javno tržište dugoročnih hartija od vrednosti zasnovano na principu aukcije (licitacije) kojoj prisustvuju članovi, ovlašteni posrednici (mešetari), o čemu će više biti reči u narednom odeljku.

2.8. Berza dugoročnih hartija od vrednosti (efekata)

2.8.2. Pojam i funkcija berze efekata

Berza dugoročnih hartija od vrednosti je institucionalno organizovano i regulisano, u principu, sekundarno tržište dugoročnih hartija od vrednosti, sa strogo utvrđenim pravilima trgovanja i kriterijuma koji se moraju ispuniti za uvođenje dugoročne hartije od vrednosti u berzu prodaje radi. Kažemo da je berza u principu sekundarno tržište dugoročnih hartija od vrednosti stoga što se prva prodaja dugoročnih hartija od vrednosti (primarno tržište dugoročnih hartija od vrednosti) vrši ili neposredno, ili na nacionalnom odnosno međubankarskom tržištu. Ali ako je neka dugoročna hartija od vrednosti (na primer, deonica) prodana na pri-

marnom tržištu a potom putem banke uvedena i u sekundarno tržište, onda se prodaja druge serije te iste deonice (prva prodaja) vrši preko berze.

Berza ne može imati u posedu hartije od vrednosti kojima se trguje na berzi, niti ih sama može kupovati ili prodavati. Cena dugoročne hartije od vrednosti utvrđuje se na slobodnoj, javnoj aukciji (licitaciji) sučeljavanjem ponude i tražnje svake pojedine hartije od vrednosti kojom se trguje na berzi. Zbog koncentracije ponude i tražnje hartija od vrednosti na jednom mestu (na berzi) i u isto vreme (u vreme licitacije) realno se utvrđuje na bazi odnosa ponude i tražnje, cena hartija od vrednosti, što znači da je jedna od funkcija berze vrednovanje dugoročnih hartija od vrednosti po objektivnim tržišnim kriterijumima. Druga funkcija berze sastoji se u tome što ona stvara kontinuirano likvidno tržište dugoročnih hartija od vrednosti. Naime, kupovina dugoročnih hartija od vrednosti za kupca (investitora) predstavlja dugoročno ulaganje, ali prodajom te dugoročne hartije od vrednosti na berzi on dolazi do gotovine (konvertuje dugoročnu hartiju u gotovinu i dabome dobija najlikvidniji oblik sredstava). To je za investitore veoma povoljno jer svoja dugoročna ulaganja u dugoročne hartije od vrednosti može uvek mobilisati u gotovom ako to zahteva održavanje njegove likvidnosti i upravo zbog toga investitori rado ulažu u dugoročne hartije od vrednosti. Osim toga, kontinuirano likvidno tržište dugoročnih hartija od vrednosti je bitno i za izdavaoca dugoročnih hartija od vrednosti. Naime, ako je određenog izdavaoca njegova deonica uvedena u berzu, druga i svaka naredna serija te deonice i u prvoj prodaji prodaje se lako jer ona kotira na berzi, pa je investor (kupac) svestan da može sigurno tu kupljenu deonicu lako prodati i

61 Marijan Hanženković: Citirani opus, str.29.

doći do gotovine, otuda će investitori radije kupovati te deonice nego druge deonice koje se ne kotiraju na berzi. S druge strane, nova serija deonica (deonice mladice) najčešće će se na berzi prodavati iznad nominalne vrednosti jer je tržišna cena starih deonica viša od nominalne vrednosti. To izdavaocu deonica, videli smo ranije, donosi premiju, kapitalni (emisioni) dobitak koji je trajni izvor finansiranja a uz to besplatan jer se na njega ne plaća dividenda. Treća funkcija berze jeste javna promocija uspešnih preduzeća. Naime, rast cena deonica na berzi određenog preduzeća iskazuje trend rasta toga preduzeća i rast njegovog neto dobitka. Ta javna promocija preduzeća kao uspešnog olakšava mu prodaju narednih serija deonica radi prikupljanja deoničarskog kapitala za dalji rast i razvoj, što nije slučaj sa preduzećem čije deonice ne pokazuju rast vrednosti na berzi. Najzad, poslednja funkcija berze jeste u tome što ona predviđa i anticipira uspešnost poslovanja. Naime, iskustvo i istraživanja koja su vršena u nekim zemljama pokazala su da pad tražnje dugoročnih hartija od vrednosti a time i pad njihovih cena određenog preduzeća prethodi njegovom debaklu, a rast takvih dugoročnih hartija od vrednosti a time i rast njihovih cena određenog preduzeća prethodi bumu tog preduzeća, što je veoma bitno jer se iz neprofitabilnih preduzeća povlači kapital i ulaže u profitabilna. Isto tako, kretanje prosečnog ponderisanog indeksa kursa deonica izabrane grupe preduzeća, o kome će kasnije još biti reči, uzima se kao dobar indikator opšteg privrednog kretanja u zemlji, što je bitno za vođenje ekonomske politike.

2.8.2. Tipovi berzi efekata

U pogledu organizacije razlikuju se tri tipa berzi: engleski, francuski i mešoviti.⁶²

Berza engleskog tipa. Berze engleskog tipa su organizovane kao deoničarska društva od strane članova berze. Njihova je karakteristika što nisu pod direktnom neposrednom kontrolom države i što imaju veoma stroge uslove i pravila za prijem u članstvo. Broj članova berze je fiksiran, prijem na upražnjeno mesto vrši se koptiranjem. Banke i druge finansijske organizacije ni pod kojim uslovima ne mogu biti članovi berze. Toga tipa su berze u Engleskoj i SAD, a među njima najznačajnije su dve:

- Londonska berza (Stock Exockt) potiče još sa početka 19. veka. Ima oko 4.600 pojedinačnih članova koji potiču iz oko 400 firmi. Berzom upravlja Savet, koji ima 36 članova od kojih 35 biraju članovi berze a jedan je predstavnik centralne banke (Bank of England) ali bez prava glasa.

- Njujorška berza (New York Stock Exchange) osnovana je 1817. godine, ima 1.366 članova koji su organizovani u oko 604 posredničke firme (brokerske i dilerske firme). Uprava je u rukama Odbora guvernera koga bira skupština berze. Član Odbora guvernera je i predsednik berze, koga bira Odbor, ali ne sme da bude član nijedne firme članice, niti se ma na koji način sme baviti berzanskim poslovima.⁶³

Francuski tip berze. Osnovna odlika ovih berza što one rade pod neposrednom kontrolom države, a imaju karakter javnih preduzeća i što banke, kao i kod engleskog tipa, ne mogu biti članovi berze. Tako, na primer, članove Pariske berze postavlja ministarstvo finansija. Oni svake godine na skupštini biraju Sindikalnu komoru od 8 članova, od kojih je jedan predsednik. Sindikalna komora upravlja berzom. Ovakav tip berza razvijen je u romanskim zemljama — Francuskoj, Italiji, Španiji i Portugaliji.

Mešoviti tip berza. Glavna karakteristika ovih berza je što je država zastupljena u samoj

⁶² Dr Miloš Vučković: *Bankarstvo*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1960, str. 302.

⁶³ Marijan Hanžeković: citirani opus, str. 40, 52.

upravi berze i što banke mogu da budu članovi berze. Kod ovih berza broj mesta članova berze nije ograničen. Takav tip berza je razvijen u Nemačkoj, Švajcarskoj i Austriji.

2.8.3. Način rada berze efekata

Uvođenje dugoročnih hartija od vrednosti na berzu. Po kriterijumu kotiranja na berzi postoje dve vrste dugoročnih hartija od vrednosti:

- hartije od vrednosti koje se ne kotiraju na berzi i
- hartije od vrednosti koje se kotiraju na berzi.

Hartije od vrednosti koje se ne kotiraju na berzi su one za koje nisu ispunjeni uslovi u pogledu boniteta da se uvedu na berzu. Takvim hartijama od vrednosti trguje se mimo berze s tim što se i ta trgovina obavlja oko berze, pa se često kaže da je to crna berza. Inače, uobičajeni su nazivi: trgovanje iza kulisa, trgovanje na ulici, pločniku ili slično jer se ta trgovina zaista obavlja na takvim mestima. Jedino u Njujorku postoji zvanična berza hartija od vrednosti koje nemaju bonitet, koja ima svoju zgradu (Curb Srock Exchange), ali je i ona dugo egzistirala na ulici. Ta berza ima svoje članove, radi svakog dana i objavljuje kursnu listu efekata koji se kotiraju na njoj.

Kod dugoročnih hartija od vrednosti koje se kotiraju na berzi, opet, postoje dve vrste: hartije od vrednosti koje je izdala država ili uža teritorijalno-političke zajednica ili je država garant hartija od vrednosti i hartije od vrednosti koje su izdala preduzeća, banke ili ma koji drugi pravni subjekt. Hartije od vrednosti koje je izdala država, hartije od vrednosti za koje je garantovala država i hartije od vrednosti koje su izdale uže teritorijalno-političke zajednice prihvataju se za kotiranje na berzi bez ikakve provere. Samim podnošenjem te hartije od vrednosti automatski se uključuju u tzv. listing, tj. registar hartija od vrednosti koje se kotiraju na berzi, koji dakako vodi berza, i uključuje se u kursnu listu berze.

Dugoročne hartije od vrednosti koje su izdala preduzeća, banke i drugi pravni su-

bjekti podležu proverbi boniteta, pri čemu je ta provera vrlo rigorozna sa ciljem da se zaštite kupci od prevare i gubitaka. Tako u SAD te hartije od vrednosti prethodno se moraju registrovati kod posebne državne komisije koja je na osnovu posebnog zakona obrazovana posle sloma na berzama 1929. godine. U Engleskoj odobrenje za izdavanje dugoročnih hartija od vrednosti daje Ministarstvo finansija. I u drugim zemljama, naravno, postoji državna kontrola dugoročnih hartija od vrednosti za njihovo kotiranje na berzi. Osim toga, svaka berza ima i svoje posebno telo (na primer, odbor) koje ceni bonitet dugoročnih hartija od vrednosti i direktno odlučuje o uključivanju dugoročne hartije od vrednosti u listing berze. To telo proverava da li je dobijena saglasnost za izdavanje dugoročne hartije od vrednosti, ali i samo proverava bonitet na osnovu dokumentacije priložene uz prospekt za kotiranje dugoročne hartije od vrednosti. Ta dokumentacija, po pravilu, obuhvata:

- bilans, ponekada za poslednjih pet godina,
- ocenu bilansa od strane revizora,
- nominalni iznos dugoročnih hartija od vrednosti i njihov broj, u kojem broju se emituju,
- cilj emisije dugoročnih hartija od vrednosti,
- kod obveznica rokove i način amortizacije (vraćanje glavnice) i visinu kamatne stope, način obezbeđenja ako su obveznice izdate sa zalogom ili garancijom,
- podatke o upravi preduzeća i sl.

Na osnovu te dokumentacije, iz koje su neki podaci štampani i u samom prospektu, ceni se kreditni bonitet izdavača, pri čemu se obraća posebna pažnja na visinu sopstvenog kapitala kao garantne supstance, kao i na finansijsko stanje (finansijski položaj) i finansijski rezultat, ali i na opšte izgleda za napredak i razvoj preduzeća. Za prihvatanje konotacije dugoročne hartije od vrednosti na berzi prvi je uslov pozitivna ocena boniteta a drugi-broj emitovanih dugoročnih hartija od vrednosti. Naime, berze svojim pravilima o trgovanju efektima na njima propisuju donju

granicu broja emitovanih hartija od vrednosti koju izdavalac, pored boniteta, mora ispuniti ako želi da se njegova hartija od vrednosti kotira na berzi.

Nalozi za prodaju i kupovinu dugoročnih hartija od vrednosti. Ove naloge daju klijenti svojim posrednicima. U nalogu su bitne tri stvari:

- veličina naloga,
- rok izvršenja naloga i
- ograničenje cena.

Veličina naloga. Nalogom klijent određuje koju količinu (naravno i vrstu) dugoročnih hartija od vrednosti želi da proda, odnosno kupac da kupi. Budući da se na berzama trguje, po pravilu, sa svežnjem istovrsnih hartija od vrednosti (lot), kada posrednik primi nalog limitiranog lota, on skuplja pojedinačne naloge klijenata, formira lot i tada izlazi na berzu.

Rok izvršenja naloga. U nalogu klijent određuje vreme izvršenja naloga. To vreme može da bude — promptno (odmah) ili terminsko (za nedelju, mesec na primer), ali može da bude i otvoreno (bez roka) ili do opoziva.

Ograničenje cene. Ograničenja cene u nalogu mogu da budu različita.

- Klauzula u nalogu „pod najpovoljnijim uslovima“ znači da se u ostavljenom roku za izvršenje naloga proda po najvišoj ceni, odnosno da se kupi po najnižoj ceni.
- Klauzula u nalogu sa limitiranom cenom. U ovom slučaju klijent prodavac označava donju granicu cene po kojoj prihvata prodaju. Posrednik realizuje taj nalog onog trenutka kada prodajna cena na berzi dostigne tu donju granicu ili višu od nje. Na drugoj strani, klijent kupac određuje gornju granicu cene po kojoj prihvata kupovinu. Posrednik realizuje taj nalog na berzi onog momenta kada cena dostigne tu donju granicu ili nižu od nje.

Pri izdavanju naloga klijenata kupaca kupac mora da doznači maržu posredniku. Visina te marže kreće se od 40 do 100% od vrednosti dugoročnih hartija od vrednosti iskazanih u nalogu. Visinu marže određuje država (u SAD- Federalne rezerve koje imaju funkciju centralne banke). Cilj ove marže je dvostruk:

- da se utiče na obim kupoprodaje na berzi; ako se želi smanjiti obim, marža se povišava, ako se želi povećati obim, marža se snižava, i
- da se zaštite posrednici od eventualne nemogućnosti kupca da plati dugoročne hartije od vrednosti kupljene za njega.

Učesnici na berzi efekata. Učesnici na berzi su lica koja imaju dozvolu od odgovarajućeg organa berze za trgovanje dugoročnim hartijama od vrednosti na berzi. Prema tipu berze i načinu organizacije berze, svi učesnici na berzi mogu se svrstati u tri osnovne grupe:

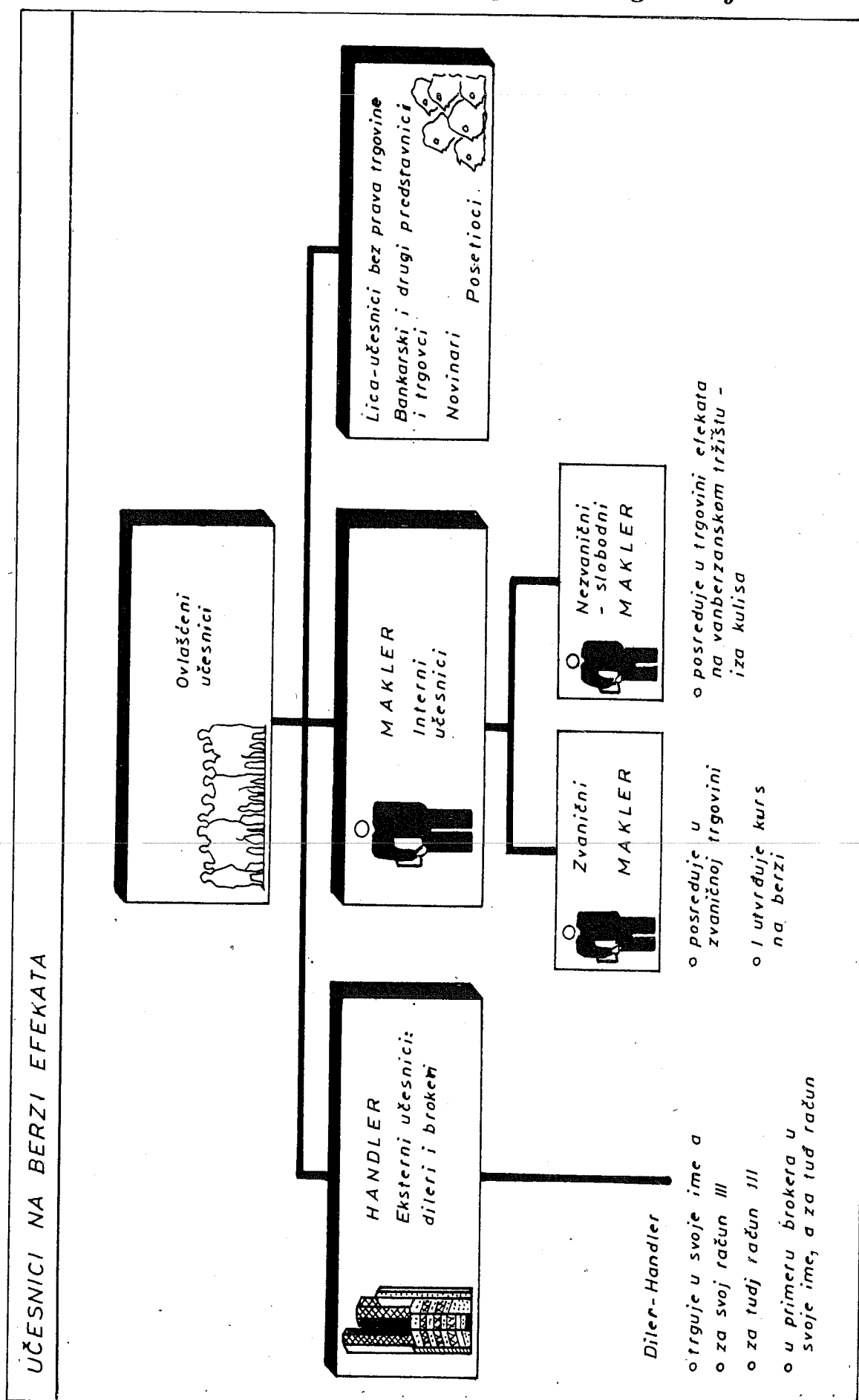
- berzanske posrednike ili mešetare, koji se na engleskom zovu brokeri, nemačkom makleri ili senzali, francuskom courteri, a svi oni čine prvu grupu tzv. internih učesnika na berzi efekata,
- berzanske trgovce koji se u Americi zovu dilerima, u Londonu brokerima, odnosno jobberima, u Nemačkoj handlerima, koji su, u principu, predstavnici banaka, investicionih trustova i svih drugih posredničkih institucija na tržištu kapitala, a svi čine drugu grupu tzv. eksternih učesnika na berzi efekata, i
- ostale učesnike na berzi efekata bez ovlašćenja za trgovanje dugoročnim hartijama od vrednosti (predstavnici banaka u engleskom i francuskom tipu banaka, novinari i druga publika).⁶⁴

Uobičajeno je da se prva i druga grupa nazivaju ovlašćenim učesnicima jer, u suštini, oni kupuju i prodaju dugoročne hartije od vrednosti na berzi.

Grafički je to prikazano na šemi na sledećoj strani.⁶⁵

⁶⁴ Dr Života Ristić: *Tržište kapitala*, „Privredni pregled“, Beograd, 1990, str. 190.

⁶⁵ Grafikon preuzet iz materijala za predavanje gospodina Albickera iz Frankfurta, održano u Beogradu 10.3.1990.godine.



Licitiranje dugoročnih hartija od vrednosti. Sama prodaja dugoročnih hartija od vrednosti na berzi obavlja se putem licitacije (aukcije). To se vrši, po pravilu, svakog radnog dana, na tačno određenom mestu (sali, često se kaže na parketu da bi se napravila razlika između ovog javnog i onog crnog tržišta koje se obavlja, videli smo, na ulici, pločniku ili u kulisi) i u tačno određeno vreme (obično oko podne, sa ciljem da se do tog termina obavi trgovanje „u sebi“ i srede nalozi za prodaju i kupovinu sa kojima se izlazi na berzu). Po tehnologiji rada licitiranje može da bude klasično (izvikivanjem) i elektronsko.

Kod klasičnog licitiranja rukovodilac kotacije za svaku vrstu efekata na tabli ispisuje početnu cenu i poziva ovlašćene učesnike da saopšte ponudu, odnosno tražnju. Ovlašćeni učesnik koji prodaje jasno izvikuje: „*Prodajem*“ uz navođenje i količine (na primer, dva lota), a ovlašćeni učesnik koji kupuje jasno izvikuje: „*Kupujem*“, takođe uz navođenje količine. Ako su ponuda i tražnja u najvećem stepenu usaglašene, rukovodilac kotacije zaključuje dalje licitiranje tog efekta. Ako je tražnja veća od ponude, rukovodilac kotacije postepeno povećava početnu cenu i kada se ponuda i tražnja usaglasa po ceni, rukovodilac kotacije zaključuje dalje licitiranje. Obrnuto, ako je ponuda veća od tražnje, rukovodilac kotacije postepeno smanjuje početnu cenu i kada se ponuda i tražnja usaglasa, rukovodilac kotacije zaključuje dalje licitiranje.

Kod elektronskog licitiranja sve se radi sa elektronskim uređajima, u potpunoj tišini, preko ekrana. Postupak je isti kao i kod klasičnog licitiranja, osim što se početna cena ispisuje na ekranu. Zatim ovlašćeni učesnik koji prodaje ispisuje količinu koju prodaje a ovlašćeni učesnik koji kupuje ispisuje količinu koju kupuje. Potom sledi usaglašavanje ponude i tražnje i zaključenje licitacije kao i kod klasične licitacije, ali naravno ovde sve u tišini.

Zaključivanje i realizacija posla. Nakon održane licitacije ovlašćeni učesnik koji je prodao i ovlašćeni učesnik koji je kupio određene dugoročne hartije od vrednosti prave zaključnicu o kupoprodaji. Prema roku realizacije (izvršenja) zaključenog posla razlikujemo dve grupe poslova:

- Prvu grupu čine promptni poslovi (kasa poslovi), što znači da se realizuju odmah po zaključnici. Prodavac predaje prodate efekte a kupac ih plaća. Ta transakcija se obavlja (likvidira), po pravilu, sutradan.
- Drugu grupu čine terminski poslovi, što znači da se u zaključnici utvrđuje termin (rok) kada će se oni izvršiti (likvidirati), tj. kada će prodavac predati kupljene efekte a kupac platiti protivvrednost. Razmak između datuma zaključka i izvršenja na pojedinim berzama je različit (sredina meseca — medio, kraj meseca — ultimo ili za mesec dana).

Na terminskim poslovima se često prave špekulacije, o čemu će biti reči u narednom odeljku.

Formiranje kursne liste. Kursnu listu dugoročnih hartija od vrednosti prodatih na berzi utvrđuje posebna komisija. Osnov za utvrđivanje kursne liste su dnevni ovlašćenih učesnika, berzanske knjige i tablice u kojima se evidentiraju svi nalozi za ponudu i tražnju i realizacija tih naloga za svaku dugoročnu hartiju od vrednosti. Komisija je ovlašćena da u kursnoj listi ne iskazuje ekstremno niske i ekstremno visoke cene pojedinih dugoročnih hartija od vrednosti. Sadržina podataka u kursnoj listi razlikuje se od berze do berze. Karakteristika svih kursnih lista je da nose tačnu oznaku sata i dana kada je i gde obavljena kupoprodajna transakcija. Za svaku pojedinačnu dugoročnu hartiju od vrednosti navodi se izdavalac, vrsta, dnevni kurs, najveći i najniži kurs u poslednjih 12 meseci, obim prometa, razlika kursa u odnosu na prethodni dan i sl. Kurs se iskazuje ili u procentu, ili u apsolutnoj vrednosti. Ove kursne liste često sadrže i niz drugih podataka i znakova koji su, naravno, nerazumljivi širokoj

publici. Osim toga, neke berze u kursnim listama daju i neke podatke o izdavaocu dugoročne hartije od vrednosti. Tako, na primer, Londonska berza kod deoničarskih društava iskazuje tržišnu vrednost deonice u odnosu na profit deoničarskog društva u određenom razdoblju (što se označava znakom P/E) i zarada u postotku od nominalne vrednosti deonice (što se označava Yield, Yld).

Kursna lista se javno publikuje, obično u posebnim finansijskim publikacijama. One služe kao informacija o kretanju ponude i tražnje i o ceni na berzi pojedinih vrsta dugoročnih hartija od vrednosti, koje koriste svi potencijalni kupci i prodavci, a naročito se koriste na nacionalnom tržištu (trgovanje „u sebi“).

Osim prethodno opisanih kurseva, neke berze objavljuju prosečni kurs deonica određene grupe velikih preduzeća, koji se izražava indeksom. Najpoznatiji je Dow-Jonesov indeks Njujorške berze. Po određenoj metodologiji utvrđen je još 1897. godine i označen sa 100. Od te godine svakog dana, na osnovu berzanskih podataka, utvrđuje se novi indeks. Najniži je bio 42,22 na dan 2.7.1932. (doba velike ekonomske krize) a najviši 2.722,42 na dan 25.1.1987. godine.⁶⁶ Ovaj i sličan njemu indeksi veoma ozbiljno se uzimaju kao sintetički indikator pada konjunktura (kad indeks pada) odnosno rasta konjunktura (kada indeks raste). Zato te indekse objavljuju ne samo finansijske publikacije, već, često, i dnevni listovi.

Klirinške kuće (Clearing House). Pri svakoj berzi organizovano je obračunsko mesto (klirinška kuća). U klirinškoj kući svi mešetari imaju svoje račune preko kojih se vrši obračun kupoprodajnih transakcija obavljenih na berzi. U klirinškoj kući mešetari i trgovci drže i svoje hartije od vrednosti, što

često omogućava, da i posle prodaje hartija od vrednosti ostaju u klirinškoj kući, preknjižavaju se samo sa računa prodavca na račun kupca. Taj način poslovanja omogućuje da se određene dugoročne hartije od vrednosti ne štampaju, već se registruju u posebnim knjigama i diskovima, memoriji, naravno, sa svim elementima i brojevima, a u klirinškoj kući pri njihovoj kupoprodaji prebacuju se takođe sa računa prodavca na račun kupca. To je, naravno, moguće ako se te hartije od vrednosti prodaju isključivo na određenoj berzi. Time se štede troškovi štampe i troškovi prenosa i sprečava mogućnost gubljenja dugoročnih hartija od vrednosti.

2.8.4. Berzanski špekulativni poslovi

U osnovi postoje dve vrste špekulativnih berzanskih poslova: špekulacija na prolongiranju i špekulacija na kursovima.⁶⁷

2.8.4.1. Špekulacija na prolongiranju

Špekulacija na prolongiranju odvija se u okviru terminskih rokova likvidacije zaključka. U igri su lice koje ima prvoklasan bonitet i eventualno banka čije je to lice klijent.

- Klijent banke kupuje na berzi određenu količinu dugoročnih hartija od vrednosti (najčešće deonica) koje je emitovalo neko preduzeće dobre poslovne i finansijske reputacije. Cilj mu je da ih u kratkom terminu proda (na primer, za dve nedelje) u nadi da će do tada skočiti njihov kurs i da će na taj način ostvariti zaradu u visini razlike između prodajnog i kupovnog kursa. Dakle, kupovina je izvršena isključivo radi zarade po osnovu razlika u kursu, a ne radi ostvarenja dividende i sticanja prava upravljanja. Ako kurs kupljenih deonica u ostavljenom terminu zaista skoči, klijent banke će ih prodati i ostvariti zaradu na razlici u kursu. Međutim,

⁶⁶ Marijan Hanžeković: citirani opus, str. 30.

⁶⁷ Dr Miloš Vučković: citirani opus, str. 307.

često se događa da u očekivanom terminu kurs nije porastao ili je čak pao, a klijentu banke je neophodna gotovina jer je tu kupovinu finansirao iz kratkoročnih obaveza koje su u međuvremenu dospele za plaćanja, zbog toga klijent se obraća banci za kredit. Banka prihvata da dâ kredit klijentu uz zalog kupljenih deonica od strane njenog klijenta do visine vrednosti tih deonica računata na bazi cene po kojoj ih je kupio klijent uz uslov: da klijent kupi od banke ponovo založene deonice, ako do utvrđenog roka ne vrati kredit, ali ako on to ne učini, banka će prodati založene deonice a klijent se obavezuje da banci nadoknadi eventualni gubitak usled prodaje po nižem kursu i da banci plati proviziju koja se naziva report (*report* = prenos). Otuda se u banci ovakvi poslovi nazivaju reportni poslovi.

Za klijenta je to kredit za prolongiranje špekulacije, a za banku založni kredit za punu 100% vrednost. Ako zaista dođe u roku dospeća kredita (koji je veoma kratak-dve do četiri nedelje) do skoka kursa deonice, klijent će prodati deonicu na berzi uz terminsku realizaciju posla do roka dospeća kredita kod banke. Klijent će naplatiti prodajnu cenu od kupca, otkupiti od banke založene deonice po ceni po kojoj su založene, preneti ih kupci i platiti report banci ostvarujući pri tome zaradu na razlici u ceni, odnosno kursu.

Banke prihvataju ove reportne poslove jer na vrlo kratak rok plasiraju gotovinu, angažman je likvidan i pokriven dobro kotirajućom deonicom, a uz sve to klijent banke mora da bude besprekorno kreditno sposoban.

2.8.4.2. Špekulacija na kursovima

Špekulacija na kursovima takođe se odnosi na terminske poslove. Predmet špekulacije su prvoklasne dugoročne hartije od vrednosti čiji su izdavaoci sa visokom reputacijom, visokim sopstvenim kapitalom, a ovim poslovima se bave samo visoki profesionalci

koji poznaju sve tajne berzanskog poslovanja. U pitanju su četiri vrste ovih poslova.

Fiksni posao. Suština ovog posla je u tome što prodavac i kupac potpišu zaključak da će u jednom unapred utvrđenom roku prodavac isporučiti a kupac preuzeti određenu količinu dugoročnih hartija od vrednosti po utvrđenom kursu. Na dan dospeća tog roka do isporuke ne dolazi, već se samo plaća razlika između kursa na dan izvršenja zaključka i kursa utvrđenog u zaključku.

Premijski posao. Suština ovog posla je u tome što se pravi terminski zaključak po određenom kursu kao i kod fiksnog posla, pri čemu se ugovara određeni iznos po dugoročnoj hartiji od vrednosti koji će kupac platiti prodavcu ako odustane od posla, odnosno koji će prodavac platiti kupcu ako odustane od posla. Cilj ovog posla je da se rizik i kupca i prodavca ograniči unapred ugovorenim diferencijom za slučaj da kurs papira padne ili poraste preko ugovorenog iznosa marže.

Stelaža Ovaj posao sastoji se u tome što kupac pri terminskom zaključku unapred plaća premiju prodavcu, pri čemu ima pravo da bira ili da određenu količinu dugoročnih hartija od vrednosti preuzme po višem kursu, ili da je isporuči po nižem kursu, ali se od posla ne može odustati. Stelaže se izražava u vidu razlomka. Tako, broj 110/90 znači pogodbu o roku. Kupac može da se izjasni da li će papire kupiti po kursu od 110 ili će ih prodavati po kursu od 90. Ako pretpostavimo da kurs određenog papira u trenutku zaključka iznosi 100, onda je jasno šta se sa stelažom postiže: to da kupac u isto vreme i istim parama igra i na povišenje i na pad. Poviši li se kurs o roku na 120, onda ih on kupuje od saugovarača po 110 i prodaje nekom trećem po 120 i tako realizuje 10 poena (razume se, po odbitku provizije stelaže). Padne li, pak, na 80, on ih kupuje po toj ceni i isporučuje svome partneru po 90 zarađujući opet 10 poena. Kod stelaže je glavno ta-

čno predvideti i odrediti donje i gornje limite po kojima će kurs skočiti ili pasti, jer kupac samo u tom slučaju može dobiti. Prodavac stelaže, pak, pored provizije koju je u svakom slučaju dobio, može, naprotiv, postići zaradu samo ako stvarno kurs ne iziđe iz limitnih granica. Tako, ako stvarno kurs na limitu bude 105, on zarađuje 5 poena jer ih prodaje po 110, a ako padne na 93, on zarađuje 3 poena jer mu ih njegov partner mora prodati po 90.⁶⁸

Repetiranje i optiranje za „još“. Kupovina sa opcijom za „još“ je fiksna kupovina na određeni termin s pravom kupca da u terminu udvostruči ili utrostruči količinu. Ovu opciju kupac stiče na osnovu specijalno plaćene provizije za to. Kupac ovu opciju koristi samo ako na dan termina kurs ugovorenog efekta poraste, jer se opcija za „još“ realizuje po kursu iz zaključka. Prodavac gubi ako kurs pređe ugovoreni, a dobija ako ne pređe na specijalnoj proviziji i na kursu ako je stvarni kurs niži od ugovorenog.

2.9. Jugoslovensko tržište kapitala

2.9.1. Opšte sadašnje karakteristike jugoslovenskog tržišta kapitala

Trgovanje kapitalom pretpostavlja postojanje kapitala i razvijenost finansijske infrastrukture za trgovanje kapitalom. Na žalost, u Jugoslaviji te pretpostavke nisu ostvarene. Tome su brojni razlozi. Pomenućemo, po našem mišljenju, glavne, kažemo pomenuti jer se ova knjiga ne bavi kritičkom analizom razvoja i finansiranja jugoslovenskog privrednog sistema. Knjiga ima sasvim druge ciljeve i namenu, ali da bismo došli do opisivanja jugoslovenskog tržišta kapitala, prinuđeni smo da kažemo, u najkraćim mogućim naznakama, zašto je jugoslovensko tržište kapitala nerazvijeno, zašto je tek u povoju.

U čitavom poratnom razdoblju jugoslovenska privreda posluje u netržišnom ambijentu. Ono malo što je bilo u početnom obliku tržišta roba i usluga bilo je ograničeno ekonomskom zatvorenosti federalnih jedinica, netržišnim sistemom primarne raspodele, nekonzistentnim i različitim fiskalnim sistemom u pojedinim federalnim jedinicama. Razumljivo je da u netržišnom ambijentu nije moguće razviti ni tržište kapitala. I ne samo to. U netržišnom ambijentu nije moguće ni kapital stvoriti, jer osnovni kriterijum ulaganja kapitala u takvom ambijentu nije uvećanje kapitala, uz to bez tržišne konkurencije nije moguće ni valorizovati ulaganja sa stanovišta uvećanja kapitala. Naime, kapital je uvek ograničen resurs i ako se taj ograničeni resurs ne ulaže s najvećom mogućom stopom prinosa, on ne raste i time se još više ograničava predmet sa kojim se trguje na tržištu kapitala, ograničava se kapital. Na drugoj strani, u jugoslovenskom privrednom sistemu kapital je društvena svojina, dakle, bez vlasnika, titulara, pa otuda i bez investitora koji nudi kapital na tržištu kapitala. U takvim okolnostima preduzetnik nije imao pravog vlasnika pred kojim polaže račun o uspehu i neuspehu preduzeća. Uz to, punih petnaest godina važio je sistem u kome preduzetnik nije mogao ostati na preduzetničkoj funkciji u istom preduzeću više od četiri godine (a samo izuzetno osam) a kriterijum za dobijanje preduzetničke funkcije bio je lojalnost prema samoupravnom sistemu a ne preduzetnička sposobnost. Čovek se uvek prilagođava datom ambijentu, datoj situaciji i otuda, budući da jugoslovenski preduzetnik nije imao vlasnika kapitala pred kojim polaže račun o uspehu i neuspehu preduzeća, da mu je preduzetnički mandat kratak i strogo ograničen, da za dobijanje preduzetničke funkcije nije osnovni kriterijum preduzetnička sposo-

⁶⁸ Dr Miloš Vučković: citirani opus 308.

bnost i preduzetničke ideje, već lojalnost samoupravnom sistemu, preduzetnička uloga, koja je u tržišnom ambijentu nezamenljiva, nije objektivno mogla doći do izražaja u području uvećanja kapitala.

Usled izuzetno visoke društvene režije, koja je svojstvena samoupravnom sistemu, jer taj sistem zahteva izrazito visoku razvijenost strukture samoupravljanja i društvene nadgradnje uopšte na svim nivoima rada i života, veliki deo dohotka je trošen za pokriće društvene režije, dabome, na štetu uvećanja kapitala.⁶⁹

Zemlja je ogroman kapital pribavila u inostranstvu i zanemarujući retke izuzetke, koji se mere promilima u odnosu na ukupno zaduženje, isključivo na kreditnoj osnovi.

Stanje jugoslovenskog duga prema inostranstvu je:⁷⁰

Godina	Mil.dolara
1980.	18.395
1981.	20.168
1982.	20.260
1983.	20.501
1984.	20.191
1985.	19.891
1986.	20.591
1987.	21.961
1988.	20.220
1989.	18.569
VI.1990.	17.452

Usled nedostatka tržišnih kriterijuma za alokaciju ulaganja taj se kapital nije oplodio, a budući da je bio na kreditnoj osnovi, vlasnici kapitala, dabome, nisu snosili posledice tog neefikasnog ulaganja; njima se mora vratiti glavnica i platiti kamata, tako da je ceo taj teret neefikasnosti ulaganja tog kapitala pao na jugoslovensku privredu. I ne samo to.

Usled enormno visoke inflacije, koja je kulminirala 1989. godine dostigavši indeks od 2.745 (cena na malo decembar 1989/decembar 1988)⁷¹ jugoslovenska privreda trpi ogromne inflatorne gubitke na dugovima prema inostranstvu (negativne kursne razlike) i time, dakako, smanjuje neto dobitak, odnosno uvećanje sopstvenog kapitala. Na drugoj strani, negativne kursne razlike i uvozne cene koje rastu usled depresijacije dinara enormno podižu troškove privrede, što podstiče razvoj inflatorne spirale troškovnog tipa, a to povratno deluje ne samo na uvećanje inflatornih gubitaka već i na smanjenje realne vrednosti sopstvenog kapitala.

Za ilustraciju opisanog ambijenta biće dovoljno samo nekoliko podataka sa područja finansijskog položaja jugoslovenske privrede:

- Realna vrednost sopstvenog (društvenog) kapitala jugoslovenske privrede krajem 1989. godine u odnosu na kraj 1988. godine bila je manja za 22,5%. To prvenstveno znači da jugoslovenska privreda iz svog kapitala može kupiti manje roba i usluga za 22,5%, skoro za 1/4. Pri takvom stanju realne vrednosti sopstvenog kapitala postoje samo dve mogućnosti: ili smanjiti obim proizvodnje ili poslovanja u fizičkom smislu za procent realnog smanjenja vrednosti sopstvenog kapitala, ili se dodatno zadužiti u apsolutnom iznosu za iznos realnog smanjenja sopstvenog kapitala, ali gde se zadužiti kada niko kapitala nema?

- Učešće sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi krajem 1989. godine bilo je 54,61%, a u visokoj inflaciji, odnosno hiperinflaciji, normala je preko 61%.⁷²

- Koeficijent finansijske stabilnosti jugoslo-

69 Primera radi, u jugoslovenskoj privredi u 1989. godini izdvajanje za društvenu režiju iz dohotka privrede bilo je 43,5%. Izvor: Služba društvenog knjigovodstva Jugoslavije, Osnovni finansijski rezultati poslovanja pravnih lica iz privrede za 1989. godinu.

70 Izvor: Narodna banka Jugoslavije, *Bilten* br. 9/83, 11/86, 12/86, 9/90

71 Savezni zavod za statistiku, „Indeks“, br. 3/90.

72 Hans Janberg: *Finansirungshandbuch*, Gabler, Wiesbaden, 1964., str. 69. i 144.

venske privrede krajem 1989. godine je 1,25, a nominalna je 1 ili manje od 1.

- Jugoslovenska privreda imala je krajem 1989. godine negativan obrtni fond (neto obrtna sredstva), što znači da su osnovna sredstva i dugoročni plasmani bili pokriveni iz kratkoročnih izvora finansiranja u visini negativnog obrtnog fonda i uz to iz kratkoročnih izvora finansiranja pokrivena su ukupna obrtna sredstva, a normala je da se sva osnovna sredstva, dugoročni plasmani i trajna obrtna sredstva pokrivaju iz sopstvenog i dugoročnog kapitala.

- Najzad, u 1989. godini u jugoslovenskoj privredi gubitak je bio veći od akumulacije za 2,2 puta, što znači da je cela privreda u neto gubitku.⁷³

U opisanoj situaciji nije nikakvo čudo što je Jugoslavija izrazito oskudna sa kapitalom i što je nacionalni dohodak po glavi stanovnika izrazito nizak (oko 2.500 dolara). Sva jugoslovenska pravna lica jednostavno nemaju kapitala ni za sebe a kamoli za ponudu na tržištu kapitala. Ono malo akumuliranog i direktno neuloženog kapitala nalazi se u rukama stanovništva (građana), pri čemu je 4/5 devizna štednja. Budući da su preduzeća bila isključivo društveno vlasništvo, građani nisu ni mogli svoj kapital stečen štednjom, odnosno odloženom potrošnjom uložiti u preduzetništvo, a s obzirom na stalno i enormno obezvređivanje dinara zbog inflacije, oni su našli racionalno rešenje — štednja u devizama. Budući da se taj kapital posredstvom banke ulagao u privredu, a videli smo već da nije bilo gotovo nikakve oplodnje kapitala u privredi, on nije uvećavao kapital privrede, on je smanjivao neto dobitak privrede a time i njen kapital po osnovu negativnih kursnih razlika na deviznu

štednju građana, koje su banke na ovaj ili onaj način morale preneti na preduzeća.

U 1989. godini započeta je privredna reforma koja ima za krajnji cilj da uvede privredu u celovit tržišni ambijent. U tu reformu privreda je, videli smo, ušla sa izrazito slabim finansijskim performansama. Kada se tome dodaju još i oštre reformske mere za prelazak na tržišni ambijent i izrazita politička nestabilnost, privreda je, objektivno, morala ući u duboku recesiju. To se i dogodilo sudeći po padu industrijske proizvodnje u prvih šest meseci 1990. godine za preko 10%.⁷⁴ Ta recesija, dakako, dodatno smanjuje uvećanje kapitala. U vezi sa ostvarenjem tržišnog ambijenta doneseno je mnogo zakona i zakonskih propisa. Mi ćemo se osvrnuti samo na one koji su bitni za kapital i njegovo tržište.

Zakonom o preduzećima stvorena je zakonska osnova za formiranje preduzeća svih oblika svojine primerenih tržišnom ambijentu i uz Zakon o društvenom kapitalu⁷⁵ uspostavljena je pravna podloga da se društvena preduzeća preobrate bilo u inokosna privatna preduzeća domaćih i stranih lica, bilo u deonička društva, bilo u mešovita preduzeća sa društvenim i privatnim (domaćim ili stranim) kapitalom. Naime, društveno preduzeće može da kupi domaće ili strano lice, pri čemu tržišna vrednost društvenog kapitala pripada specijalnom fondu za razvoj federalne jedinice; ono može da se preobrazi u mešovito preduzeće sa društvenim i privatnim kapitalom ako privatni kapital pribavi emisijom deonica, pri čemu se radnicima deonice prodaju sa popustom na teret društvenog kapitala, tako da postoji teorijska mogućnost da se društveno preduzeće u potpuno-

⁷³ Svi navedeni podaci uzeti su iz zbirnih završnih računa jugoslovenske privrede za 1989. godinu, Služba društvenog knjigovodstva Jugoslavije u Beogradu.

⁷⁴ Savezni zavod za statistiku, *Indeks*, 8/90

⁷⁵ „Službeni list SFRJ“ br. 77/88, 40/89, 84/89 i 16/90.

sti preobratu u deoničarsko društvo ako bi se njegov ukupan kapital potrošio za popust prodajne cene deonica. Očito je da je namera zakonodavca da se osnivaju nova preduzeća sa privatnim kapitalom i da se postojeća društvena preduzeća na neki od pomenutih načina preobrate ili u privatna inokosna preduzeća, odnosno u preduzeće kćer (putem kupovine društvenog preduzeća od strane privatnog lica ili holding kompanije) ili u mešovito preduzeće (putem kupovine običnih i preferencijalnih deonica koje bi izdalo društveno preduzeće), ili u čisto deoničarsko društvo (putem kupovine deonica sa popustom koje je izdalo društveno preduzeće). Tu šansu zasad jedino je iskoristio najveći deo banaka jednostavno preobraćajući dugoročne uloge svojih komitenata — preduzeća u deoničarski kapital i eventualnim pribavljanjem manjeg dela dodatnog deoničarskog kapitala putem prodaje emitovanih deonica, tako su te banke transformisane u deoničarska društva. Na drugoj strani, Zakonom o hartijama od vrednosti i Zakonom o tržištu novca i kapitala⁷⁷ stvoren je pravni osnov za trgovanje kapitalom.

Ne treba, međutim, po našem mišljenju, očekivati brze efekte primenom pomenutih zakona i time ostvarenje performansi za istinsko funkcionisanje tržišta kapitala u svim njegovim segmentima, odnosno oblicima. Razlozi tome su brojni, a mi ćemo pomenuti samo neke:

- Političke neprilike u našoj zemlji su velika brana za ulazak stranog kapitala u zemlju na osnovama vlasništva ili suvlasnika preduzeća, jer su izrazito visoki nekomercijalni rizici. Osim

toga, domaće tržište je u dobroj meri zatvoreno u okviru federalnih jedinica, fiskalni sistem razvijen po federalnim jedinicama je različit, često promenljiv i nekompatibilan fiskalnom sistemu konkurentskih zemalja, a i monetarna vlast je nedovoljno jaka.

- Privatni kapital, koga jedino nešto malo ima, razbijen je na milione držalaca (štediša) koji se jednostavno ne mogu okupiti da bi osnovali iole ozbiljnije preduzeće (sem malih individualnih ili ortačkih preduzeća i radnji u najvećem broju sitne ugostiteljsko-trgovačke branše) ili kupili društveno preduzeće. Za to nedostaju čuveni investicioni trustovi, svojstveni tržišno razvijenim zemljama, u koje bi u nekoj daljoj budućnosti, po našem mišljenju, eventualno mogli prerasti pomenuti fondovi za razvoj federalnih jedinica. I nije samo to prepreka ulaganja kapitala sitnih štediša u značajnija preduzeća, mada je ta prepreka ogromna, već i političke prilike su u zemlji danas takve da ne postoji ni minimum političko-pravne sigurnosti za iole ozbiljnije investiranje, a privredna recesija je duboka, što, dakako, visoko potencira ekonomske rizike investiranja.

- Po logici stvari, radi obezbeđenja gole egzistencije u opisanoj situaciji, radnici društvenih preduzeća trebalo bi da imaju najveći interes za kupovinu deonica „svog“ preduzeća, a objektivno nije tako. Najveći deo društvenih preduzeća su velika preduzeća. Već samim tim što su velika i uz to društvena, ona su prezaposlena, sa ogromnom režijom, najčešće sa visokim otvorenim a još više sa skrivenim gubicima i ni sa kakvim finansijskim položajem.⁷⁸

⁷⁷ „Službeni list SFRJ“, br. 64/89 i 29/90.

⁷⁸ Autor je u poslednjih deset godina imao priliku da godišnje, u proseku vidi 10-15 bilansa naših preduzeća. Od toga broja samo dva bilansa su koliko-toliko sa računovodstveno-finansijske tačke gledišta prihvatljiva, a ostali ne. Među njima bio je i jedan bilans uspeha koji nije iskazivao ama baš ni jednog dinara rashoda po osnovu troškova prodati proizvoda iako je preduzeće prodalo oko 100.000 tona sopstvenog proizvoda; rashodi su se sastojali samo od troškova finansiranja koji po propisima o bilansiranju nisu mogli biti uključeni u cenu koštanja i vanrednih rashoda, pri čemu je bilans uspeha opet iskazivao gubitak. Svi troškovi proizvodnje ostali su na zalihama završene i nezavršene proizvodnje tako da su otvoreni i skriveni gubici bili višestruko veći od sopstvenog kapitala.

Radnici su manje, više svesni toga, uz to ima ih u preduzeću mnogo zbog čega se međusobno svi ne poznaju, pa se na preduzetničkoj osnovi ne mogu ni okupiti. S druge strane, njihova primanja su veoma mala (u proseku jedva 100 nemačkih maraka) pa je odložena

potrošnja, koja se jedino može preobraziti u kapital i uložiti u deonice, nikakva. To su, po našem uverenju, razlozi zašto pomenuta logika „nije logična“. Ta logika može da bude prihvatljiva u manjim i srednjim preduzećima, ali vrlo teška u velikim.

*

*

*

Iz svega dosad rečenog, nadamo se, jasno je zašto nema kapitala a time ni tržište kapitala. Ono malo kapitala što je bilo plasirano je isključivo na kreditnoj osnovi ili u direktnom kontaktu preduzeća, ili posredstvom banaka, retko kada putem uloga trećeg lica, a nikako putem kupovine dugoročnih hartija od vrednosti sem spomenutih deonica banke 1990. godine, tek prvih začetaka osnivanja privatnih preduzeća na podlozi deoničarskog kapitala, izrazito malog kupovanja deonica prodatih u realno skromnom iznosu, dugoročnih obveznica Republike Srbije i veoma skromnim ulaganjem inostranih preduzeća na nekreditnoj osnovi. No svaki je početak težak i „nikad nije bilo da nikako nije bilo“. Stoga u narednom odeljku opisujemo početak i zamisao trgovanja dugoročnim hartijama od vrednosti.

2.9.2. Jugoslovenske berze dugoročnih hartija od vrednosti

Pravnu osnovu za institucionalno organizovanje berze dugoročnih hartija od vrednosti čine već pomenuti Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala i Zakon o hartijama od vrednosti. Prema tim zakonima, berze dugoročnih hartija od vrednosti osnivaju banke i druge finansijske organizacije, a odobrenje za početak rada berze daje Državna komisija za dugoročne hartije od vrednosti. Dugoro-

čne hartije od vrednosti kojim se može trgovati na berzi su:

- deonice (obične i preferencijalne),
- dugoročne obveznice i
- dugoročni sertifikati

uz uslov da je njihovo izdavanje odobrila Državna komisija za dugoročne hartije od vrednosti.

Ovo odobrenje Komisija daje na osnovu ocene kreditne sposobnosti izdavaoca dugoročnih hartija od vrednosti, tj. kreditnog boniteta koje priprema Služba društvenog knjigovodstva a Komisija donosi konačnu odluku da li preduzeće, banka ili druga finansijska organizacija, izuzimajući državu i federalne jedinice, ima ili nema kreditni bonitet za izdavanje dugoročnih hartija od vrednosti. S finansijskog područja pri oceni kreditnog boniteta se naročito uzima u obzir:

- vlasnička struktura kapitala s naglaskom na sopstveni kapital, kao garantne supstance,
- finansijska stabilnost,
- likvidnost,
- rentabilnost i
- reproduktivna sposobnost,

pri čemu se vremensko upoređenje vrši za poslednje tri godine, a prostorno upoređenje sa konkurencijom, odnosno preduzećima iste branše. Već iz rečenog jasno je da je teško dobiti povoljnu ocenu kreditnog boniteta za izdavanje dugoročnih hartija od vrednosti. Mlada (novoosnovana) preduzeća je ni teorij-

ski ne mogu dobiti naprosto zato što nemaju bilans za tri godine jer nisu ni postojala, a zbog opisane situacije u prethodnom odeljku veoma su retka i stara preduzeća koja će ispuniti opšte zahteve ocene kreditne sposobnosti — a ta ocena, kao i u svim zemljama razvijenog sveta, objektivno mora postojati radi zaštite investitora od prevare i nesavesnosti emitenta dugoročnih hartija od vrednosti. No to nikako ne znači da novoosnovana preduzeća i postojeća preduzeća koja nemaju kreditni bonitet ne mogu izdati dugoročne hartije od vrednosti. Ona to mogu, ali se te njihove dugoročne hartije od vrednosti neće kotirati na berzi, što znači da njihova i prva i svaka naredna prodaja može da bude:

- ili neposredna iz ruke u ruku,
- ili na nacionalnom, odnosno međubankarskom tržištu „trgovanje preko šaltera“,
- ili, pak, na neorganizovanom tzv. crnom tržištu.

Pomenuta Državna komisija, osim odobrenja za rad berze i odobrenja emisije dugoročnih hartija od vrednosti, po Zakonu:

- nadzire rad berza dugoročnih hartija od vrednosti, i
- sprečava berzanske špekulacije.

U skladu sa Zakonom o tržištu novca i tržištu kapitala i uz odobrenje Državne komisije početkom 1990. godine osnovane su u Jugoslaviji tri berze za trgovanje dugoročnim hartijama od vrednosti, retrospektivno Beograd, Ljubljana i Zagreb pod nazivima:

Jugoslovensko tržište kapitala u Beogradu

Jugoslovenska berza vrednosnih papira u Ljubljani i

Zagrebačka berza vrednosnih papira u Zagrebu.⁷⁸

Zbog nerazvijenost tržišta kapitala, o kome je bilo reči, na sve tri berze za sada je mali promet. Budući da se one po načinu osnivanja i rada ne razlikuju, osim možda u nekim sitnim detaljima, opisaćemo rad Jugoslovenskog tržišta kapitala u Beogradu (skraćeno Beogradska berza).

Osnivanje i organi Berze. Beogradsku berzu je osnovalo 13 banaka i drugih finansijskih organizacija iz Jugoslavije koje su uplatile osnivački ulog od po 50.000 dinara. Osnivači su vlasnici Beogradske berze i upravljanju njome.

Beogradska berza je pravno lice, finansira se iz godišnje članarine, koju uplaćuje svaki član berze, i iz provizije na ostvareni promet.

Beogradska berza ima Skupštinu koja bira: Upravni odbor, Nadzorni odbor, Komisiju za arbitražu i imenuje direktora. Upravni odbor imenuje etičku komisiju i komisiju za kotaciju. Komisija za arbitražu rešava sporove između članova. Etička komisija na sopstvenu inicijativu ili na zahtev članova Upravnog odbora, Nadzornog odbora, osnivača ili Državne komisije za hartije od vrednosti pokreće postupak protiv člana Berze koji je povredio pravila čuvanja tajnosti poslovanja ili zloupotrebio informaciju radi veštačkog formiranja kurseva. Komisija za kotaciju stara se o provođenju pravila kotiranja, utvrđuje i publikuje kursnu listu i stara se o disciplini na berzanskom sastanku.

Učesnici na Berzi. Učesnici na licitaciji (aukciji) su članovi berze, službeni predstavnik Berze i publika (novinari, na primer), pri čemu publika, naravno, ne učestvuje u trgovanju.

⁷⁸ Na području Jugoslavije prva berza je osnovana u Beogradu daleke 1886. godine potom u Zagrebu (1919.) i u Ljubljani (1924.). Sve tri berze su bile po predmetu poslovanja, mešovitog tipa. Na njima se trgovalo hartijama od vrednosti, devizama i robom i sve tri su ugašene po završetku Drugog svetskog rata. Pored toga, samo robne berze bile su osnovane u Novom Sadu (1921.), u Somboru (1925.) i u Skoplju (1929.). I one su naravno nestale posle Drugog svetskog rata. U Jugoslaviji jedino sada postoji Produktna berza u Novom Sadu (osnovana 1954.) na kojoj se trguje žitaricama, stokom, prehrambenim proizvodima, poljoprivrednim mašinama i ambalažom.

Članovi Berze, odnosno ovlašćeni učesnici mogu da budu banke i druge finansijske organizacije specijalizovane za trgovinu dugoročnim hartijama od vrednosti i za posredovanje u kupoprodaji dugoročnih hartija od vrednosti. Oni trguju na Berzi u svoje ime i za svoj račun, u svoje ime i za tuđi račun i u tuđe ime i za tuđi račun. Član Berze može da postane banka ili druga finansijska organizacija ako ispuni sledeće uslove:

- da je organizovana kao društvo sa ograničenom odgovornošću ili kao deoničarsko društvo,
- da ima sedišta u Jugoslaviji,
- da ima deonice koje glase na ime,
- da hartijama od vrednosti posluje najmanje tri godine,
- da raspolaže osnovnim fondom u trostrukom iznosu za banke i u dvostrukom iznosu za druge finansijske organizacije od minimalnog iznosa propisanog Zakonom za osnivanje banaka i drugih finansijskih organizacija,
- da za zaključivanje poslova na Berzi kao ovlašćenog zastupnika delegira lice koje nije bilo kažnjavano, koje ima iskustvo od najmanje tri godine na poslovima sa hartijama od vrednosti i da ima položen stručni ispit,
- da ima urednu knjigovodstvenu evidenciju o hartijama od vrednosti i
- da na žiro-računu Berze drži likvidna sredstva najmanje u iznosu od 100% od ukupnog iznosa naloga koji izvršava na berzi.

Članstvo Berze gubi se:

- ako banka, odnosno finansijska organizacija izvrši statutaru promenu, postane neliqidna, padne pod stečaj ili likvidaciju ili ne ispunjava preuzete obaveze o roku,
- ako učestvuje u veštačkom određivanju kursa dugoročne hartije od vrednosti i
- ako zloupotrebi neobjavljene informacije o trgovanju dugoročnim hartijama od vrednosti.

Uvođenje dugoročnih hartija od vrednosti na Berzi. Uključivanjem dugoročne hartije od vrednosti u kursnu listu Berze (listing) ona postaje predmet trgovanja na Berzi. O uključivanju

čivanju dugoročne hartije od vrednosti u listing odlučuje Upravni odbor na zahtev izdavaoca dugoročne hartije od vrednosti. Upravni odbor donosi odluku o uključivanju dugoročne hartije od vrednosti u listing na osnovu sledećih dokumenata:

- odluke nadležnog organa izdavaoca za podnošenje zahteva za uključivanje u listing,
- kopije prospekta dugoročne hartije od vrednosti,
- godišnjeg bilansa i izveštaja o poslovanju za poslednje tri godine,
- ocene bilansa od strane revizora,
- odluke o izdavanju dugoročne hartije od vrednosti,
- odobrenja Državne komisije da se dugoročna hartija od vrednosti može izdati,
- spesimena dugoročne hartije od vrednosti koja se uključuje u listing zahteva,
- odluke o osnivanju i statuta izdavaoca i
- garancije emisije ako je emisija garantovana.

Ako Upravni odbor prihvati zahtev za uključivanje dugoročne hartije od vrednosti u listing, sa izdavaocem zaključuje ugovor o pravima i obavezama koje proističu iz trgovanja hartijama od vrednosti na Berzi.

Nalozi za prodaju i kupovinu dugoročnih hartija od vrednosti. Nalog za prodaju, odnosno kupovinu dugoročnih hartija od vrednosti podnosi njihov imalac članu Berze i zaključuju ugovor o kupoprodaji dugoročnih hartija od vrednosti na Berzi, u kome se utvrđuje:

- vrsta, šifra na kursnoj listi i količina dugoročnih hartija od vrednosti koje se prodaju, odnosno kupuju,
- uputstvo u pogledu visine cene,
- način deponovanja, odnosno povlačenja dugoročnih hartija od vrednosti,
- novčani iznos potreban za realizaciju naloga,
- uputstvo o vremenskoj važnosti naloga i
- način podele dobiti između člana berze i nalagodavca ako se na berzi postigne povoljnija cena od cene date u nalogu.

Ako član Berze dobijeni nalog realizuje suprotno ugovoru, dužan je da nadoknadi štetu nalagodavcu.

Licitiranje dugoročnih hartija od vrednosti. Na Beogradskoj berzi dugoročne obveznice se prodaju u lotovima od po 10.000 dinara, a deonice u lotu od 10 komada. Kotacija se može vršiti:

- izvikivanjem hartija koje se kotiraju po utvrđenom redosledu od strane rukovodioca kotacije u sali Berze,
- upotrebom elektronskih sistema u sali Berze,
- upoređivanjem pismenih ponuda prodaje i tražnje članova Berze od strane rukovodioca kotacije.

Za sada kotacija se obavlja izvikivanjem.

„Početni kurs za kotaciju hartije od vrednosti (kurs otvaranja) je službeni kurs prethodnog sastanka. Ovaj kurs rukovodilac kursa obeležava na tabli i poziva članove berze da iznesu svoju ponudu i tražnju. Ponuda se jasno izgovara rečju *PRODAJEM* i naznakom brojeva lotova (primer: prodajem šest). Tražnja se jasno izgovara rečju *KUPUJEM* i naznakom broja lotova (na primer: kupujem šest).

- Ako se ponuda i tražnja po oceni rukovodioca kotacije uravnotežene u najvećem mogućem stepenu, rukovodilac kotacije zaključuje kotiranje određene hartije od vrednosti.
- Ako je ponuda veća od tražnje po količini, rukovodilac kotacije menja kurs naniže, po pravilu, za jedan procent u odnosu na prethodni kurs i ponavlja postupak kotiranja. Ako je tražnja veća od ponude po količini, rukovodilac kotacije menja kurs naviše, po pravilu, za jedan procent u odnosu na prethodni kurs i ponavlja kotaciju. Promena kursa vrši se sve dok se ponuda i tražnja za

hartijom koja se kotira ne uravnoteže u najvećem mogućem stepenu, po oceni rukovodioca kotacije, kada se zaključuje kotiranje.

- Ako se kurs bilo koje hartije od vrednosti promeni naviše ili naniže za 10% ili više u odnosu na kurs otvaranja toga dana, prekida se berzanski sastanak za jedan sat. Ova pauza se pravi radi konsultacije svih učesnika u trgovanju hartijama od vrednosti. Ukoliko posle ponovnog otvaranja berzanskog sastanka dođe do dalje promene vrednosti kursa naviše ili naniže i ta promena dostigne 20% u odnosu na kurs otvaranja, prekida se kotiranje te hartije od vrednosti s tim da se poslednja ponudena cena uzima kao cena otvaranja na prvom narednom berzanskom sastanku.

Pravo prvenstva realizacije kupovine, odnosno prodaje hartije od vrednosti utvrđenog kursa ima učesnik koji se prvi javi, a zatim onaj koji nudi odnosno traži veći broj lotova. Sve prodaje, odnosno kupovine hartija od vrednosti u toku kotacije moraju biti praćene razmenom kartica članova banke (na kojoj se beleži šifra hartije, količina u lotovima i kurs po kojoj se prodaje, odnosno kupuje — prim. J. R.). Po zaključenom berzanskom poslu, a najduže jedan sat posle, članovi Berze upoređuju kartice i potpisuju zaključnicu o svakoj izvršenoj transakciji.⁷⁹ Potom Komisija za kotaciju utvrđuje kursnu listu i javno je objavljuje.

Realizacija zaključenog posla Zaključeni poslovi se realizuju u roku od tri dana od dana potpisivanja zaključnice tako što kupac plaća prodavcu protivvrednost kupljenih dugoročnih hartija od vrednosti a prodavac predaje kupcu prodate dugoročne hartije od vrednosti i plaća proviziju Berzi.

⁷⁹ Grupa autora: *Svojinsko prestrukturiranje i tržište kapitala*, Jugoslovenski zavod za produktivnost, istraživanje i razvoj, Beograd, 1990, str. 179.

3. DEVIZNO TRŽIŠTE

Devizno tržište, je u stvari, tržište na kome se prodaju konvertibilne valute, odnosno devize. U svetu nije na jedinstven način institucionalno organizovano devizno tržište. U evropskim zemljama (Francuska, Nemačka, Austrija, Holandija i skandinavske zemlje) devizno tržište je institucionalno organizovano u obliku devizne berze, što znači da se kupoprodaja deviza obavlja na sastancima u deviznoj berzi. Na drugoj strani, devizno tržište u Engleskoj, Švajcarskoj, SAD i Kanadi je međubankarsko devizno tržište bez deviznih berzi. Kupoprodaja deviza obavlja se između ovlašćenih banaka za devizno poslovanje putem telefona, teleksa, telefaksa, pri čemu su te banke u stalnoj telefonskoj ili teleprinterskoj vezi s finansijskim centrima u Evropi, Japanu i Njujorku.

Formiranje kursa deviza na deviznom tržištu je pod uticajem centralne banke. Centralna banka kupovinom i prodajom deviza na deviznom tržištu utiče na visinu kursa uzimajući u obzir kretanje kurseva na stranim deviznim tržištima i svoju deviznu politiku. Na taj način centralna banka sprečava preteranu fluktuaciju deviznih kurseva kada oceni da bi se oni negativno odrazili na stabilnost domaćeg tržišta i platni bilans zemlje. Devizni kursevi formirani na deviznom tržištu javno se objavljuju i ovlašćene banke primenjuju te kurseve u kupoprodaji deviza između sebe, između sebe i svojih komitenata a primenjuju ih i preduzeća pri vrednovanju svojih deviznih obaveza i deviznih potraživanja iskazanih u knjigovodstvu i bilansu.

Razlikujemo promptno devizno tržište i terminsko devizno tržište. Na promptnom deviznom tržištu realizacija kupoprodaje deviza vrši se odmah ili najkasnije za dva dana od zaključene kupoprodaje. Pod terminskim deviznim tržištem podrazumeva se svaka realizacija zaključene kupoprodaje posle dva dana s tim što postoji standardni rokovi koji ne mogu da budu duži od šest meseci. Prilikom terminskih kupoprodaja centralna banka nije obavezna da interveniše na formiranje kursa deviza, zbog čega kursevi deviza kod terminskih poslova često više osciliraju nego kod promptnih poslova.

U Jugoslaviji kupoprodaja deviza obavlja se na deviznom tržištu u obliku međubankarskog sastanka u Beogradu. Članice deviznog tržišta su ovlašćene banke za vođenje deviznih poslova. Svakog radnog dana održava se međubankarski sastanak članica deviznog tržišta, tačnije, njihovih predstavnika (ditera) uz prisustvo predstavnika Narodne banke Jugoslavije, na kom se vrši kupoprodaja deviza. Ovlašćene banke članice nastupaju u svoje ime i za svoj račun ili u svoje ime i za račun svojih komitenata. Ukoliko kurs deviza, po proceni Narodne banke Jugoslavije, suviše oscilira na gore ili na dole, predstavnik Narodne banke interveniše prodajom, odnosno kupovinom deviza na teret, odnosno u korist deviznih rezervi Narodne banke Jugoslavije. Posle održanog međubankarskog sastanka utvrđuje se kursna lista deviza i javno objavljuje u dnevnim listovima. Po kursovima iz kursne liste vrši se kupoprodaja deviza između banaka i njihovih komitenata i u specijalizovanim menjačnicama.

4. SAMOFINANSIRANJE

4.1. Skriveni oblici samofinansiranja

Skriveno samofinansiranje je takvog oblika da se, u principu, ne može identifikovati sa čitanjem bilansa; otuda mu i takav naziv. Skriveno samofinansiranje imaju ona preduzeća čiji bilans sadrži latentne rezerve, odnosno, to je bilans sačinjen u skladu s načelom finansijske pažnje.

Latentne rezerve nastaju ili potcenjivanjem aktive, ili precenjivanjem obaveza. Kod osnovnih sredstava latentne rezerve se stvaraju kada je amortizacioni period kraći od veka trajanja osnovnih sredstava i kada se primenjuje metod degresivne amortizacije. Primera radi, ako je vek trajanja osnovnog sredstva 10 godina a amortizacioni period 5 godina, uz primenu metode linearne, konstantne amortizacije na kraju prve godine korišćenja osnovnog sredstva sadašnja vrednost osnovnog sredstva biće u bilansu stanja $\frac{4}{5}$ nabavne vrednosti, odnosno 80% od nabavne vrednosti, a stvarna vrednost, uz uslov da je vek trajanja tačno procenjen, je $\frac{9}{10}$ odnosno 90% nabavne vrednosti.

Ako pretpostavimo da je nabavna vrednost tog osnovnog sredstva 1000, na kraju prve godine njegovog korišćenja sadašnja vrednost biće 800, a stvarna vrednost je 900; za razliku između stvarne vrednosti i sadašnje vrednosti od 100 = (900-800), ako uzmemo da je sopstveni kapital konstantan, preduzeću je manje potrebno pozajmljenog kapitala i zato je to skriveno samofinansiranje. Razlika između stvarne vrednosti i sadašnje vrednosti sa protokom amortizacionog perioda se povećava; u našem primeru na kraju pete godine ona će biti 500 = (500-0), što znači da sve više dolazi do izražaja skriveno samofinansiranje. Naime, od šeste do desete godine sadašnja vrednost osnovnog sredstva biće nula, što znači da ne zahteva nikakav izvor

finansiranja. Primenom degresivne metode amortizacije takođe se javlja skriveno samofinansiranje. Ako pretpostavimo da je amortizacioni period pomenutog osnovnog sredstva jednak veku trajanja osnovnog sredstva (dakle, 10 godina) i da je degresija 10, 9, 8, 7, 6, 5, 4, 3, 2, 1, onda će amortizacija u prvoj godini biti $181,81 = \left(\frac{1000}{55} \cdot 10\right)$, a sadašnja vrednost $818,19 = (1000 - 181,81)$, dok je stvarna vrednost osnovnog sredstva 900, što znači da je potrebno manje izvora finansiranja za $81,81 = (900 - 818,19)$. Na kraju druge godine sadašnja vrednost će biti 645,55, a stvarna vrednost 800, pa je otuda manje potrebno izvora finansiranja za $154,45 = (800 - 645,55)$. U kasnijim godinama, pošto godišnje amortizacione kvote opadaju degresivno a stvarna vrednost se smanjuje linearno, razlike između stvarne i sadašnje vrednosti osnovnog sredstva su sve manje. U našem primeru na kraju devet godine stvarna vrednost će biti 100, a sadašnja vrednost 18,18, što znači da je potrebno manje izvora finansiranja za $81,19 = (100 - 18,18)$.

Kod zaliha materijala latentne rezerve se stvaraju kada se zalihe u bilansu stanja bilansiraju po nabavnim cenama koje su niže od poslednjih nabavnih cena. Ako cene imaju tendenciju rasta a utrošak materijala se obračunava po LIFO metodi, zalihe materijala u bilansu stanja biće iskazane po prvim ulaznim cenama koje su niže od poslednjih ulaznih cena pošto su poslednje ulazne cene najbliže vladajućim cenama na dan bilansiranja. Stvarna vrednost zaliha je vrednost zaliha obračunata po poslednjim nabavnim cenama, a one su vrednovane po nižim, prvim ulaznim cenama, tako da razlika između te dve vrednosti predstavlja skriveno samofinansiranje zaliha jer je za iznos te razlike potrebno manje izvora finansiranja. Kada cene imaju tendenciju pada, poslednje ulazne cene su niže od prvih ulaznih cena.

Primena FIFO metode obračuna utroška zaliha materijala dovodi do toga da se zalihe materijala bilansiraju po poslednjim ulaznim cenama koje su približno jednake vladajućim cenama na dan bilansiranja i tada nema skrivenog samofinansiranja, jer nema latentnih rezervi. Kada bi se u ovoj situaciji primenjivala LIFO metoda zalihe materijala iskazane u bilansu stanja sadržavale bi skrivene gubitke.

Kod sitnog inventara dolazi do latentnih rezervi ako se otpis vrši po metodi 100% otpisa. Primena metode 50% stvara latentnu rezervu na početku njegovog veka trajanja, a skriveni gubitak na kraju njegovog veka trajanja.

Kod zaliha nezavršene proizvodnje, sopstvenih poluproizvoda i gotovih proizvoda latentne rezerve se stvaraju ako se primenjuje sistem obračuna po varijabilnim troškovima ili sistem obračuna po proizvodnim troškovima uz uslov da je puna cena koštanja niža od neto prodajne cene. Tada razlika između vrednosti zaliha nezavršene proizvodnje, sopstvenih poluproizvoda i gotovih proizvoda obračunata po punoj ceni koštanja i vrednosti tih zaliha obračunatih po ceni koštanja utvrđenoj na bazi varijabilnih troškova, odnosno ceni koštanja utvrđenoj po proizvodnim troškovima predstavlja skriveno samofinansiranje, pri čemu je ono veće primenom cene koštanja na bazi varijabilnih troškova, što opet smanjuje potrebu za izvorima finansiranja.

Kod potraživanja latentne rezerve nastaju indirektnim otpisivanjem iznad stvarnih rizika, odnosno iznad stvarnog otpisa. Razlika između indirektnog otpisa i stvarnog otpisa predstavlja skriveno samofinansiranje jer je u visini te razlike potrebno manje izvora finansiranja.

Kod deviznih potraživanja latentne rezerve se stvaraju ako se bilansiraju po nižem kursu od vladajućeg kursa na deviznom tržištu. Najzad, kod hartija od vrednosti latentne

rezerve se stvaraju ako se bilansiraju po nižoj vrednosti od njihove tržišne vrednosti na tržištu novca, odnosno kapitala na dan bilansiranja. I u jednom i u drugom slučaju manje je potrebno izvora finansiranja u visini razlike između tržišne vrednosti i bilansirane vrednosti.

Latentne rezerve na strani pasive nastaju kada se obaveze precene, ali uz uslov da se precenjeni iznos obaveza stvarno i ne plati poveriocu, tada taj precenjeni iznos predstavlja skriveno samofinansiranje. Primera radi, ako se unapred obračuna zatezna kamata jer se očekivalo da će preduzeće biti nelikvidno i da će toga radi platiti zateznu kamatu na neblagovremeno plaćene obaveze a to se očekivanje ne ostvari, stvorena obaveza za zateznu kamatu je latentna rezerva i skriveno samofinansiranje sve dok se ona ne prihoduje; ako se devizne obaveze bilansiraju po višem kursu od vladajućeg kursa na deviznom tržištu, to predstavlja latentnu rezervu i skriveni oblik samofinansiranja sve dok se kurs na deviznom tržištu ne izjednači sa kursom po kome su devizne obaveze bilansirane, ili, pak, dok se devizne obaveze ne plate po deviznom kursu na dan plaćanja a razlika između tog kursa i kursa po kome su devizne obaveze bilansirane ne prihoduju, pri čemu je ovaj drugi kurs, naravno, niži. Isto tako, kada je izvršeno veće rezervisanje za pokriće nekog budućeg troška (što obično biva kod dugoročnih rezervisanja) od stvarnog troška, sve dok se višak dugoročnog rezervisanja ne ukine u korist prihoda, to predstavlja latentnu rezervu, odnosno skriveno samofinansiranje.

Iz rečenog jasno je da latentne rezerve do njihovog aktiviranja predstavljaju skriveno samofinansiranje. Međutim, nije retko da bilans sadrži i skrivene gubitke. U takvim okolnostima samo razlika između latentnih rezervi i skrivenih gubitaka predstavlja skriveno samofinansiranje. Drugim rečima, razlika između imovine preduzeća i bilansne imovine jeste skriveno samofinansiranje uz uslov da

je imovina preduzeća veća od bilansne imovine, jer tada bilans sadrži latentne rezerve.⁸⁰

4.2. Interni izvori samofinansiranja

Interni izvori samofinansiranja su oni koje preduzeće kao entitet stvara u sebi bilo mobilizacijom osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana, bilo dugoročnim rezervisanjem na teret prihoda, bilo akumuliranjem dela neto dobitka za sebe, bilo, pak, pokrivanjem efekta revalorizacije ukupnim prihodom. Prema tome, interni izvori samofinansiranja su: amortizacija, neplaćena glavnica dugoročnih potraživanja, dugoročna rezervisanja na teret prihoda, akumulirani neto dobitak i efekti revalorizacije nadoknađeni iz ukupnog prihoda.

Amortizacija. Putem amortizacije vrši se zapravo mobilizacija uloženog kapitala u osnovna sredstva s tim što je ta mobilizacija indirektna. Najpre se putem amortizacije osnovna sredstva transformišu u robni oblik obrtnih sredstava jer je amortizacija sadržana u zalihama nezavršene proizvodnje, sopstvenih poluproizvoda i gotovih proizvoda, potom se transformiše u potraživanje od kupaca jer je amortizacija sadržana u prodajnoj ceni prodatih gotovih proizvoda i najzad se transformiše u gotovinu pri naplati potraživanja od kupaca i tada je zaista izvršena mobilizacija osnovnih sredstava u visini amortizacije sadržane u naplaćenim potraživanjima od kupaca i time, budući da je likvidna, predstavlja izvor samofinansiranja.

A šta biva ako se amortizacija kao fiksni trošak direktno disponira na rashode? Tada zalihe nezavršene proizvodnje, sopstvenih poluproizvoda i gotovih proizvoda pod opisanim uslovima u prethodnom odeljku sadrže latentnu rezervu po osnovu isključivanja amortizacije iz njihove vrednosti, a amorti-

zacija disponirana direktno na rashode predstavlja izvor za samofinansiranje pod uslovom da je pokrivena iz prihoda obračunatih po sistemu naplaćene realizacije, jer amortizacija je uvek sadržana u prodajnoj ceni bez obzira da li se ona formalno uključuje ili ne uključuje u cenu koštanja. U realnom životu polazi se od pretpostavke da je amortizacija sadržana u zalihama nezavršene proizvodnje, sopstvenih poluproizvoda, gotovih proizvoda i u potraživanjima od kupaca prenetim iz prethodne godine u tekuću godinu jednaka amortizaciji sadržanoj u zalihama nezavršene proizvodnje, sopstvenih poluproizvoda, gotovih proizvoda i u potraživanjima od kupaca tekuće godine, pa se toga radi obračunata amortizacija uzima kao izvor samofinansiranja, jer pod rečenom pretpostavkom ona zaista predstavlja mobilizaciju osnovnih sredstava u gotovinu. Naravno, ova pretpostavka se zaista ostvaruje ako je nivo pomenutih zaliha i potraživanja od kupaca u bilansu otvaranja jednak nivou pomenutih zaliha i potraživanja od kupaca u zaključnom bilansu i da se nije menjao metod obračuna amortizacije u tekućoj u odnosu na prethodnu godinu, tj. da je poštovano načelo kontinuiteta.

Naplata glavnica dugoročnih plasmana. Putem naplate glavnica dugoročnih plasmana vrši se njihova direktna mobilizacija u gotovinu, pa otuda to predstavlja izvor samofinansiranja. Ovde glavnica dugoročnih plasmana ima šire značenje. Kod datih dugoročnih kredita (finansijskih i robnih) to je, dakako, zaista naplaćena glavnica; kod prodaje kupljenih deonica i kupljenih dugoročnih obveznica to je plaćena cena pri kupovini. Iz ovoga je jasno da se prinos koji se ostvaruje po osnovu dugoročnih plasmana (kamata i dividenda) kao i razlika između prodajne cene i

⁸⁰ O tome kao i o latentnim rezervama i skrivenim gubicima vidi: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa* „Ekonomika“, Beograd, 1990, str. 13-17 i 45-48.

plaćene cene kod ranije kupljenih a sada već prodatih deonica i dugoročnih obveznica ne smatra izvorom samofinansiranja jer to predstavlja prihod za preduzeće, ulazi, dakle, u ukupan prihod koji terete svi rashodi, potom dolazi teret poreza na finansijski rezultat, potom se ostvaruje neto dobitak pri čemu samo akumulirani neto dobitak predstavlja izvor samofinansiranja.

Dugoročna rezervisanja. Dugoročna rezervisanja terete ukupan prihod a stvaraju se za: pokriće troškova obnavljanja šuma (šumarstvo), pokriće troškova privođenja zemljišta prvobitnoj nameni (površinski kopovi u rudarstvu), pokriće rizika za dobro i o roku izvršenje posla (na primer, građevinarstvo), pokriće troškova servisiranja proizvoda u garantnom roku i slično. Budući da su dugoročna rezervisanja raspoloživa duže od godinu dana, ona predstavljaju izvor samofinansiranja sve do njihovog iskorišćenja za pokriće navedenih troškova ili do njihovog ukidanja u korist prihoda, kada su dugoročna rezervisanja veća od troškova koji ih terete. Jasno je da će preduzeće imati manje dugova što ima više dugoročnih rezervisanja pa otuda oni predstavljaju izvor samofinansiranja.

Akumulirani neto dobitak. Neto dobitak je, dakako, neto finansijski rezultat koji je preduzeće ostvarilo u toku poslovne godine. Ako bi preduzeće ceo neto dobitak akumuliralo za povećanje sopstvenog kapitala, tada bi on u celini predstavljao akumulaciju, odnosno izvor za samofinansiranje. Međutim, neto dobitak podleže raspodeli. U njegovoj raspodeli, po pravilu, učestvuju: radnici, deoničari, vlasnici trajnih uloga i preduzeće. S tim u vezi samo onaj deo neto dobitka koji je akumuliran za preduzeće bilo za finansiranje rasta i razvoja, bilo za rezer-

vni kapital predstavlja izvor samofinansiranja. Istina, ako je dividenda konvertovana u dividendne deonice ili ako je odloženo plaćanje dividenda na preferencijalne deonice, tj. ako je akumulirana, onda i jedna i druga takođe predstavljaju izvor za samofinansiranje.

Efekti revalorizacije nadoknađeni iz ukupnog prihoda. U uslovima kada se stopa inflacije meri višecifrenim brojem, vrši se revalorizacija aktive, pasive i rashoda, pri čemu se primenjuje alternativno ili koncept reproduktivne vrednosti kapitala, ili koncept realne vrednosti kapitala u okviru koga su dve varijante — varijanta realne vrednosti bruto, odnosno ukupnog kapitala i varijanta realne vrednosti neto, odnosno sopstvenog kapitala.⁸¹

Efekti revalorizacije pasive povećavaju pasivu sa ciljem da se njena vrednost iskaže sa vrednosti novčane jedinice na dan bilansiranja — to su negativni efekti revalorizacije. Efekti revalorizacije aktive povećavaju vrednost aktive sa ciljem da se njena vrednost iskaže vrednošću novčane jedinice na dan bilansiranja — to su pozitivni efekti revalorizacije. Ako su negativni efekti revalorizacije veći od pozitivnih efekata revalorizacije, razlika među njima povećava rashode i pokriva se iz ukupnog prihoda. Budući da su ti efekti revalorizacije nadoknađeni iz ukupnog prihoda, oni predstavljaju izvor samofinansiranja. Međutim, u 1987. i 1988. godini propisima o bilansiranju u Jugoslaviji bilo je dozvoljeno da se deo negativnih efekata revalorizacije odloži na strani aktive kao nepokriveni revalorizacioni rashodi. U tom slučaju izvor samofinansiranja nije efekat revalorizacije nadoknađen iz ukupnog prihoda već razlika između efekta revalorizacije nadoknađene iz ukupnog prihoda i nepokrivenih revalorizacionih rashoda, jer su nepokriveni revalorizacioni rashodi, u stvari, gubitak. Ako bi

81 Vidi o tome: Dr Jovan Rodić, citirani opus, str. 110-134.

pozitivni efekti revalorizacije bili veći od negativnih efekata revalorizacije, razlika među njima bi bila revalorizaciona rezerva koja se bilansira na strani pasive, ali to nije raspoloživi izvor samofinansiranja jer nije nadoknađen iz ukupnog prihoda; on je, jednostavno, protivteža većeg povećanja aktive od povećanja pasive po osnovu revalorizacije.

Može da bude usvojen koncept da se, pored revalorizacije aktive i pasive, vrši i revalorizacija rashoda sa ciljem da se rashodi iskažu sa vrednošću novčanih jedinica kojima su iskazani prihodi da bi finansijski rezultat bio realan. Efekti revalorizacije rashoda takođe predstavljaju pozitivne efekte revalorizacije. Tada se negativni efekti revalorizacije sučeljavaju sa zbirom pozitivnih efekata revalorizacije aktive i rashoda a razlika među njima se bilansira kao i u prethodnom slučaju:

- Ako su negativni efekti revalorizacije veći od zbira pozitivnih efekata revalorizacije razlikom među njima se povećavaju rashodi i pokrivaju iz ukupnog prihoda. Tada je izvor za samofinansiranje iz efekata revalorizacije jednak zbiru efekata revalorizacije rashoda plus pomenuta razlika negativnih efekata revalorizacije nadoknađena iz ukupnog prihoda. Ali ako bi ta razlika negativnih efekata revalorizacije bila odložena u aktivi kao nepokriveni revalorizacioni rashodi, pošto je to u stvari gubitak, onda je izvor za samofinansiranje iz efekata revalorizacije ravan razlici između efekata revalorizacije rashoda i nepokrivenih revalorizacionih rashoda.

- Ako je zbir pozitivnih efekata revalorizacije veći od negativnih efekata revalorizacije, razlika među njima je revalorizaciona rezerva koja se bilansira na strani pasive, a izvor za samofinansiranje su efekti revalorizacije rashoda jer su nadoknađeni iz ukupnog prihoda.

Saglasno prethodno rečenom, možemo rezimirati da je izvor za samofinansiranje po osnovu efekata revalorizacije ravan razlici između efekata revalorizacije nadoknađenih

iz ukupnog prihoda i odloženih nepokrivenih revalorizacionih rashoda u aktivi.

4.3. Eksterni izvori *samofinansiranja*

Eksterni izvori samofinansiranja nastaju emisijom deonica, novim trajnim ulozima trećih lica, ulaganjem kapitala inokosnog vlasnika u inokosno preduzeće i prodajom dugoročnih obveznica iznad nominalne vrednosti.

Ako preduzeće emituje i proda obične ili preferencijalne deonice, ono formira deoničarski kapital u visini nominalne vrednosti prodatih deonica, koji je, dakako, izvor za samofinansiranje. Ako je pri prodaji deonica ostvarena prodajna cena viša od nominalne vrednosti, razlika među njima predstavlja emisioni (kapitalni) dobitak koji se iskazuje na strani pasive, što takođe predstavlja izvor za finansiranje. Ako preduzeće izda užitničku deonicu, ono time ne ostvaruje dodatni kapital za samofinansiranje jer je razlika između tržišne vrednosti obične deonice i njene nominalne vrednosti ravna užitničkoj deonici, što znači da vlasnik užitničke deonice pri njenom dobijanju nije uložio nikakva dodatna sredstva; naprotiv, on je deoničarski kapital smanjio za iznos nominalne vrednosti obične deonice pa je za to smanjenje deoničarskog kapitala sada sopstveni kapital preduzeća za samofinansiranje manji.

Isto tako i svaki drugi otkup deonice predstavlja smanjenje deoničarskog kapitala a time i smanjenje tog izvora samofinansiranja. Budući da smo ranije rekli da konverzija dividende u dividendne deonice predstavlja povećanje deoničarskog kapitala a time i iznosa za samofinansiranje, možda ovde treba reći još i to da deljene deonice ne predstavljaju nikakav dodatni izvor za samofinansiranje jer se deonice veće nominalne vrednosti zamjenjuju deonicama manje nominalne vrednosti, što znači da deoničarski kapital ostaje nepromenjen.

Kod trajnih uloga trećih lica i kapitala inokosnog vlasnika samo njihovo povećanje po osnovu dodatnog ulaganja trećih lica, odnosno inokosnog vlasnika predstavlja novi izvor za samofinansiranje, naravno, u visini, takvog dodatnog ulaganja.

U poglavlju 2. takođe smo videli da se pri prodaji emitovanih dugoročnih obveznica može ostvariti i premija i diskont. Budući da se dugoročna obveznica isplaćuje o roku njenog dospeća po nominalnoj vrednosti, to ostvarena premija predstavlja sopstveni izvor za samofinansiranje dok diskont predstavlja smanjenje sopstvenih izvora za samofinansiranje.

4.4. Bruto i neto sredstva za samofinansiranje

Pri bilansiranju sredstava za samofinansiranje prihvata se da preduzeće ima svoj entitet, što znači da se posmatra odvojeno od vlasnika. Logika je u tome da se preduzeće shvata kao kontinuelna jedinica (dakle, jedinica koja većito traje, opstaje) i da to može ostvariti ako stalno obnavlja utrošena sredstva (prosta reprodukcija), a za razvoj i rast (proširena reprodukcija) nužno je da iz finansijskog rezultata i uveća uložena sredstva, što je takođe povezano s većitim trajanjem, jer sa rastom i razvojem preduzeće širi tržište a što je tržište šire veća je verovatnoća većitog trajanja. Naime, teško je zamisliti preduzeće da većito opstaje a da ne obnavlja utrošena sredstva, a isto tako je teško zamisliti preduzeće koje bi za svaki rast i razvoj pribavljalo u 100% iznosu ulaganja kapitala iz nove emisije deonica i novog dodatnog zaduženja, to je, sem u teorijskom slučaju, gotovo nemoguće prosto zato što je to preduzeće rizično, nema kreditnog boniteta.

Shvatajući preduzeće kao kontinualnu jedinicu sa entitetom, pod bruto sredstvima za samofinansiranje podrazumevaju se sredstva koje je preduzeće stvorilo „u sebi“, a to su:

- naplaćena glavnica dugoročnih plasmana

uključujući i kupovnu vrednost prodatih ranije kupljenih dugoročnih hartija od vrednosti,

- amortizacija,
- dugoročna rezervisanja na teret ukupnog prihoda,
- akumulirani neto dobitak (akumulacija),
- konvertovana dividenda u dividendne deonice i
- efekti revalorizacije nadoknađeni iz ukupnog prihoda.

Zbir navedenih elemenata predstavlja bruto sredstva za samofinansiranje uz uslov da bilans uspeha ne iskazuje gubitak i da u bilansu stanja nisu na strani aktive odloženi negativni efekti revalorizacije, odnosno nepokriveni revalorizacijski rashodi. Ako preduzeće u bilansu uspeha iskazuje gubitak, jasno je da nema akumuliranog neto dobitka, a ako uz to bilansira nepokrivene revalorizacione rashode na strani aktive, onda su bruto sredstva za samofinansiranje ravna razlici između zbira naplaćene glavnice dugoročnih plasmana uključujući i kupovnu vrednost prodatih ranije kupljenih dugoročnih hartija od vrednosti, amortizacije, efekata revalorizacije nadoknađenih iz ukupnog prihoda i zbira gubitka iskazanog u bilansu uspeha i odloženih nepokrivenih revalorizacionih rashoda u bilansu stanja.

Neto sredstva za samofinansiranje su ravna razlici između bruto sredstava za reprodukciju i zbira otplaćene glavnice dugoročnih obaveza i nominalne vrednosti otkupljenih sopstvenih deonica.

Iz rečenog jasno je da se pri bilansiranju bruto i neto sredstava za samofinansiranje ne uzima u obzir akumulirana dividenda na preferencijalne deonice, što je u suprotnosti sa onim što je rečeno u odeljku 4.2. ovog poglavlja, što, možda, zahteva objašnjenje. Akumulirana dividenda na preferencijalne deonice je, u stvari, odložena obaveza plaćanja ostvarene dividende, što znači da nije dugoročan izvor finansiranja već kratkoročan

ili eventualno srednjoročan. Ako je obaveza za akumuliranu dividendu srednjoročna (raspoloživa preko jedne a najviše do pet godina), onda bi se ostvarena akumulirana dividenda mogla tretirati kao povećanje bruto sredstava za samofinansiranje a pri utvrđivanju neto sredstava za samofinansiranje otplata obaveza za akumuliranu dividendu tretirala bi se kao odbitna stavka isto kao i oplaćena glavnica dugoročnih obaveza.

4.5. Razvrstavanje sopstvenih izvora finansiranja po roku raspoloživosti i troškovima finansiranja

Teorijski, ako se posmatra više preduzeća različitog svojinskog oblika uključujući i naša društvena preduzeća, mogu postojati sledeći sopstveni izvori finansiranja:

- akumulirani neto dobitak i rezervni kapital,
- deoničarski kapital,
- kapitalni (emisioni) dobitak,
- trajni ulози trećih lica,
- inokosni kapital,
- društveni kapital,
- revalorizacione rezerve,
- dugoročna rezervisanja i
- premija ostvarena prodajom dugoročnih obveznica iznad nominalne vrednosti.

U okviru ovih sopstvenih izvora za samofinansiranje trajnog (permanentnog) karaktera su:

- akumulirani neto dobitak i rezervni kapital,
- deoničarski kapital,
- kapitalni dobitak,
- trajni ulози trećih lica,
- inokisni kapital,
- društveni kapital i
- revalorizacione rezerve

uz uslov da se rezervni kapital ne potroši za pokriće gubitaka, da se deoničarski kapital ne smanji povlačenjem (otkupom) sopstvenih deonica, da se revalorizaciona rezerva ne koristi za pokriće nepokrivenih revalorizacionih rashoda u ranijim godinama. Saglasno reče-

nom, pomenuti izvori su uslovno trajnog karaktera.

Dugoročna rezervisanja su sopstveni izvori dugoročnog karaktera, raspoloživi su duže od godinu dana ali bez precizno utvrđenog roka, biće „ugašeni“ pokrićem troškova koji ih terete ili ukidanjem u korist prihoda ako su troškovi koji ih terete manji od dugoročnih rezervisanja. Premija ostvarena prodajom dugoročnih obveznica je dugoročni izvor samofinansiranja, postepeno će se amortizovati smanjujući troškove kamata, kao što je objašnjeno u poglavlju 2 ove glave, da bi u momentu dospeća isplate dugoročne obveznice sasvim iščezle.

Pri razmatranju troškova finansiranja po osnovu sopstvenih izvora finansiranja opet polazimo od entiteta preduzeća, i samo oni sopstveni izvori finansiranja koji ne iziskuju nikakav izdatak su bez troškova finansiranja, odnosno besplatni su, a to su:

- akumulirani neto dobitak i rezervni kapital,
- društveni kapital,
- kapitalni dobitak,
- revalorizaciona rezerva,
- dugoročna rezervisanja i
- premija ostvarena prodajom dugoročnih obveznica.

Na drugoj strani, deoničarski kapital, trajni ulози trećih lica i inokosni kapital u širem smislu izazivaju troškove finansiranja u vidu dividende (deoničarski kapital), naknade (trajni ulози trećih lica) i prisvajanja neto dobitka po osnovu inokosnog kapitala od strane vlasnika. Ti troškovi finansiranja nisu troškovi, odnosno rashodi u smislu utvrđivanja bruto dobitka, ali jesu za preduzeće izdaci iz neto dobitka. I upravo zato što nisu rashodi pri utvrđivanju bruto dobitka, oni su uključeni u poresku osnovicu, pa otuda ti izdaci „koštaju“ preduzeće više nego što oni stvarno iznose za iznos poreza na finansijski rezultat koji otpada na njih. Ako pođemo od pretpostavke da preduzeće ima izdatak bilo po osnovu dividende, bilo na-

knade trećim licima za njihove trajne uloge, bilo po osnovu učešća inokosnog vlasnika u raspodeli dobitka od 1000, a stopa poreza na bruto dobitak je 20%, onda je stvarni izdatak tog preduzeća izazvan finansiranjem 1000 plus 250 poreza na finansijski rezultat koji otpada na stvarni izdatak ($1000 \cdot \frac{25}{100}$), pri čemu je $\frac{20 \cdot 100}{100 - 20} = 25\%$. Drugim rečima, da je izdatak od 1000 bio u vidu kamate, on ne bi bio uvećan za 250 po osnovu poreza na finansijski rezultat koji otpada na njega; naprotiv, ostvarila bi se ušteda, jer kamata ne ulazi u poresku osnovicu, o čemu je bilo reči u poglavlju 2 ove glave. Sad se samo po sebi nameće pitanje: pa zašto se preduzeće umesto deoničarskog kapitala, inokosnog kapitala i trajnih uloga trećih lica ne finansira iz dugoročno pozajmljenog kapitala? Tome

ima više razloga.

- prvo, tada ne bi bilo vlasnika preduzeća, a to znači da ni preduzetnik nema kome polagati računa o stanju i rezultatu, pa bi mogao da radi bukvalno šta hoće;
- drugo, bez sopstvenog kapitala preduzeće bi bilo bez garantne supstance, što bi bio preteran rizik za poverioce pa takvom preduzeću ne bi ni pozajmljivali i
- treće, dividenda osim dividende na preferencijalne deonice, naknada za uloge trećih lica i naknada za uloge inokosnog vlasnika je varijabilna, zavisi od ostvarenog neto dobitka, što nije slučaj s kamatom, pa se pri finansiranju iz deoničarskog kapitala, uloga trećih lica, kapitala inokosnog vlasnika kao i drugih oblika sopstvenog kapitala smanjuje finansijski rizik ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata.

5. FINANSIRANJE IZ ULOGA TREĆIH LICA

5.1. Pojam finansiranja iz uloga trećih lica

Finansiranje iz uloga trećih lica je zapravo ortakluk dva lica o ulaganju u zajedničko (ortračko) preduzeće, koje se često zove i mešovito, ili o ulaganju u zajednički posao. Ortračko povezivanje je veoma star način finansijskog i poslovnog povezivanja; zabeležno je još u vreme Rimske imperije.

Sušтина je u sledećem: dva lica, pravna ili fizička, zaključuju ugovor o zajedničkom (ortračkom odnosno mešovitom) preduzeću ili o zajedničkom poslu. Prvi ugovor je zapravo ugovor o osnivanju zajedničkog mešovitog preduzeća a drugi je ugovor o zajedničkoj proizvodnji i prodaji određenog proizvoda. Ovaj drugi ugovor, koji se često zove i ugovorom o zajedničkom ulaganju, zaključuje se između postojećeg preduzeća i trećeg lica, pravnog ili fizičkog, najčešće pravnog. Ti ugovori nisu samo finansijske prirode, nego obuhvataju i proizvodno-te-

hničku i finansijsko-komercijalnu saradnju ugovorenih strana (ortaka). U oblasti proizvodno-tehničke saradnje rešava se pitanje tehnologije proizvodnje proizvoda, licence za proizvodnju, projektovanja, zaštitnog znaka proizvoda, kooperacije u proizvodnji zajedničkog proizvoda i sva druga pitanja u vezi i oko proizvodnje, što znači da se vrši transfer tehnologije u zajedničko (ortračko, odnosno mešovito) preduzeće, odnosno u zajednički posao u postojećem preduzeću. Jednom reči, vrši se transfer tehnologije, koji može da bude u okviru zemlje od preduzeća koje ima razvijenu tehnologiju na preduzeća koja nemaju razvijenu tehnologiju, i između dve zemlje, od stranog preduzeća koje ima razvijenu tehnologiju na domaće preduzeće ili obrnuto, od domaćeg preduzeća koje ima razvijenu tehnologiju na strano preduzeće. Upravo zbog tog transfera tehnologije ovaj oblik saradnje pogodan je za nerazvijene zemlje jer se vrši transfer tehnologije iz visoko razvijenih zemalja u nerazvi-

jene zemlje, čime se njihov proizvodni razvoj ubrzava i vrši se uključivanje preko inostranog partnera na međunarodno tržište.

U oblasti komercijalne saradnje regulišu se sva pitanja iz područja prodaje proizvoda kako na domaćem tako i na stranom tržištu. Najzad, u oblasti finansijske saradnje regulišu se sledeća pitanja:

- vrste i iznos uloga partnera,
- načini finansiranja izvan uloga partnera,
- način bilansiranja stanja i uspeha,
- način raspodele neto dobitka i upotrebe raspodeljenog neto dobitka i
- način pokrića eventualnog gubitka.

5.2. *Vrste ulaganja i oblici ulaganja*

Po roku raspoloživosti ulog trećeg lica može biti trajan i oročen. Trajan ulog znači da su se partneri (ortaci) vezali u ortračkom (mešovitom) preduzeću, odnosno u zajedničkom poslu na neodređeno vreme; praktično, vezali su se sve dok postoji mešovito preduzeće, odnosno zajednički posao, čiji rok gašenja nije, naravno, određen; ušli su u ortakluk sa namerom da večito ostanu u njemu. Oročen ulog podrazumeva ortakluk do unapred utvrđenog roka ali koji nikada nije kratkoročan već isključivo dugoročan, nekoliko godina ili čak i desetak godina. Često se kod oročenih uloga predviđa i opcija mogućnosti pruženja ortakluka ili preobraćanja od oročenog na trajni ulog posle isteka prvobitno ugovorenog roka, za što je, dakako, nužna saglasnost oba partnera.

Ulog može da bude u obliku:

- novca (gotovine),
 - stvari (osnovnih sredstava, na primer),
 - prava (licenca, industrijska svojina, zaštitni znak proizvoda, na primer)
- ili u kombinaciji sva tri vida ulaganja.

Kod ulaganja stvari ulog se vrednuje na bazi vladajućih tržišnih cena. Pri tome treba imati u vidu, ako se cene administrativno regulišu ili su na bilo koji način limitirane, da se takve cene ne mogu uzeti kao osnov za

procenjivanje. U takvim okolnostima moraju se uzeti kao osnov za procenu vladajuće svetske cene.

Kod ulaganja prava, veoma je delikatna procena njihove vrednosti, a ona je bitna jer od te procene zavisi visina uloga, a visina uloga je kriterij za raspodelu neto dobitka. Da ne bi bilo podvale, procenu prava, u principu, treba da izvrše eksperti, koje će zajednički odabrati partneri.

Ako se vrši ulaganje u zajednički posao u postojeće preduzeće, da bi se kvantitativno realno utvrdio sopstveni kapital tog preduzeća, koji je u stvari njegov ulog u zajednički posao, koji je opet kriterijum za raspodelu neto dobitka, mora se sačiniti imovinski bilans, odnosno mora se utvrditi imovina preduzeća. To praktično znači da je osnov za procenjivanje realnih dobara vladajuća tržišna cena na dan bilansiranja; to su, dakako, cene sa onog tržišta sa koga su uzete i cene za procenu uloga u vidu stvari. Procena stranih valuta, deviznih potraživanja i deviznih obaveza vrši se po vladajućem kursu na deviznom tržištu na dan bilansiranja. Sva potraživanja procenjuju se s aspekta kreditnog boniteta dužnika i pravne osnove njegovog nastanka. Sve obaveze procenjuju se s aspekta tačnog njihovog iskazivanja i pravnog osnova njihovog nastanka. Ovom procenom praktično se kvantitativno utvrđuju sve latentne rezerve i svi skriveni gubici. Latentne rezerve koriguju sopstveni kapital naviše a skriveni gubici koriguju sopstveni kapital naniže. Tako se dolazi do imovinskog bilansa, koji realno iskazuje imovinu na strani aktive, obaveze i sopstveni kapital na strani pasive. Zbog delikatnosti utvrđivanja imovinskog bilansa nije na odmet da se on podvrgne reviziji, pri čemu će ovlašćenog revizora, odnosno revizorsku firmu zajednički odrediti budući ortaci. Kada se imovinski bilans spoji sa ulozima trećeg lica, koji su procenjeni na opisani način, praktično se dolazi do bilansa otvaranja za praćenje zajedničkog poslovanja. Ovaj bilans otvaranja ne

treba bukvalno shvatiti. Naime, ortak (treće lice), ako je tako predviđeno ugovorom, ne mora uložiti celokupni ugovoreni ulog odjednom, taj ulog može da bude i u fazama, što se redovno događa kod izgradnje objekata i nabavke opreme za proizvodnju i poslovanje uopšte. U takvim okolnostima bilans otvaranja je imovinski bilans, a kasniji ulozi ortaka, kada budu stvarno izvršeni, uključuju se u knjigovodstvo zajedničkog preduzeća, odnosno posla. Budući da je sopstveni kapital odnosno ulog trećeg lica (ortaka) kriterij za raspodelu neto dobitka, s tim u vezi treba rešiti dva problema: otklanjanje uticaja inflacije na realno vrednosno iskazivanje sopstvenog kapitala i uloga trećih lica i drugo, utvrđivanje momenta povećanja i smanjenja sopstvenog kapitala i uloga trećeg lica.

Prvi problem može se uspešno razrešiti tako što će partneri zajednički utvrditi valutu u kojoj će iskazivati sopstveni kapital i ulog trećeg lica pri njihovoj kvantifikaciji kao kriterija za raspodelu neto dobitka. Budući da se u svakoj zemlji knjigovodstvo vodi na bazi domaće novčane jedinice, to znači da se vanknjigovodstveno mora voditi iznos sopstvenog kapitala utvrđenog u imovinskom bilansu i sva njegova povećanja i smanjenja u odabranoj valuti i da se ulog trećeg lica takođe i sva njegova povećanja i smanjenja mora iskazati u odabranoj valuti. Prilikom raspodele neto dobitka sopstveni kapital i ulog trećeg lica iskazani u istoj valuti nije neophodno preračunavati po vladajućem kursu te valute u odnosu na valutnu jedinicu po kojoj se vodi knjigovodstvo jer oni imaju već zajednički imenitelj, iskazani su u istoj valuti, što znači mogu se sabirati.

Drugi problem, utvrđivanje momenta povećanja i smanjenja sopstvenog kapitala i uloga trećih lica, rešava se tako što se u knjigovodstvu i u vanknjigovodstvenoj evidenci-

ji beleži datum povećanja odnosno smanjenja. Na taj način dobijaju se neophodni podaci za utvrđivanje proseka sopstvenog kapitala, odnosno uloga trećeg lica, jer se raspodela neto dobitka vrši na bazi njihovog proseka u periodu koji obuhvata obračun finansijskog rezultata. Razlog tome je sledeći: ako je ortak postepeno u toku godine unosio svoj ulog, on ne može učestvovati u raspodeli neto dobitka za tu godinu na bazi stanja uloga na kraju godine, već na bazi proseka, jer bi druga strana bila oštećena.

5.3. Sadržina ugovora o ulaganju

Ugovor o ulaganju bilo u novo preduzeće (ortako odnosno mešovito preduzeće), bilo u postojeće preduzeće zaključuju partneri (ortaci) pravna ili fizička domaća i strana lica, pri čemu partneri mogu da budu dva domaća lica ili domaće i strano lice. Prema Zakonu o stranim ulaganjima,⁸² strana lica (pravna i fizička uključujući u strana lica i jugoslovenske građane koji imaju boravište u inostranstvu) mogu ulagati u:

- domaća preduzeća,
- domaće organizacije iz oblasti društvenih organizacija,
- domaće društveno-političke zajednice,
- domaće banke i druge finansijske organizacije,
- domaće organizacije za osiguranje i
- sa domaćim fizičkim licima.

Ugovor o ulaganju sadrži:

- ugovorne strane,
- predmet poslovanja preduzeća koje se osniva, odnosno postojećeg preduzeća u koje se ulaže,
- iznos sredstava koji ulaže svaki ulagač i način utvrđivanja iznosa svakog ulagača (procena uloga i sačinjavanje imovinskog bilansa, o čemu je bilo reči u prethodnom odelljku),
- oblik ulaganja, odnosno u čemu se sastoji

82 „Službeni list SFRJ“, br. 77/88.

ulaganje partnera,

- naznačenje preduzeća u koje se ulaže-ili novoosnovano ili postojeće preduzeće,
- način raspodele neto dobitka i pokrića gubitka,
- način odlučivanja ulagača, odnosno način upravljanja preduzećem,
- trajanje ugovora o ulaganju,
- način vraćanja uloga, ako se radi o oročenom ulogu i
- način rešavanja sporova.

Ako se vrši ulaganje u naše društveno preduzeće, po Zakonu o preduzećima, ono se transformiše u mešovito preduzeće sa ograničenom odgovornošću do visine uloga. S tim u vezi bilo da se radi o ulaganju u novo preduzeće, bilo da se radi o ulaganju u postojeće preduzeće po jugoslovenskim propisima, to su mešovita preduzeća sa ograničenom odgovornošću. Takvim preduzećima upravlja skupština, u kojoj su zastupljeni ulagači, upravni odbor, koga imenuje skupština, i direktor, koga takođe imenuje skupština.

Rok trajanja ugovora o ulaganju i način vraćanja uloga utvđuje se samo kod oročenih uloga s tim što se, po pravilu, ugovora i opcija produženja roka trajanja uloga ili konvertovanje oročenog u trajni ulog, za šta se mora, naravno, postići saglasnost obe ugovorne strane. Vraćanje oročenog uloga može da bude u novcu (u gotovini) ili u isporuci robe u visini protivvrednosti uloga trećeg lica. Tada praktično prestaje ortakluk i upravo zato oročeni ulog se vraća odjednom. Budući da je oročeni ulog dugoročni izvor finansiranja, njegovo vraćanje odjednom izazvaće negativne posledice jer će se time ugroziti horizontalna ravnoteža, odnosno, dugoročna finansijska ravnoteža će se pomeriti ka sredstvima i time ugroziti likvidnost. Da bi se ta krizna situacija izbegla, bilo bi korisno ugovoriti da se oročeni ulog vraća ne odjednom već postepeno, u unapred utvrđenim rokovima. No i tada, bez obzira da li se ulog vraća postepeno ili odjednom,

finansijska funkcija mora voditi računa da pre dospeća roka za vraćanje oročenog uloga pomera dugoročnu finansijsku ravnotežu ka izvorima kako bi se pri povraćaju uloga održala dugoročna finansijska ravnoteža, tj. jednakost između dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza (zlatno bilansno pravilo u širem smislu). Jasno je da je to lakše ostvariti ako se ulog vraća postepeno nego ako se vraća odjednom.

Uz ugovor o ulaganju, po pravilu, sačinjavaju se aneksi o saradnji u proizvodnji proizvoda, razvijanju tehnologije, vođenju marketinga, načinu i kanalima prodaje proizvoda. S finansijske tačke gledišta naročito su značajni aneksi:

- o načinu utvrđivanja neto dobitka,
 - o reviziji bilansa,
 - o načinu raspodele neto dobitka i upotrebi neto dobitka,
- o čemu će biti reči u narednom odeljku.

5.4. Utvrđivanje neto dobitka i njegova raspodela

Svaki od ortaka ima interes da neto dobitak bude što veći, jer što je veći neto dobitak, veći je i prinos na uloženi kapital. No ulozili ortaka nisu, u principu, jednaki a ni interesi za razvoj i opstanak ortačkog preduzeća ne moraju biti isti. Ako ortaci nemaju druga preduzeća do tog jedinog ortačkog, njihovi interesi su, u principu, za opstanak, rast i razvoj ortačkog preduzeća identični, ali ako jedan od ortaka pored ortačkog preduzeća ima i drugo svoje preduzeće bilo inokosno, bilo deoničarsko društvo a drugi ortak nema drugo preduzeće sem ortačkog, onog prvog ortaka mogu da budu interesi oročeni, koji se ne sastoje samo od maksimiranja prinosa na uloženi kapital, mada je taj interes uvek prisutan i na prvom mestu, već i drugi interesi kao što je osvajanje novog tržišta preko ortačkog preduzeća i slično. Prema tome, taj ortak računa na ograničen period ortakluka

čak i kad to ugovorom i nije tačno precizirano i, naravno, teži da u tom ograničenom periodu ostvari što veći prinos na svoj uloženi kapital i da što bolje ostvari druge nefinansijske (po pravilu, komercijalne) ciljeve, jer i jedno i drugo ide u prilog rasta i razvoja njegovog (onog drugog) preduzeća. Na drugoj strani, ortak koji nema drugo sem ortačkog preduzeća, ima trajne interese da ortačko preduzeće većito opstane i da ima stalni rast i razvoj. Ovom ortaku bi odgovaralo bilansiranje u skladu sa načelom finansijske pažnje, dakle, bilansiranje sa latentnim rezervama, jer on zna: što su latentne rezerve više, periodični finansijski rezultat je niži a što je niži periodični finansijski rezultat u ograničenom roku ortakluka, kroz raspodelu neto dobitka, ortak će manje izvući neto dobitka, sada već naknade za njegov uloženi kapital, a njemu će, dakako, više ostati u obliku latentnih rezervi, odnosno skrivenih oblika samofinansiranja — i upravo zbog toga među ortacima dolazi do nesporazuma. Na drugoj strani, ortaci mogu imati različita mišljenja o normativima fizičkih utrošaka materijala, energije, usluga i fizičkih utrošaka rada kao i načinu organizacije pojedinih funkcija ortačkog preduzeća, što je povezano sa visinom režijskih troškova i što je takođe, u krajnjoj liniji, povezano i sa visinom neto dobitka.

Da bi se predupredili, sprečili navedeni nesporazumi, u aneksu ugovora o ortakluku treba utvrditi:

- organizacionu strukturu ortačkog preduzeća uz utvrđivanje broja režijskih radnika,
- standarde (normative) utroška materijala, energije, usluga i rada,
- način vrednovanja rada, odnosno utvrđivanja ličnih dohodaka zaposlenih, uključujući i njihovo učešće u raspodeli neto dobitka, naravno, poštujući kolektivni ugovor i
- način bilansiranja stanja i uspeha poštujući, naravno, propise o bilansiranju, računovodstvene standarde, teoriju bilansa, bilansna načela i pravila procenjivanja.

U oblasti standarda materijala, energije, usluga i rada moguća su odstupanja stvarnog troška od standardnog troška po ovoj osnovi: odstupanje po osnovu fizičkog utroška, odstupanje po osnovu cene utroška i kod režijskih troškova još i odstupanje po osnovu obima proizvodnje. Svako od tih odstupanja može da bude objektivnog ili subjektivnog karaktera. S tim u vezi ortaci treba da unapred odrede kada će se odstupanje smatrati objektivnim a kada subjektivnim ili da utvrde ko će o tome presuđivati. Objektivna odstupanja stvarnih od standardnih troškova priznaju se pri bilansiranju uspeha, a subjektivna odstupanja stvarnih od standardnih troškova se ne priznaju pri utvrđivanju neto dobitka za raspodelu. Zbog propisa o bilansiranju, računovodstvenih standarda, teorije bilansa i bilansnih načela i subjektivna odstupanja stvarnih od standardnih troškova se uključuju u bilans uspeha, ali se utvrđeni neto dobitak, odnosno gubitak koriguje subjektivnim odstupanjem stvarnih od standardnih troškova u meri u kojoj su oni alocirani na rashode i tako dolazi do neto dobitka za raspodelu među ortacima, odnosno do gubitka koji ortaci pokrivaju. S tim u vezi nije dovoljno samo identifikovati subjektivna odstupanja stvarnih od standardnih troškova, nego je nužno utvrditi koji je od ortaka odgovoran za nastanak subjektivnog odstupanja jer zapravo njegov deo neto dobitka koriguju subjektivna odstupanja, o čemu će kasnije još biti reči.

U oblasti bilansiranja stanja i uspeha naročito je važno utvrditi:

- amortizacioni period za osnovna sredstva i metod obračuna amortizacije (linearni, degresivni, progresivni metod ili metod funkcionalne amortizacije),
- metod obračuna utroška materijala (LIFO, FIFO, HIFO ili metod prosečne cene),
- metod otpisa sitnog inventara (100% otpis, 50% otpis ili kalkulatívni otpis),

- sistem obračuna troškova (obračun po ukupnim troškovima, obračun po proizvodnim troškovima ili, pak, obračun po varijabilnim troškovima),
- način stvaranja i ukidanja dugoročnih rezervisanja,
- definisanje sadržine i roka likvidiranja aktivnih i pasivnih vremenskih razgraničenja,
- način i pravila procenjivanja potraživanja i obaveza i
- način izvođenja revalorizacije u uslovima inflacije.

Da bi ortaci bili sigurni da je bilansiranje izvršeno u skladu s njihovim dogovorom izraženom u aneksu ugovora, poštujući uvek važeće propise o bilansiranju i računovodstvene standarde neophodno je da ortaci zajednički odrede ovlašćenog revizora, odnosno revizorsku firmu koja će se izvršiti revizija bilansa.

Sama raspodela neto dobitka među ortacima vrši se po sledećem postupku:

- najpre se iz ostvarenog neto dobitka izdvaja deo za lične dohotke radnika ako je to ugovorom o ortakluku ili kolektivnim ugovorom predviđeno,
- potom se izdvaja deo neto dobitka za rezerve opšte ili posebne namene tj. za rizike koji se sa velikom verovatnoćom očekuju; deo neto dobitka za rezerve izdvaja se samo ako je to predviđeno ugovorom o ortakluku;
- najzad se ostatak neto dobitka raspoređuje među ortacima srazmerno njihovom uloženom kapitalu, koji se izražava prosekom i u istoj novčanoj jedinici, o čemu je ranije bilo reči;
- potom se raspodeljeni delovi neto dobitka koriguju subjektivnim odstupanjem stvarnih od standardnih troškova pa ako je subjektivno odstupanje pozitivno, ortak koji snosi odgovornost za nastanak subjektivnog odstupanja povećava svoj deo neto dobitka na teret dela neto dobitka onog drugog ortaka i obratno, a ako je subjektivno odstupanje negativno, ortak koji je odgovoran za nastanak subjektivnog od-

stupanja smanjuje svoj deo neto dobitka u korist neto dobitka drugog ortaka.

Ortak koji nema drugo preduzeće sem ortačkog za pripali mu deo neto dobitka uvećaće svoj kapital uloženi u ortačko preduzeće. Ortak koji pored ortačkog preduzeća ima i svoje preduzeće sa dodeljenim mu delom neto dobitka može postupiti alternativno: ili reinvestirati u ortačko preduzeće povećavajući time svoj ulog (kapital) u ortačkom preduzeću, ili ga povući (naplatiti) iz ortačkog preduzeća za svoje preduzeće, što u njegovom preduzeću predstavlja prihod. Na isti način mogu postupiti i fizička lica ortaci, ili pripali deo neto dobitka reinvestirati u ortačko preduzeće, ili ga povući za sebe bilo za ličnu potrošnju, bilo za investiranje u drugo preduzeće ili kupovinu neke dugoročne hartije od vrednosti.

Za ortačko preduzeće, s obzirom na njegov entitet, svaka isplata dela neto dobitka ortak, koja se često zove naknada za korišćenje uloga, u širem smislu, ima karakter, troška finansiranja koji je objektivno veći od isplaćenog iznosa za poreze na finansijski rezultat koji otpada na taj deo. Praktično, u tom pogledu nema razlike između naknade i dividende, o čemu je bilo reči u prethodnom poglavlju.

Budući da je naknada za ulog trećih lica (ortaka) već oporezovana jer je isplaćena iz neto dobitka, za razvoj ovog vida saradnje veoma je bitno da poresko zakonodavstvo oslobodi poreza ortaka koji je primio naknadu, što je i učinjeno u jugoslovenskom poreskom zakonodavstvu. Međutim, kada su u pitanju ortaci iz različitih zemalja, međunarodnim ugovorom se reguliše izbegavanje dvostrukog oporezivanja. Naime, pošto je ortačko preduzeće u jednoj zemlji, ono, naravno, posluje po zakonima uključujući i poreze te zemlje, a pošto je jedan od ortaka u drugoj zemlji, te dve zemlje zaključuju bilateralni ugovor da ova druga neće oporezovati prihod ortaka po osnovu njegovog

kapitala uloženog u ortačko preduzeće u prvoj zemlji i obratno. Ovi ugovori o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, naravno, mogu da budu i multilateralni, tj. da ih potpiše grupa zemalja. Inače, bez regulisanja pitanja o izbegavanju dvostrukog oporezivanja među licima iz različitih zemalja ne bi ni bilo ortakluka.

Ukoliko ortačko preduzeće ostvari gubitak, teret pokrića gubitka bilo otpisivanjem

na teret kapitala, bilo pokrivanjem iz narednih pozitivnih finansijskih rezultata ortaci snose u istoj srazmeri po kojoj se deli i neto dobitak — dakle, srazmerno prosečnom kapitalu. Ako ortačko preduzeće likvidira, iz likvidacione mase se prvo isplaćuju obaveze, a ostatak dele ortaci takođe u srazmeri sa uloženim sopstvenim kapitalom.

6. KREDITIRANJE

6.1. Vrste kredita

Kratkoročni, srednjoročni i dugoročni krediti. Kratkoročni krediti su krediti s rokom otplate do godinu dana. Kratkoročni krediti se koriste za finansiranje sezonskih zaliha i drugih kratkoročno vezanih obrtnih sredstava. Srednjoročni krediti su s rokom otplate od jedne do pet godina, dok su dugoročni krediti s rokom otplate preko pet godina. Srednjoročni i dugoročni krediti se često u praksi i teoriji označavaju jednim imenom — dugoročni krediti. Dugoročni krediti se koriste za finansiranje ulaganja u osnovna sredstva, dugoročne plasmane i trajna obrtna sredstva.

Nepokriveni i pokriveni krediti. Nepokriveni krediti, često se kaže i otvoreni, su takvi krediti koje je kreditor dao korisniku kredita na osnovu poverenja zasnovanog na kreditnoj sposobnosti korisnika kredita i uopšte njegovog ugleda. Iz toga jasno proizlazi da nepokriveni kredit nema nikakvo pokriće ni garanciju. Pokriveni krediti su krediti koji su odobreni ili na osnovu zalogu, ili na osnovu garancije trećeg lica.

Robni krediti i finansijski krediti. Robni krediti su krediti dati u robi, pri čemu se u robne kredite uključuju i komercijalni krediti. I jedan i drugi kredit su, u stvari, robni krediti, umesto novca data je roba. Neki autori ipak

prave razliku između robnog i komercijalnog kredita, pri čemu robnim kreditom smatraju onaj kredit koji je dat u robi i koji se vraća u robi (takvi krediti su danas vrlo retki), dok se pod komercijalnim kreditom podrazumeva kredit koji je dat u robi a vraća se u novcu. Finansijski kredit je takav kredit koji je dat u novcu i koji se vraća u novcu.

Proizvođački i potrošački krediti. Proizvođački krediti su krediti koji se daju radi finansiranja proizvodnje i prometa robe i usluga. Potrošački krediti su krediti koji se odobravaju radi povećanja tražnje, odnosno za kupovinu potrošnih roba.

Investicioni krediti i krediti za obrtna sredstva. Investicioni krediti su krediti iz kojih se finansiraju dugoročna ulaganja u osnovna sredstva i trajna obrtna sredstva. Krediti za obrtna sredstva su krediti iz kojih se finansiraju obrtna sredstva izuzev trajnih obrtnih sredstava. U praksi i teoriji ponekad se i krediti za trajna obrtna sredstva smatraju kreditima za obrtna sredstva.

Domaći i inostrani krediti. Domaćim kreditima se smatraju krediti dobijeni od domaćih kreditora, dok se inostranim kreditima smatraju krediti dobijeni od inostranih kreditora.

6.2. Oblici kredita

6.2.1. Kontokorentni kredit

Kontokorentni kredit je, u stvari, kratkoročni kredit po tekućem računu. Banka s komitentom zaključuje ugovor o kontokorentnom kreditu na osnovu kreditnog boniteta komitenta. Tim ugovorom se utvrđuje da će komitent celokupno svoje poslovanje obavljati preko tekućeg računa, što znači da će se sve naplate potraživanja i isplate obaveza komitenta odvijati preko njegovog tekućeg računa; utvrđuje se visina dugovnog salda tekućeg računa, što u stvari predstavlja kontokorentni kredit; utvrđuje se rok kontokorentnog kredita, odnosno rok eliminisanja dugovnog salda na tekućem računu; utvrđuje se stopa aktivne kamate (obračunava se na dugovni saldo tekućeg računa) i stopa pasivne kamate (obračunava se na potražni saldo tekućeg računa); utvrđuje se vreme obračuna aktivnih i pasivnih kamata od strane banke i drugo. Mada je kontokorentni kredit formalno bez pokrića, on je u suštini sa pokrićem, jer svaki priliv novčanih sredstava na tekući račun klijenta predstavlja otplatu kredita. Osim toga, budući da se celokupno poslovanje odvija preko tekućeg računa, banka je u prilici da stalno drži na oku poslovanje klijenta i njegovu likvidnost.

U zapadnim razvijenim zemljama klijenti banke, u principu, posluju preko tekućeg računa. Prednosti poslovanja preduzeća preko tekućeg računa uz korišćenje kontokorentnog kredita su višestruke:

- prvo, preduzeće je lišeno potrebe da se obraća banci za kratkoročni kredit kada je njegov priliv gotovine manji od odliva gotovine do visine kontokorentnog kredita;
- drugo, zahvaljujući kontokorentnom kreditu preduzeće ne mora da drži likvidnu rezervu ili je drži u mnogo manjem iznosu jer je njegova „likvidna rezerva“ i kontokorentni kredit, što smanjuje suprotnost između likvidnosti i rentabilnosti;

- treće, zahvaljujući pasivnoj kamati banke obračunate na potražni saldo tekućeg računa svaki dinar na tekućem računu je automatski ukamaćen, što povećava rentabilnost.

6.2.2. Kreditna linija

Kredit po kreditnoj liniji je sličan kontokorentnom kreditu. Radi se takođe o kratkoročnom kreditu bez pokrića, odobrenog na osnovu kreditnog boniteta klijenta banke. Klijent banke zaključuje okvirni kredit za finansiranje povremenih obrtnih sredstava u datom razdoblju, koji ne može da bude duži od 12 meseci. Klijent povlači novčana sredstva od banke po tom ugovoru povremeno, u ratama koje nisu unapred utvrđene, zavisno od njegovih potreba za likvidnim sredstvima. Pri tome limit ugovorenog okvirnog kredita ne može se prekoračiti, ali se ne mora u potpunosti ni iskoristiti, s tim što se iskorišćeni kredit u ugovorenom roku mora vratiti.

Kredit po kreditnoj liniji takođe ima prednost za preduzeće:

- prvo, odjednom se obezbeđuje kratkoročni kredit za duže vremensko razdoblje i
- drugo, kredit se povlači od banke onog momenta kada je priliv gotovine manji od odliva gotovine, čime se smanjuju troškovi finansiranja, što ne bi bio slučaj kada bi se kredit odjednom povukao od banke.

6.2.3. Lombardni kredit

Lombardni kredit je dobio ime po italijanskoj pokrajini Lombardija jer su tamošnje banke prve počele davati kredit po osnovu zaloga, što su kasnije prihvatile banke širom sveta, pa otuda i naziv za taj oblik kredita. Lombardni kredit je kratkoročni kredit koji se daje na osnovu zaloga dragocenosti, zaliha i hartija od vrednosti koje su u posedu korisnika kredita a kotiraju se na tržištu novca, odnosno tržištu kapitala. Naravno, preduzeće koristi lombardni kredit po osnovu zaloga.

Kada se zalažu hartije od vrednosti, one se procenjuju po tržišnoj vrednosti, ali se

lombardni kredit odobrava ispod te vrednosti, obično 60 do 80% od tržišne vrednosti založenih hartija od vrednosti. Kada se zalaže roba, založena roba se čuva u javnim skladištima, skladišnica se predaje banci u zalog pri čemu se i ovde lombardni kredit odobrava ispod tržišne vrednosti robe uskladištene u javnom skladištu. Ugovorom o založnom kreditu, između ostalog, korisnik kredita se obavezuje da zalog dopuni novim hartijama od vrednosti, odnosno novom robom ako pre vraćanja založnog kredita padne tržišna vrednost založenih hartija od vrednosti, odnosno založene robe, a kreditor se ovlašćuje da zalog proda ako dužnik ne vrati kredit i time naplati kredit.

Lombardni kredit, bez obzira na visinu kamatne stope, za preduzeće je često nepovoljan jer smanjuje finansijsku elastičnost. Naime, sve dok su hartije od vrednosti i roba u zalogu, preduzeće ih, naravno, ne može prodati, a ako njihova tržišna vrednost znatnije poraste u toku zalogu, budući da se zalog ne može prodati, preduzeće propušta da ostvari zaradu.

Za banku je lombardni kredit veoma povoljan jer je na kratak rok a uz to pokriven. Osim toga, ako banci koja je dala lombardni kredit na osnovu hartija od vrednosti budu potrebna likvidna sredstva, ona može založene hartije od vrednosti relombardirati kod druge banke i na taj način dobiti likvidna sredstva.

6.2.4. Akceptni kredit

Suština akceptnog kredita je u sledećem: komitent banke (trasant) izdaje menicu, banka akceptira menicu kao glavni dužnik (trasat) obavezujući se time da će ona isкупiti menicu ako sam trasant to ne učini iz makog razloga. Time se, u stvari, samo povećava bonitet i kvalitet akceptirane menice. Trasant (bančin komitent) može akceptiranu menicu eskontovati u drugoj banci i time doći do gotovine ili njome može putem indosiranja platiti svoju obavezu.

6.2.5. Rambursni kredit

Rambursni kredit (fran.ramburser = isplati) je kratkoročni akceptni kredit koji se koristi za plaćanje uvezene robe iz prekomorskih zemalja. Rambursni kredit može da bude indirektan i direktan. Indirektan rambursni kredit je ako akceptiranje menice ne vrši banka uvoznika, već neka treća banka, koja je često i iz treće zemlje, rambursna banka. Kod indirektnog rambursa javljaju se sledeći učesnici:

- kupac uvoznik,
- banka uvoznika,
- rambursna banka,
- banka izvoznika i
- prodavac izvoznik.

Kupac i prodavac najpre zaključuju ugovor o kupoprodaji u kome se utvrđuje da će se plaćanje izvršiti menicom akceptiranom od strane rambursne banke. Potom kupac daje nalog svojoj banci da na teret njegovog računa doznači sredstva rambursnoj banci, koja će akceptirati menicu kojom se plaća uvoz. Banka uvoznika zaključuje ugovor s rambursnom bankom na osnovu koga rambursna banka akceptira menicu vučenu na nju i akceptiranu menicu dostavlja banci izvoznika sa nalogom da je uruči prodavcu (izvozniku) kada od njega primi dokumenta o otpremi robe (konosman, sertifikat o kvalitetu robe, uverenje o poreklu robe, fakturu, polis osiguranja robe u transportu i sl.) koja se prenose na rambursnu banku. Po prijemu naloga banka izvoznika izveštava prodavca (izvoznika) da će mu po prijemu dokumenata o otpremi robe predati akceptiranu menicu od rambursne banke.

Po prijemu dokumenata o otpremi robe banka izvoznika izdaje prodavcu (izvozniku) akceptiranu menicu od rambursne banke, koju on može eskontovati, prodati ili naplatiti od rambursne banke o roku dospeća, a dokumenta o otpremi robe banka izvoznika dostavlja rambursnoj banci. Rambursna banka će dokumenta o otpremi robe zadržati

kod sebe ako do tada nije primila pokriće od banke uvoznika za dati akcept, a ako je primila pokriće ili kad primi pokriće, dokumenta dostavlja banci uvoznika. Banka uvoznika predaje dokumenta o otpremi robe kupcu (uvozniku) sa kojima on vrši preuzimanje robe od broдача.

Kod direktnog rambursa banka uvoznika je istovremeno i rambursna banka. Posmatrano sa stanovišta obaveze rambursne banke i banke izvoznika prema prodavcu (izvozniku) razlikujemo tri vrste rambursa.

Opozivi nepotvrđeni ramburs. U ovom slučaju rambursna banka se nije obavezala da će akceptirati menicu.

Neopozivi nepotvrđeni ramburs. U ovom slučaju rambursna banka se obavezuje da će akceptirati menicu ali se banka izvoznika ne obavezuje da će akceptiranu menicu eskontovati.

Neopozivi potvrđeni ramburs. U ovom slučaju rambursna banka se obavezuje da će akceptirati menicu a banka izvoznika se obavezuje da će akceptiranu menicu eskontovati.

6.2.6. Avalni (garancijski) kredit

Avalni kredit je poseban kratkoročni kredit koji banka obezbeđuje svome klijentu davanjem avala na njegove menične obaveze da on, u stvari, odloži plaćanje svojih obaveza do dospeća menice za naplatu. Dakle, banka avalom preuzima bezuslovno, neopozivo jemstvo daće ona isplatiti avaliranu menicu ako to ne učini njen klijent.

Da bi banka dala aval, ona, naravno, ispituje kreditni bonitet svog klijenta i ukoliko je kreditni bonitet prihvatljiv, banka određuje limit do koga će nivoa avalirati menice svoga klijenta.

6.2.7. Vinkulacioni kredit

Vinkulacionim kreditom se naziva davanje avansa kupcu za plaćanje robe koja od prodavca putuje kupcu. Ovaj kredit je sličan rambursnom kreditu s tim što se rambursni kredit oslanja na konosman u pomorskom

prometu, a vinkulacioni kredit (*vinculare* = vezivanje) na tovarni list u suvozemnom prometu. Postupak je sledeći: banka ili njena poslovna jedinica plaća kupljenu robu na osnovu fakture i duplikata tovarnog lista, u kome se banka pojavljuje kao pošiljalac, iz avansa. Na osnovu duplikata tovarnog lista banka stiče pravo fiduciarne svojine nad robom. Kupac plaća banci vrednost kupljene robe a banka mu uručuje fakturu i duplikat tovarnog lista. S duplikatom tovarnog lista kupac preuzima robu od železnice. Ovaj oblik kredita nekada se naročito primenjivao pri otkupu poljoprivrednih proizvoda od seljaka.

6.2.8. Hipotekarni kredit

Hipotekarni kredit je dugoročni kredit koji se daje na osnovu zaloga (hipoteke) na nepokretnu imovinu (zemljište, kuće, stanovi). Banka odobrava dugoročni kredit klijentu na osnovu tržišne vrednosti njegove nepokretne imovine na koju se stavlja hipoteka, pri čemu je, u principu, dugoročni kredit manji od tržišne vrednosti nepokretne imovine. Hipoteka nad nepokretnom imovinom se upisuje u zemljišne knjige, što znači da se ne može otuđiti sve dok se dugoročni kredit ne vrati banci; tada banka, naravno, skida hipoteku. S obzirom na način vraćanja, postoje dve vrste hipotekarnog kredita: hipotekarni kredit koji se vraća odjednom po isteku roka hipoteke i uz plaćanje kamate u ugovorenim rokovima (polugodišnje ili godišnje) do dospeća roka za naplatu glavnice hipotekarnog kredita i hipotekarni kredit koji se vraća putem anuiteta (polugodišnjih ili godišnjih, na primer) koji sadrži deo otplate glavnice i dospelu kamatu.

6.2.9. Investicioni kredit

Investicioni kredit je dugoročni kredit za finansiranje ulaganja u osnovna sredstva i trajna obrtna sredstva. Investicioni kredit se odobrava na osnovu investicionog projekta kojim se dokazuje tržišna valjanost, rentabilnost i likvidnost projekta uz iskazivanje uku-

pnog obima ulaganja i strukture izvora finansiranja (sopstveni izvori, dugoročni krediti i eventualno drugi izvori). Banka ispituje valjanost investicionog projekta sama ili to poverava specijalizovanim organizacijama za to (npr. specijalizovanim institutima). Ako je investicioni projekat prihvatljiv, ispituje se i kreditni bonitet investitora i ako je prihvatljiv i kreditni bonitet investitora, banka odobrava dugoročni investicioni kredit. U toku izvođenja investicija po investicionom projektu kamata se ne plaća iako je banka obračunava. To je tzv. interkalarna kamata koja povećava glavnicu odobrenog dugoročnog kredita i nematerijalna (osnivačka) ulaganja. Može se ugovoriti i odloženi rok plaćanja posle završetka izgradnje (ulaganja) po investicionom projektu od, na primer, 2 do 3 godine (grejs period).

Otplata dugoročnog investicionog kredita vrši se putem anuiteta, obično polugodišnjih. Obezbeđenja kredita mogu da budu različita: zalaganje objekta koji se gradi, garancija druge banke, garancija države kada su u pitanju inostrani dugoročni krediti, a može da bude i bez pokrića.

6.3. Cena kredita

Cena kredita je zapravo kamatna stopa, pri čemu razlikujemo: nominalnu kamatnu stopu, stvarnu kamatnu stopu, realno pozitivnu kamatnu stopu, realno negativnu kamatnu stopu, relativnu kamatnu stopu i konformnu kamatnu stopu.

Nominalna kamatna stopa. Nominalna kamatna stopa je ugovorena kamatna stopa, tj. kamatna stopa po kojoj se vrši obračun kamata. Nominalna kamatna stopa može da bude fiksna ili varijabilna. Fiksna nominalna kamatna stopa je upisana u ugovoru o kreditu i po njoj se vrši obračun kamata sve do konačne otplate kredita. Varijabilna kamatna stopa se menja u toku otplate kredita. Pri tome mogu da se ugovore dva osnova za utvrđivanje visine varijabilne kamatne stope: vladajuća kamatna stopa na tržištu kapi-

tala u momentu obračuna kamate ili, pak, vladajuća stopa inflacije u momentu obračuna kamate.

Ako je osnov za utvrđivanje varijabilne nominalne kamatne stope vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala, u ugovoru o kreditu, po pravilu, bliže se određuje koje je to tržište kapitala i za koje dužnike je relevantna kamatna stopa koja se uzima za varijabilnu kamatnu stopu. Tako, na primer, u nekim zapadnim zemljama ili kod međunarodnih kredita varijabilna kamatna stopa se vezuje za *Libor* ili *Prime Rate*. *Libor* su kamatne stope koje međusobno zaračunavaju londonske banke, a *Prime Rate* su kamatne stope koje američke banke zaračunavaju svojim najboljim dužnicima. Naravno, varijabilna kamatna stopa se može ugovoriti i iznad pomenutih kamatnih stopa; na primer, *Libor* plus jedan procentni poen ili *Prime Rate* plus dva procentna pena.

Ako je osnov za utvrđivanje varijabilne kamatne stope stopa inflacije u momentu obračuna kamate, ugovorom o kreditu se fiksira realni deo kamate, tj. deo kamate iznad stope inflacije, i ugovora se kako se na bazi vladajuće stope inflacije i realnog dela kamatne stope utvrđuje nominalna kamatna stopa. Za stopu inflacije obično se uzima stopa rasta cena na malo u periodu za koji se vrši obračun kamate, a uvećanje stope inflacije za realni deo kamate može da se vrši ili dodavanjem ugovorenog realnog dela kamatne stope na stopu inflacije, ili revalorizacijom ugovorenog realnog dela kamatne stope sa stopom inflacije plus stopa inflacije. Prvi način se primenjuje kada je stopa inflacije relativno niska, kada se meri jednocifrenim brojem. Primera radi, ako je ugovorena realna kamatna stopa 10% godišnje a godišnja stopa inflacije je bila 5%, nominalna kamatna stopa je 15% ($10 + 5$). Drugi način se primenjuje kada je stopa inflacije visoka, kada se izražava višecifrenim brojem. Postupak je takav da se realni deo kamatne stope

revalorizuje a zatim se revalorizovanom delu dodaje stopa inflacije. Primera radi, ako je realni deo ugovorne kamatne stope 10% godišnje a godišnja stopa inflacije 50%, onda je nominalna kamatna stopa $10 \times 1,50 + 50 = 65\%$.

Stvarna kamatna stopa. Stvarna kamatna stopa je viša od nominalne kamatne stope kada se kamata obračunava i plaća anticipativno ili kada kreditor zahteva da korisnik kredita kao uslov za dobijanje kredita oroči određenu sumu novca, ili kada od korisnika kredita zahteva da do roka otplate na svom *a vista* računu uvek drži određenu sumu novca, ili, pak, kada se za obračun kamata u toku godine primenjuje relativna kamatna stopa. U prvom slučaju stvarna kamatna stopa K_s se izračunava na sledeći način:

$$K_s = \frac{P_k \cdot 100}{P_d}$$

gde je:

P_k = prosečni iznos kamate plaćen u toku roka otplate kredita,

P_d = prosečno stvarno raspoloživa sredstva pribavljena po osnovu kredita, pri čemu su stvarno raspoloživa sredstva pribavljena po osnovu kredita ravna razlici između sume kredita i anticipativno plaćene kamate.

U drugom i trećem slučaju stvarna kamatna stopa K_s se izračunava na sledeći način:

$$K_s = \frac{P_{kn} \cdot 100}{P_{dn}}$$

gde je:

P_{kn} = prosečni neto iznos plaćene kamate u toku roka otplate kredita i

P_{dn} = prosečni neto dug u toku roka otplate kredita,

pri čemu je neto iznos plaćenih kamata ravan razlici između plaćenih kamata po kreditu banci i naplaćenih kamata od banke po osnovu oročenog depozita, odnosno depozita po videnju, a neto dug je ravan razlici između iznosa kredita i oročenog depozita, odnosno depozita po videnju.

O uvrđivanju stvarne kamatne stope kada se primenjuje relativna kamatna stopa biće reči malo kasnije.

Realno pozitivna kamatna stopa. Realno pozitivna kamata je kada je nominalna, odnosno stvarna stopa viša od stope inflacije. Realni deo kamatne stope K_r izračunava se na sledeći način:

$$K_r = \frac{k_s - S_i}{1 + S_i}$$

gde je:

k_i = nominalna, odnosno stvarna kamatna stopa izražena decimalnim brojem i

S_i = stopa inflacije izražena decimalnim brojem.

Realno negativna kamatna stopa. Realno negativna kamatna stopa je kada je nominalna, odnosno stvarna kamatna stopa niža od stope inflacije. Realno negativni deo kamatne stope izračunava se po obrascu koji je naveden kod realno pozitivne kamatne stope, s tim što je u ovom slučaju rezultat sa znakom minus.

Relativna kamatna stopa. Relativna kamatna stopa je proporcionalni deo godišnje kamatne stope za obračunski period kamata u toku godine. Primera radi, ako je godišnja kamatna stopa 10% onda je polugodišnja kamatna stopa 5% = (10:2) a kvartalna kamatna stopa je 2,5% = (10:4). Relativna kamatna stopa za obračun kamate u toku godine primenjuje se kada je godišnja kamatna stopa relativno niska. Pri tome, njena primena u toku godine dovodi do toga da stvarna godišnja kamatna stopa bude nešto viša od nominalne kamatne stope. U našem primeru, ako se obračun kamate vrši polugodišnje, godišnja stvarna kamatna stopa biće:

$$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{5}{100} \right)^2 - 1 \right] = 10,25\%$$

Konformna kamatna stopa. Konformna kamatna stopa je diskontovana godišnja kamatna stopa na obračunski period u toku

godine. Konformna kamatna stopa (K_s) dobija se po obrascu:

$$K_s = 100 \cdot \left[\sqrt[365]{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^d} - 1 \right] \text{ ili}$$

$$K_s = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{p}{100}\right)^{\frac{d}{365}} - 1 \right]$$

gde je:

p = nominalna godišnja kamatna stopa i

d = broj dana za koji se računa kamata.

Primena konformne kamatne stope obezbeđuje da se pri obračunu kamate u toku godine godišnja kamatna stopa ne povećava, što znači da je stvarna kamatna stopa jednaka nominalnoj kamatnoj stopi. Zbog toga se konformna kamatna stopa primenjuje kada je godišnja kamatna stopa visoka. Primera radi,

7. SPECIFIČNI OBLICI FINANSIRANJA

7.1. Finansiranje iz spontanih (autonomnih) izvora

Spontani, često se zovu i autonomni, izvori finansiranja formiraju se po osnovu obaveza iz poslovnih odnosa sa dobavljačima, iz obaveza prema radnicima i fiskusa i ostalih obaveza. Prema tome, spontani izvori finansiranja su:

- obaveze prema dobavljačima,
- obaveze za primljene avanse od kupaca,
- obaveze za obračunate a neplaćene kamate,
- obaveze za obračunatu a neplaćenu dividendu i obračunatu a neplaćenu naknadu za ulog trećih lica,
- obaveze za neisplaćene neto lične dohotke radnicima,
- obaveze za obustavljene a nedoznačene lične dohotke po sudskim i administrativnim zabranama,
- obaveze za poreze i doprinose iz ličnih dohodaka,
- obaveze za obračunate a neplaćene premije osiguranja,
- obaveze za porez na promet,

ako je godišnja kamatna stopa 100%, polugodišnja konformna stopa će biti:

$$K_s = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{p}{100}\right)^{\frac{181}{365}} - 1 \right] = 41,4214\%$$

a godišnja kamatna stopa (K_i)

$$K_i = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{41,4214}{100}\right)^2 - 1 \right] = 100\%$$

Ako bismo primenili relativnu kamatnu stopu, što znači da je polugodišnja kamatna stopa 50% = (100:2), onda bi stvarna godišnja kamatna stopa bila:

$$K_i = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{50}{100}\right)^2 - 1 \right] = 125\%$$

Dakle, stvarna kamatna stopa je u ovom slučaju više od nominalne kamatne stope za 25 procentnih poena.

- obaveze za porez na finansijski rezultat,
- obaveze za carine, takse i druge dažbine.

Karakteristika svih ovih spontanih izvora finansiranja jeste u tome što su oni raspoloživi u kratkom, strogo utvrđenom roku i u tom roku su besplatni. Pri tome, rokovi dospeća se utvrđuju:

- za obaveze prema dobavljačima i za obaveze za avanse kupaca, kupoprodajnim ugovorima sa dobavljačima, odnosno kupcima,
- za obaveze po kamatama, ugovorom o kreditu odnosno ugovorom o emisiji obveznica,
- za obaveze po dividendi — statutom preduzeća a za obaveze po naknadi za uloge trećih lica ugovorom,
- za obaveze po osnovu neto ličnih dohodaka, kolektivnim ugovorom ili internim aktom preduzeća,
- za obaveze po osnovu premija osiguranja ugovorom o osiguranju, a
- za sve ostale obaveze, u principu, rok dospeća određen je zakonskim propisima.

Budući da su spontani izvori besplatni u toku raspoloživosti, za preduzeće je od po-

sejne važnosti da rokovi raspoloživosti budu što duži, naročito kod obaveza prema dobavljačima jer su one dominantne u strukturi spontaniz izvora finansiranja. U kojoj meri će preduzeće uspeti da rokovi dospeća obaveza prema dobavljačima budu duži, zavisi od položaja proizvoda ili usluge na tržištu koji se nabavljaju, ali i od spretnosti nabavne funkcije da izdejstvuje duži rok plaćanja. Ako se sa dobavljačem ugovara kasa-skonto, bitno je da i diskontni period bude što duži, o čemu će posebno biti reči u glavi o finansijskoj strategiji i taktici ove knjige. Što su rokovi raspoloživosti spontaniz izvora duži, preduzeće će manje koristiti kredita i time smanjiti troškove finansiranja. Naravno, ako se pomenute obaveze ne plate o roku dospeća, preduzeće ne samo što je time postalo nelikvidno već se tada na dospele neisplaćene obaveze plaća zatezna kamata, čija je stopa uvek veća od stope redovne kamate, što izaziva osetno povećanje troškova finansiranja. Zatezna kamata se, u principu, jedino ne plaća za zakašnjenje isplate neto ličnih dohodaka i dividendi, ali ako se uredno ne isplaćuju neto lični dohoci i dividenda, po pravilu, dolazi do konflikta s radnicima, odnosno deoničarima, što može imati dalekosežne negativne posledice za preduzeće.

Visina stope zatezne kamate utvrđuje se ugovorom ili zakonskim propisima. Kada neka od pomenutih obaveza padne u docnju; ona postaje skuplji izvor finansiranja od kredita.

Zbog svega rečenog preduzeće mora da nastoji da se ugovore što duži rokovi za plaćanje a potom da strogo vodi računa da se sve pomenute obaveze plate na dan dospeća kako zbog održavanja likvidnosti i time izbegavanja svih negativnih posledica koje proističu iz nelikvidnosti po ugled pa i opstanak preduzeća, tako i zbog izbegavanja poveća-

nja troškova finansiranja po osnovu zateznih kamata i izbegavanja konflikata s radnicima i deoničarima.

7.2. Finansiranje iz faktoringa

7.2.1. Pojam faktoringa

Faktoring potiče od engleske reči Factor koja ima više značenja: agent, komisionar, posrednik. Tvrdi se da se ugovor o faktoringu razvio u XIX veku u Americi.⁸³ Naime, tada su engleski izvoznici prodavali robu u Americi preko agenata na bazi komisionog posla. Vremenom su se ovi agenti počeli baviti ispitivanjem kreditne sposobnosti kupaca i obavljanjem niza administrativnih poslova za račun svog engleskog klijenta, pa i naplatom potraživanja od kupaca. Tako su ti agenti postali faktorinzi, odnosno specijalizovane organizacije za faktoring poslove koje su kasnije prihvatile i neke banke. U evropskim zemljama faktoring se počeo da razvija šezdesetih godina ovog veka, pri čemu je godišnji rast faktoring poslova 15 do 20%.⁸⁴ Danas je u zapadnom svetu razvijena veoma široka mreža faktoring firmi koje se često povezuju u multinacionalne kompanije za faktoring uključujući u sebe banke, osiguravajuća društva i druge finansijske organizacije.

Usluge faktoring firmi naročito mnogo koriste mala i srednja preduzeća, ali i neka velika preduzeća. Ugovorom o faktoringu može se ugovoriti da faktoring firma:

- prihvata cesiju potraživanja svog komitenta na faktoring firmu, pri čemu faktoring firma isplaćuje cedirana potraživanja komitentu uz diskont,
- prihvata naplatu potraživanja komitenta u svoje ime i za njegov račun uz odobrenje kredita komitentu,
- prihvata ispitivanje kreditnog boniteta kupaca komitenata,

83 Ima i drugačijih mišljenja o početku i razvoju faktoringa. Vidi o tome: Prof.dr Božidar Pavićević, *Ugovori o lizingu, franšizingu, faktoringu i forfaitingu*, Agencija „Intellect“, Beograd, 1990, str.36.

84 Prof. dr Božidar Pavićević: citirani opus, str.37.

- prihvata marketing istraživanja za račun komitenta i
- prihvata vođenje knjigovodstva komitenta.

Naravno, ugovorom se mogu ugovoriti samo neki od pomenutih poslova. Ugovori su, u principu, dugoročni (do 10 godina, na primer), pri čemu faktoring organizacija, u principu, ne prihvata male ugovore jer joj samo veliki ugovori omogućuju da njene naknade za učinjene usluge budu relativno niske i time kurentne u odnosu na druge faktoring firme.

7.2.2. Vrste faktoringa

Otvoreni faktoring. Postoje dve vrste otvorenog faktoringa.

Prva vrsta se sastoji u tome da komitent faktoring firme cedira na nju svoja potraživanja, o čemu obaveštava kupca da je cesija izvršena i da je obavezan svoje obaveze platiti faktoring firmi. Time faktoring firma postaje poverilac kupca njenog komitenta preuzimajući na sebe sve rizike naplate cediranog potraživanja. Za cedirana potraživanja faktoring firma plaća odmah svom klijentu knjigovodstvenu vrednost cediranih potraživanja uz odbitak eskontne kamate, troškova i provizije. Visina ovih odbitaka uglavnom zavisi od kreditnog boniteta kupca i od obima prometa koji klijent ostvaruje preko faktoring firme. Tako klijent faktoring firme dolazi do gotovine praktično putem prodaje svog potraživanja. Međutim, iako klijent ima dugoročan globalni ugovor sa faktoring firmom, faktoring firma ne mora prihvatiti svaku ponudenu cesiju. Naime, faktoring firma prihvata cediranje samo onih potraživanja kod kojih nije u pitanju dobar kreditni bonitet dužnika i za koja postoje nepobitni dokumnetovani dokazi da se sa pravne tačke gledišta ta potraživanja ne mogu osporiti.

Drugi vid otvorenog faktoringa sastoji se u tome da komitent cedira svoja potraživanja na faktoring firmu samo radi naplate, što znači da ona vrši naplatu u svoje ime a za račun komitenta i naravno, naplaćujući za to

od komitenta proviziju za svoju uslugu. Pri tome faktoring firma na temelju cediranih potraživanja daje klijentu kratkoročni kredit uz odgovarajuću kamatu. Visina tog kredita je uvek niža od cediranih potraživanja i kreće se 75% — 85% od cediranih potraživanja.

Faktoring firma naplaćena cedirana potraživanja umanjuje za dati kredit, kamatu na kredit i za proviziju i klijentu doznačuje razliku. Klijent je time praktično dobio gotovinu po osnovu kredita uz „zalog“ potraživanja.

Zatvoreni ili skriveni faktoring. Suština zatvorenog ili skrivenog faktoringa je u sledećem: izvoznik prodaje robu faktoring firmi za gotovo koju faktoring firma isplaćuje iz sredstava banke namenjenih za kreditiranje izvoza, tako da se banka javlja u svojstvu skrivenog principala, preko istog izvoznika roba se preprodaje inozemnom kupcu na kredit, pri čemu izvoznik vrši prodaju u ime a za račun faktoring firme. Faktoring firma naplaćuje izvezenu robu od inostranog kupca i vraća kredit banci. Pri tome faktoring firma ostvaruje razliku u ceni.

Pravi faktoring i kvazi-faktoring. Kod pravog faktoringa vrše se kumulativno sve funkcije otvorenog faktoringa (obe varijante), zatvorenog faktoringa i vršenje usluga, a kod kvazi faktoringa vrši se samo jedna ili dve od ovih funkcija.

7.3. Finansiranje iz forfertinga

Forferting kao oblik finansiranja javlja se kod krupnih pojedinačnih poslova o isporuci opreme, izgradnje objekata po sistemu „ključ u ruke“ ili izvođenja investicionih radova sa odloženim rokovima plaćanja od pola godine do nekoliko godina. Dakle, sa stanovišta prodavca — proizvođača radi se o prodaji njegovih proizvoda, odnosno usluga investitoru na bazi komercijalnog, odnosno robnog kredita. Ako prodavac — proizvođač nema sopstvenih sredstava da finansira komercijalni kredit, on zaključuje ugovor s bankom o forfertingu. Suština tog ugovora je u sledećem:

- Prodavac — proizvođač cedira na banku svoja potraživanja od investitora (kupca) uz prenos i instrumenata za naplatu tih potraživanja o rokovima dospeća koje je ugovorio sa kupcem (menica, dokumentarni akreditiv, garancija trećeg lica, na primer).

- Banka prihvata cesiju potraživanja i isplaćuje nominalnu vrednost prenetih potraživanja prodavcu (proizvođaču) uz odbitak eskontne kamate, provizije i svojih troškova vezanih za taj posao, pri čemu se banka obavezuje da će ona snositi rizik naplate cediranih potraživanja, odnosno da neće tražiti regres nenaplaćenih potraživanja od proizvođača — prodavca.

Na opisan način prodavac — proizvođač dolazi do gotovine; praktično on je prodao svoj komercijalni kredit banci i budući da mu je banka isplatila preneti potraživanja u gotovu, sada banka kreditira kupca investitora, naplaćuje cedirana potraživanja o rokovima dospeća uz pomoć prenesenih instrumenata plaćanja i time, u stvari, vraća datu gotovinu prodavcu-proizvođaču, a budući da su cedirana potraživanja veća od date gotovine za iznos eskontne kamate, provizija i troškova, banka ostvaruje prihod u visini razlike između cediranih potraživanja i date gotovine. Zaključivanje ugovora o forfertingu najčešće se praktikuje kod izvoznih poslova — izvoz opreme, izgradnja objekata i izvođenje investicionih radova — ali to nikako ne znači da se taj sistem finansiranja ne može primeniti i kod istih takvih poslova u zemlji. Prodavcu-proizvođaču forfeting obezbeđuje da može kupcu ponuditi povoljnije rokove plaćanja, što mu daje veću šansu da ugovori posao, a kupcu (investitoru) obezbeđuje se kredit za finansiranje njegovih investicionih ulaganja. Naravno, prodavac-proizvođač pri sačinjavanju ponude, odnosno formiranju cene koju nudi, mora uzeti u obzir da će posao biti finansiran iz forfetinga i da se toga radi, pored ostalog, u cenu moraju ugraditi troškovi eskontne kamate, provizija i drugi

troškovi koje će platiti banci, a kupac (investitor) je svestan da ponudena cena obuhvata i troškove finansiranja.

Da li će banka prihvatiti ugovor o forfertingu ili ne, u najvećoj meri zavisi od kreditne sposobnosti kupca (investitora), koju banka seriozno ispituje i budući da se radi o dugoročnom poslu za banku je takav posao dosta rizičan. Zbog toga ona ispituje i procenjuje i nekomercijalne rizike kod ovih poslova. I upravo zbog relativno visokog rizika eskonta kamatna stopa, mada uvažava vladajuću kamatnu stopu na tržištu kapitala, je visoka. S druge strane, na konačnu odluku o prihvatanju ugovora o forfertingu utiče i stepen sigurnosti instrumenata za obezbeđenje plaćanja. Iz svih tih razloga prodavac-proizvođač ne bi smeo da zaključi ugovor o poslu pa da potom ide u banku da zaključi ugovor o forfertingu. Naprotiv, neophodno je još u vreme sačinjavanja ponude tesno sarađivati sa bankom u pogledu ispitivanja kreditne sposobnosti kupca, vrste instrumenata obezbeđenja naplate, rokova naplate, visine eskontne kamatne stope, provizije i troškova kako bi se zaključio posao po kome će banka sigurno prihvatiti ugovor o forfertingu.

Iz izloženog jasno se vidi da postoje i izvesne sličnosti ali i razlike između forfetinga i faktoringa. Sličnosti su u tome što prodavac dolazi do gotovine ne čekajući naplatu potraživanja, a razlike su:

- što forfeting poslove uvek rade banke, dok faktoring poslove najvećim delom rade faktoring firme, a banke manjim delom,
- što kod forfeting poslova banka preuzima rizik naplate potraživanja, dok kod faktoring poslova faktoring firma, videli smo, ne mora uvek na sebe preuzeti taj rizik,
- što se forfeting ugovor zaključuje uvek o svakom pojedinačnom poslu (potraživanju), dok se kod faktoring poslova može ugovoriti tzv. „globalna cesija“, što znači da se sva potraživanja od kupaca koja su nastala i koja će nastati cediraju na faktoring firmu po unapred

zaključenom ugovoru o „globalnoj cesiji“,

- što se kod faktoring poslova uvek radi o kratkoročnim potraživanjima, potraživanjima sa uobičajenim rokovima naplate koji u principu ne prelaze šest meseci, a po pravilu, su mnogo kraći, čak ponekada i ispod mesec dana, dok su kod forfertinga potraživanja uvek dugoročna, sa rokom naplate, u principu, od nekoliko godina,

- najzad, kod faktoring poslova kamatna stopa je uvek niža, njen osnov je vladajuća kamatna stopa na tržištu novca jer su rizici manji, dok je kod forferting poslova kamatna stopa viša, njen osnov je vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala jer su rizici veći.

7.4. Finansiranje iz lizinga

Reč „lizing“ potiče od engleske reči „to lease“ koja znači zakup. U poslovnom smislu zaista se radi o davanju opreme u zakup, ali lizing aranžman često ne obuhvata samo davanje opreme u zakup već i:

- obuku kadrova korisnika lizinga za rukovanje opremom,
- prenošenje na korisnika lizinga znanja i iskustva (KNOW-HOW) iz oblasti tehnike, tehnologije i tehničke dokumentacije koja je vezana za opremu koja predstavlja predmet ugovora o lizingu i
- servisiranje, održavanje i zamena dotrajalih delova opreme koja je predmet ugovora o lizingu.

Lizing poslovi su se počeli razvijati početkom ovog veka u SAD a kasnije su prihvaćeni u Evropi i Japanu. Lizing posao može se zaključiti direktno između proizvođača opreme i korisnika opreme ili između specijalizovane firme za lizing poslove i korisnika opreme, odnosno lizinga. U ovom drugom slučaju često se takav lizing-aranžman naziva finansijski lizing. Specijalizovana firma za lizing poslove je, u stvari, firma koja se profesionalno bavi kupovanjem opreme od proizvođača i davanjem te opreme u zakup. Samim ugovorom o lizingu utvrđuje se rok zakupa, koji je uvek višegodišnji, ali se vrlo često

ugovaraju i opcije: opcija za produženje roka lizinga, odnosno obnavljanje ugovora o lizingu posle isteka prvobitno ugovorenog roka ili opcija prava na otkup opreme od strane korisnika lizinga po isteku roka zakupa.

Cena zakupa, odnosno naknade za zakup obuhvata: amortizaciju opreme, kamatu na sredstva data u zakup, troškove servisiranja, održavanja i zamene dotrajalih delova opreme, troškove osiguranja opreme kod korisnika lizinga ako korisnik opreme ne vrši sam osiguranje i time plaća troškove osiguranja, troškove prouzrokovane pripremanjem i zaključivanjem ugovora o lizingu, troškove obuke kadrova korisnika lizinga za rukovanje opremom, a ako se korisniku lizinga prenosa znanja i iskustva (KNOW-HOW) iz oblasti tehnike i tehnologije, uz prenos tehničke dokumentacije naknada za te usluge se ugovara posebno, takođe ugovorom o lizingu, ali ta naknada nije sastavni deo cene zakupa, već je odvojena od te cene i plaća se, po pravilu, odjednom. Cena zakupa se plaća u ratama, obično polugodišnje a rede godišnje, i to unapred.

Cena zakupa se može razbiti u dva dela: na deo koji se plaća za korišćenje opreme u jednoj smeni (182 časa mesečno) i deo koji se plaća ako se oprema koristi u drugoj ili eventualno i u trećoj smeni, odnosno ako se koristi preko 182 časa mesečno. Davalac lizinga pri utvrđivanju cene zakupa, po pravilu, kalkuliše sa amortizacijom, tako da se data oprema u lizing amortizuje do isteka roka ugovora o lizingu, što znatno podiže cenu zakupa, utoliko više što je kraći rok ugovora o lizingu — što je nepovoljno za korisnika lizinga, tim pre što se u slučaju opcije otkupa opreme ne uzima neotpisana vrednost opreme u momentu otkupa, već se cena otkupa utvrđuje slobodnom pogodbom; naravno, pri tome obe strane uzimaju u obzir vladajuće tržišne cene te opreme i preostali vek trajanja opreme koja se otkupljuje. Najzad, budući da se radi o dugoročnom ugovoru

ru, često se ugovara i mogućnost promene cene zakupa u toku trajanja roka lizing ugovora u zavisnosti od tržišnih i monetarnih kolebanja, a naročito u zavisnosti od kretanja stope inflacije. Ugovorom o lizingu, po pravilu, ugovara se da korisnik lizinga, ako ne otkupi opremu, snosi troškove demontaže opreme, troškove transporta i osiguranja vraćanja opreme davocu lizinga po isteku roka zakupa.

Za davaoca lizinga lizing-aranžman, u stvari, proširuje tražnju opreme koja je predmet lizinga, ali on, dakako, mora obezbediti sredstva za finansiranje lizing-aranžmana. Za korisnika lizinga prednost je u sledećem:

- što korišćenjem lizinga ne mora angažovati sopstvena sredstva, odnosno, ne mora se dodatno dugoročno zadužiti radi finansiranja nabavljene opreme,
- što putem lizinga može razviti i usvojiti savremenu tehniku i tehnologiju proizvodnje sopstvenog proizvoda, čime njegov proizvod biva kurentniji na tržištu, što, dakako, obećava opstanak na tržištu a time i opstanak preduzeća,
- što se rizik zastarevanja opreme usled razvoja nauke, tehnike i tehnologije prevlađuje na davaoca lizinga i
- što se nabavkom opreme putem lizinga ne kviri struktura kapitala (vertikalno pravilo finansiranja) i ne kviri dugoročna finansijska ravnoteža (zlatno bilansno pravilo u širem smislu).

Za korisnika lizinga finansiranje iz lizing-aranžmana je nepovoljno jedino u tome što su troškovi po osnovu cene naknade, u principu, viši nego kada bi se oprema kupila čak i putem dugoročnog dodatnog zaduženja. Naime, ako se iz cene zakupa isključe troškovi servisiranja, održavanja i zamene dotrajalih delova opreme i kada bi tako

„očišćena“ cena zakupa bila jednaka zbiru troškova amortizacije i kamata na dugoročne dugove iz kojih je finansirana pribavljena oprema, korisnik lizinga ne bi imao povećanje troškova, ali je najčešće i tako očišćena cena zakupa viša od pomenutog zbira kako zbog ubrzane amortizacije koju obračunava davaoc lizinga tako i zbog njegove težnje da u cenu zakupa ugradi, pored svojih troškova, i stanovitu zaradu, što je sasvim razumljivo. Zbog svega rečenog korisnik lizinga mora pomenute prednosti finansiranja iz lizinga komparirati sa cenom zakupa.

7.5. *Franšizing-aranžman*

Strogo uzevši, franšizing nije finansijski već trgovački posao, a u nekim slučajevima posao o proizvodnji i prodaji, ali kako se svi pa i franšizing poslovi tiču finansiranja, to ćemo opisati suštinu franšizing poslova, tim pre što su specifični sa finansijske tačke gledišta. Franšizing poslovi su plod trgovačke prakse SAD krajem prošlog i početkom ovog veka. Prva firme koje su se bavile franšizing poslovima bile su: Singer Sewing Machine Com. (1863), General Motors (1896), Coca-Cola (1882)⁸⁵ a kasniji franšizing poslovi su preneti i u Evropu i Japan. U osnovi, postoje dve vrste franšizing poslova: prometni franšizing i proizvodni franšizing.

Prometni franšizing. Prometni, koji se često zove i poslovni, franšizing odnosi se na prodaju robe preko maloprodajne mreže krajnjim potrošačima. Davalac franšizinga je veliki proizvođač te robe ili veletrgovinsko preduzeće a korisnik franšizinga su trgovci na malo. Ugovorom o franšizingu davalac franšizinga prenosi korisniku franšizinga pravo isključive prodaje robe davaoca franšizinga na tržištu korisnika franšizinga, pri čemu koristi ime i žig te robe. Osim toga, davalac franšizinga prenosi na korisnika franšizinga:

85 Prof. dr Božidar Pavićević: citirani opus, str. 21.

- svoju formulu (način) poslovanja,
- svoj metod prodaje i
- svoje pravo industrijske svojine za dobar plasman.

Korisnik franšizinga:

- prodaje proizvode (ili vrši usluge) po unificiranim nalazima i uputstvima davaoca franšizinga,
- plasman vrši pod firmom i poslovnim znakom davaoca franšizinga, a svi učesnici u sistemu franšizing poslova javljaju se kao jedinstvena celina u odnosu na treća lica.

Prednost franšizinga za davoca jeste u tome što on preko već izgrađenih prodajnih objekata korisnika franšizinga širi tržište (ne ulažući svoja sredstva u prodajne objekte), jača kurentnu sposobnost i time sa tržišnog aspekta stvara uslove za rast i razvoj preduzeća. Prednost franšizinga za korisnika jeste u tome što u promet uključuje, po pravilu, ekskluzivne proizvode za koje je tržište ispitao davaoca franšizinga, što stiče znanja od davaoca franšizinga o načinima poslovanja i metodima prodaje, koji su, u principu, provereni i već dali dobre rezultate a sve to omogućuje korisniku da ostvaruje veći promet a time i veći dobitak.

Proizvodni franšizing. Proizvodni, koji se često zove industrijski, franšizing obuhvata pored prava na prodaju proizvoda davaoca i pravo na proizvodnju tog proizvoda od strane korisnika franšizinga. Time se proizvodnja proizvoda približava mestu prodaje, što, dakako, bitno smanjuje troškove transporta i proizvod čini kurentnijim jer cenu ne terete transportni troškovi. Davalac franšizinga u ovom slučaju:

- pomaže korisniku franšizinga u osvajanju proizvodnje i kontroli proizvoda i u organizaciji proizvodnje i prodaje prenoseći time na korisnika franšizinga svoju poslovnu koncepciju,
- vrši obuku kadrova korisnika franšizinga za proizvodnju i prodaju proizvoda,
- prenosi znanja i iskustva (KNOW-HOW) u poslovanju,

- prenosi licencno pravo na proizvodnju proizvoda i zaštitni žig proizvoda.

Za davaoca franšizinga industrijski franšizing je, u stvari, prodaja znanja s područja proizvodnje i marketinga, ali kako je to istovremeno i stvaranje konkurencije za plasman proizvoda proizvedenih u sopstvenim pogonima, davalac franšizinga određuje kapacitet i kontroliše obim proizvodnje kod korisnika franšizinga, a uz to ponekad uslovljava da korisnik franšizinga, pored proizvodnog franšizinga, prihvati i prometni franšizing, što znači da korisnik franšizinga prodaje i proizvod koji je sam proizveo i koji je proizveo davalac franšizinga. Za korisnika franšizinga industrijski franšizing je privlačan zato što su rizici ulaganja u izgradnju proizvodnih kapaciteta bitno smanjeni kako u smislu osvajanja proizvodnje proizvoda tako i u pogledu njegovog plasmata (prodaje).

Ugovorom o poslovnom franšizingu, između ostalog, reguliše se:

- da davalac franšizinga daje korisniku franšizinga svoju formulu poslovanja, svoj metod plasmata proizvoda (ili usluge), znanje i iskustvo (KNOW-HOW) i vrši obuku kadrova korisnika franšizinga i
- da korisnik franšizinga, pored plaćanja nabavne cene prodate robe, odnosno usluge, plaća naknadu davaocu franšizinga koja se određuje u procentu (na primer, 2 do 5%) od vrednosti prodatih proizvoda, odnosno usluga; ova naknada je zapravo „cena“ za prenos formule poslovanja, metoda plasmata, znanja i iskustva i obuku kadrova od strane davaoca franšizinga na korisnika franšizinga, pri čemu, zato što se obračunava od ostvarene prodaje, praktično predstavlja učešće u raspodeli ostvarene marže kao razlike između prodajne i nabavne vrednosti prodatih proizvoda, odnosno usluga.

Ugovorom o proizvodnom (industrijskom) franšizingu, između ostalog, reguliše se:

- saradnja davaoca i korisnika franšizinga oko izbora lokacije proizvodnog pogona, pripre-

manja investicionog projekta, vršenja tehničkog nadzora u toku izgradnje, izrade planova proizvodnje i marketing-istraživanja,

- prenos licencnog prava proizvodnje proizvoda, zaštitnog žiga proizvoda, prenos prava na upotrebu firme, obuka stručnih kadrova, prenošenje znanja i iskustva (KNOW-HOW)i
- utvrđuje se naknada u fiksnom iznosu koju korisnik franšizinga plaća davaocu franšizinga za opisane usluge, tj. za prodaju znanja.

Naravno, korisnik franšizinga obezbeđuje sredstva za finansiranje investicionih ulaganja, što ne znači da davalac franšizinga ne može na neki način učestvovati u finansiranju investicija (na primer, putem uloga, kupovinom deonica, davanjem dugoročnog kredita), ali je taj finansijski aranžman, naravno, predmet posebnih ugovora o kojima je u prethodnim poglavljima bilo reči.

IV. FINANSIJSKO PLANIRANJE

Finansijsko planiranje je, u stvari, konkretizacija finansijske politike kroz finansijske planove kojima se cilj finansijske politike — finansijska snaga, u vrednosnom izrazu stavlja u vreme i prostor. Vrednosni izraz cilja finansijske politike kroz finansijske planove projektuje (predviđa) kako će se i u kojoj vremenskoj dimenziji, s jedne, i gde, u kom prostoru (području), će se cilj ostvariti, s druge strane. Iz finansijskih planova treba da se što jasnije vidi šta se namerava učiniti, ko i kad (u kom roku) treba izvršiti nameru. Polazeći od toga da finansijska snaga podrazumeva trajnu sposobnost plaćanja, trajnu sposobnost finansiranja, trajnu sposobnost povećanja imovine vlasnika i trajnu sposobnost zadovoljenja finansijskih interesa učesnika preduzeća — finansijsko planiranje obuhvata:

- planski bilans uspeha,
- planski bilans stanja,
- plan novčanih tokova i
- plan dugoročnih ulaganja.

Kod planskog bilansa uspeha u centru pažnje je planiranje neto dobitka, jer se putem dobitka obezbeđuje uvećavanje imovine, utiče na vertikalnu i horizontalnu strukturu bilansa stanja, a time na likvidnost i finansiranje. Budući da ostvarenje neto dobitka uvek prati veća ili manja neizvesnost, u sklopu izrade planskog bilansa uspeha utvrđuju se rizici i ispituje mogućnost njihovog smanjenja.

Planski bilans stanja, u stvari, projektuje obim i strukturu — vertikalnu i horizontalnu — sredstava i izvora finansiranja na kraju planskog perioda. Budući da vertikalna i ho-

rizontalna struktura bilansa stanja ne zavisi samo od veličine neto dobitka, tačnije, uvećanja sopstvenog kapitala po osnovu neto dobitka, već i od racionalnosti upravljanja sredstvima i izvorima finansiranja, u sklopu izrade planskog bilansa stanja ispituje se mogućnost poboljšanja vertikalne i horizontalne strukture putem poboljšanja upravljanja sredstvima i izvorima finansiranja.

Plan novčanih tokova izražava mogućnost održavanja likvidnosti i finansiranja u kraćim i dužim razdobljima u toku planskog perioda, a time i za čitav planski period.

Najzad, plan dugoročnih ulaganja izražava obim, strukturu, vreme trajanja ulaganja i strukturu izvora finansiranja. Na taj plan nadovezuje se ocena efikasnosti dugoročnog ulaganja, čime se dobija odgovor o očekivanoj rentabilnosti ulaganja i likvidnosti.

1. PLANSKI BILANS USPEHA I PLANSKI BILANS STANJA

Zbog povezanosti bilansa stanja i bilansa uspeha planski bilans uspeha i planski bilans stanja se rade paralelno. Uz to, pošto se vrši ispitivanje mogućnosti maksimiranja neto dobitka i ispitivanje dovođenja horizontalne i vertikalne strukture bilansa stanja na normalu, planski bilans uspeha i planski bilans stanja rade se u varijantama.

Sačinjavanju planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja prethodi: planiranje prodaje, planiranje nabavke, planiranje proizvodnje, planiranje ulaganja u stalna sredstva (osnova sredstva i dugoročna finansijska ulaganja) i planiranje kadrova. Potom se svi ovi

planovi sažimaju u planski bilans uspeha i planski bilans stanja.

1. 1. Prva varijanta planskog bilansa uspeha

Prva, spontana varijanta planskog bilansa uspeha sačinjava se tako što se polazi od planiranja troškova za predviđeni obim proizvodnje, planiranja rashoda za predviđeni obim prodaje, s tim što se struktura planskog bilansa uspeha prilagođava potrebi ocene rizika ostvarenja finansijskog rezultata i sačinjavanja varijanti planskog bilansa uspeha kojima se ispituje mogućnost maksimiranja periodičnog finansijskog rezultata. Struktura prve varijante planskog bilansa uspeha izgleda ovako:

	dinara
1. Prihodi od prodaje	2.000.000
2. Varijabilni rashodi	1.200.000
3. Marža pokrića (1-2)	800.000
4. Rashodi perioda bez kamate	500.000
5. Neto rashodi finansiranja,	50.000
6. Porezi iz rezultata	100.000
7. Poslovni dobitak (3-4)	300.000
8. Bruto finansijski dobitak (7-5)	250.000
9. Neto dobitak (8-6)	150.000
10. Procent učešća marže pokrića u prihodima od prodaje $\left(\frac{3}{1} \cdot 100\right)$	40%
11. Potreban obim proizvodnje i prodaje za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata $\left(\frac{4}{10} \cdot 100\right)$	1.250.000
12. Potreban obim proizvodnje i prodaje za ostvarenje neutralnog bruto finansijskog rezultata $\left(\frac{4+5}{10} \cdot 100\right)$	1.375.000

Prihodi od prodaje. Prihodi od prodaje se utvrđuju tako što se planirani fizički obim prodaje množi očekivanom neto prodajnom cenom, pri čemu je neto prodajna cena ravna razlici između prodajne cene i kondicija (rabat, kasa-skonto i sl.).

Varijabilni rashodi. Varijabilni rashodi su ravni umnošku planiranih varijabilnih troškova po jedinici proizvoda i planirane količine prodaje.

Rashodi perioda bez kamata. Rashodi perioda su, u stvari, planirani fiksni i relativno fiksni troškovi sadržani u prodatim proizvodima i troškovi prodaje.

Neto rashodi finansiranja. Neto rashodi finansiranja su ravni razlici između planiranih kamata na obaveze i planiranih kamata na potraživanja.

Porezi iz rezultata. Porezi iz rezultata se planiraju tako što se bruto finansijski dobitak koriguje naviše za planirane rashode koje poresko zakonodavstvo ne priznaje za rashode i naniže za poreske olakšice, koje poresko zakonodavstvo priznaje. Tako korigovani bruto finansijski dobitak predstavlja poresku osnovicu koja se množi propisanim stopama poreza, što daje planirane poreze iz rezultata.

Marža pokrića. Marža pokrića je, u stvari, razlika između prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda.

Poslovni dobitak. Poslovni dobitak je ravan razlici između marže pokrića i rashoda perioda bez kamate.

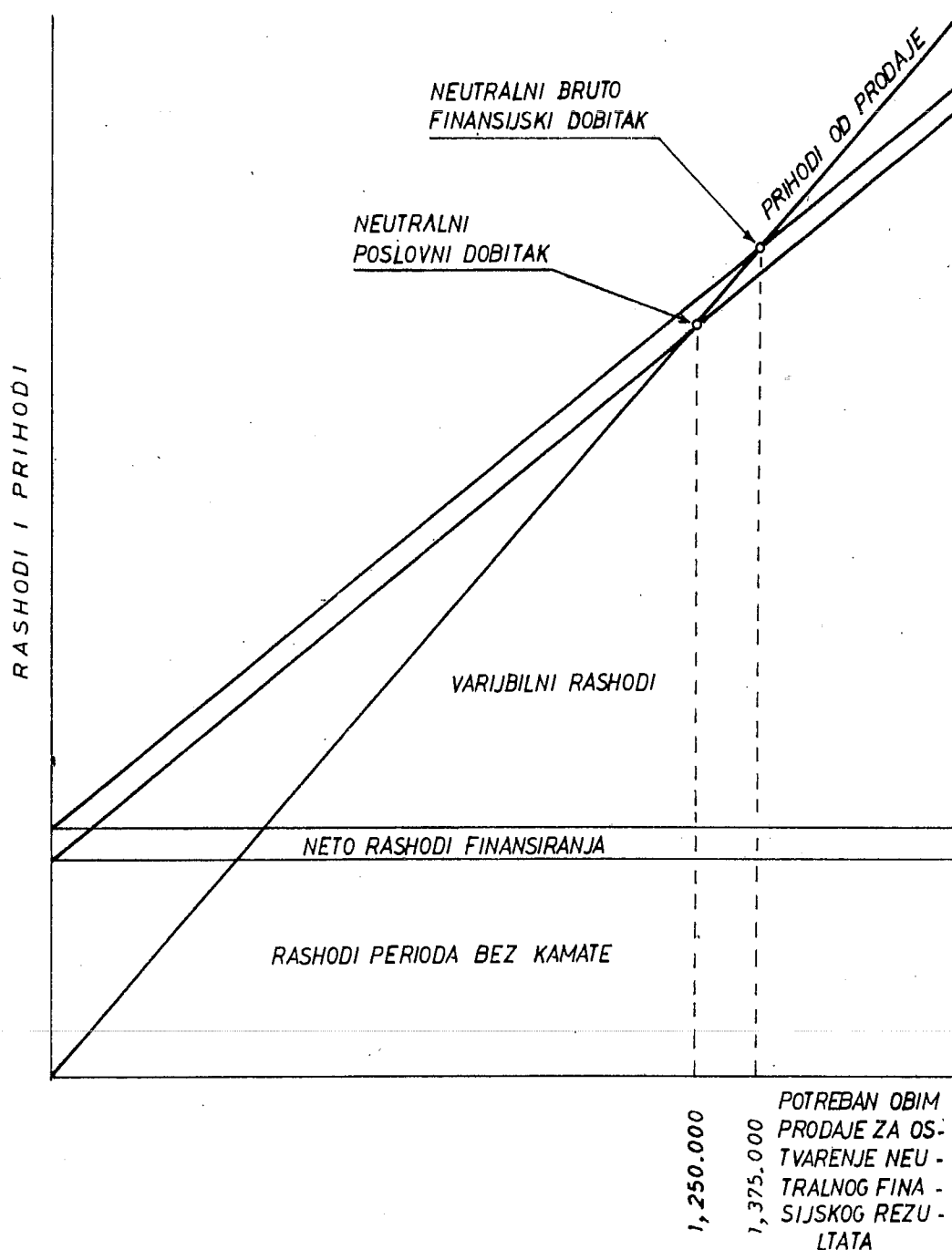
Bruto finansijski dobitak. Bruto finansijski dobitak je ravan razlici između poslovnog dobitka i neto rashoda finansiranja.

Neto dobitak. Neto dobitak je ravan razlici između bruto finansijskog dobitka i poreza iz finansijskog rezultata.

Na osnovu prethodno datog primera planskog bilansa uspeha može se grafički predstaviti donja tačka rentabilnosti, odnosno tačka neutralnog poslovnog rezultata i tačka neutralnog bruto finansijskog rezultata, što je prikazano na grafikonu na sledećoj strani.

Grafikon pokazuje sledeće:

- Neutralni poslovni rezultat (poslovni dobitak jednak nuli) ostvaruje se pri ostvarenju prihoda od prodaje od 1.250.000 dinara, što iznosi 62,5% od planiranog prihoda od prodaje $\left(\frac{1.250.000}{2.000.000} \cdot 100 = 62,5\%\right)$. Na prihod od 1.250.000 dinara otpada varijabilnih rashoda 750.000 dinara $(1.200.000 \times 0,625)$ i rashoda perioda 500.000 dinara, što daje ukupne ras-



hoda od 1.250.000 dinara (750.000 + 500.000). A pošto je prihod od prodaje takođe 1.250.000 dinara, to je poslovni dobitak ravan nuli ($1.250.000 - 1.250.000 = 0$). Drugim rečima, sve dok se prihod od prodaje ne ostvari u iznosu od 1.250.000 dinara, poslovni rezultat je negativan, preduzeće je u zoni gubitka zbog nepokrivenosti rashoda perioda, a kad se prihod od prodaje poveća iznad 1.250.000 dinara, poslovni rezultat je pozitivan, predu-

zeće pokriva rashode perioda i ostvaruje deo prihoda od prodaje za pokriće neto rashoda finansiranja.

● Neutralni bruto finansijski rezultat (bruto finansijski dobitak jednak nuli) ostvaruje se pri ostvarenju prihoda od prodaje od 1.375.000 dinara, što u odnosu na planirani prihod iznosi $68,75\% = \left(\frac{1.375.000}{2.000.000} \cdot 100 \right)$. Drugim rečima, sa 68,75% planiranog prihoda pokriva se: varijabilni rashodi u delu koji otpada

na prihod od 1.375.000 dinara, što iznosi 825.000 varijabilnih rashoda ($1.200.000 \times 0,6875$), svi planirani rashodi perioda i planirani neto rashodi finansiranja, što daje ukupne rashode od 1.375.000 dinara ($825.000 + 500.000 + 50.000$), koliko iznose i prihodi od prodaje, pa je otuda bruto finansijski dobitak ravan nuli ($1.375.000 - 1.375.000$). Ovde možemo postaviti pitanje da li je pri nultom bruto finansijskom dobitku nulti i neto dobitak. Odgovor na ovo pitanje bio bi potvrđan samo ako bi bruto finansijski dobitak bio poreska osnovica, odnosno ako bi rashodi koje ne priznaje poresko zakonodavstvo bili jednaki poreskim olakšicama. Kad taj uslov nije zadovoljen, odnosno kad je poreska osnovica viša od bruto finansijskog dobitka, onda se pri ostvarenju neutralnog bruto finansijskog rezultata ostvaruje negativan neto finansijski rezultat u visini poreza i doprinosa iz rezultata.

1.2. Prva varijanta planskog bilansa stanja i utvrđivanje dugoročne finansijske ravnoteže

Prva varijanta planskog bilansa stanja radi se po delovima — plan obrtnih sredstava, plan spontanijih (autonomnijih) izvora i kratkoročnih obaveza, plan osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana i plan sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza.

Planiranje obrtnih sredstava. Obrtna sredstva se planiraju kod preduzeća sa kontinuiranom proizvodnjom i prodajom za celu godinu, a za preduzeće sa sezonskom proizvodnjom ili prodajom obrtna sredstva se planiraju po periodima finansijskog naprežanja. Naime, cela godina, na osnovu empirijskog iskustva, deli se bar u dva perioda — period kada su obrtna sredstva najniža i period kada su obrtna sredstva najviša. Plan obrtnih sredstava, pod pretpostavkom da se radi o preduzeću sa kontinuiranom proizvodnjom i prodajom, sačinjava se ovako:

Red. broj	Vrsta obrtnih sredstava	Učinak u planskom periodu	Broj dana vezivanja	Broj kalendarskih dana u planskom periodu	Planirana obrtna sredstva $\left(\frac{3 \cdot 4}{5}\right)$
1	2	3	4	5	6
1.	Gotovina u blagajni	500.000	2	365	2.740
2.	Gotovina na depozitnim računima	1.500.000	2	365	8.219
3.	Hartije od vrednosti	400.000	60	365	65.753
4.	Potrživanja od kupaca	2.000.000	20	365	109.600
5.	Potraživanja za avanse	50.000	30	365	4.110
6.	Ostala potraživanja				
7.	Sirovine i repromaterijal	1.000.000	20	365	54.800
8.	Sitan inventar na zalih	30.000	30	365	2.486
9.	Nezavršena proizvodnja	1.410.141	40	365	154.536
10.	Poluproizvodi				
11.	Gotovi proizvodi	1.400.000	20	365	76.720
12.	Trgovačka roba				
13.	Sitan inventar u upotrebi				9.864
14.	Aktivna vremenska razgraničenja				439
15.	Kratkoročni plasmani				
16.	Planirana obrtna sredstva (1 do 15)				489.247

Učinci u planskom periodu su:

- gotovina u blagajni — sve očekivane isplate u gotovu u toku planskog perioda,
- gotovina na depozitnim računima — sve očekivane isplate u planskom periodu,
- hartije od vrednosti — očekivana unovčenje hartija od vrednosti u planskom periodu,
- potraživanja od kupaca — očekivana naplata potraživanja od kupaca u planskom periodu,
- potraživanja za avanse — očekivana iskorišćenja avansa od dužnika u planskom periodu,
- ostala potraživanja — očekivana naplata ostalih potraživanja (po osnovu kamata, po osnovu refundiranja ličnih dohodaka i po osnovu potraživanja od radnika) u toku planskog perioda,
- sirovine i materijal — utrošak sirovina i materijala obračunat po nabavnoj ceni u planskom periodu,
- sitan inventar na zalihi — izdati sitan inventar u upotrebi u planskom periodu,
- nedovršena proizvodnja — završena proizvodnja obračunata po ceni koštanja u planskom periodu,
- poluproizvodi — utrošeni poluproizvodi obračunati po ceni koštanja u planskom periodu,
- gotovi proizvodi — prodati gotovi proizvodi po ceni koštanja u planskom periodu,
- trgovačka roba — prodana trgovačka roba obračunata po nabavnoj ceni u planskom periodu.

Broj dana vezivanja utvrđuje se na osnovu empirijskog iskustva ili normiranjem broja dana vezivanja.

Broj kalendarskih dana u planskom periodu je 365 ako se vrši planiranje za godinu dana, a kad se vrši po periodima finansijskog naprežanja, onda je to broj dana u tom periodu.

Navedena planirana sredstva dobijaju se ako se učinak pomnoži brojem dana vezivanja i podeli brojem kalendarskih dana u planskom periodu.

Sitan inventar u upotrebi planira se po sledećem postupku:

1. Neotpisana vrednost sitnog inventara u upotrebi na početku planske godine

2. Izdati sitan inventar u upotrebi u planskom periodu

3. Otpis sitnog inventara u toku planskog perioda

4. Planirani sitan inventar u upotrebi na kraju planskog perioda (1+2-3).

Aktivna vremenska razgraničenja planiraju se po sledećem postupku:

1. Aktivna vremenska razgraničenja na početku planske godine

2. Povećanje aktivnih vremenskih razgraničenja u toku planskog perioda

3. Smanjenje aktivnih vremenskih razgraničenja u toku planskog perioda

4. Aktivna vremenska razgraničenja na kraju planskog perioda (1+2-3).

Kratkoročni plasmani planiraju se po sledećem postupku:

1. Kratkoročni plasmani na početku planske godine

2. Ugovoreni neizvršeni kratkoročni plasmani na početku planskog perioda

3. Naplata glavnice kratkoročnih plasmana u toku planskog perioda

4. Kratkoročni plasmani na kraju planskog perioda (1+2-3).

Planiranje spontaniz izvora i kratkoročnih kredita. Spontani (autonomni) izvori i kratkoročni krediti planiraju se kod preduzeća sa kontinuiranom proizvodnjom i prodajom za celu godinu, a kod preduzeća sa sezonskom proizvodnjom ili prodajom planiraju se po periodima finansijskog naprežanja, tj. po istim periodima po kojima su planirana obrtna sredstva. Plan spontaniz izvora i kratkoročnih kredita, pod pretpostavkom da je preduzeće sa kontinuiranom proizvodnjom i prodajom, prikazan je na tabeli na sledećoj strani.

Učinci spontaniz izvora su:

- obaveze prema dobavljačima — obaveze prema dobavljačima koje dospevaju za plaćanje u toku planskog perioda,

- obaveze po datim hartijama od vrednosti — hartije od vrednosti koje dospevaju za iskup u toku planskog perioda,

Red. broj	Vrsta izvora	Učinak u toku planskog perioda	Broj dana raspoloživosti	Broj kalendarskih dana u planskom periodu	Planirani izvori $\left(\frac{3 \cdot 4}{5}\right)$
1	2	3	4	5	6
1.	Obaveze prema dobavljačima	1.600.000	20	365	87.671
2.	Obaveze po datim hartijama od vrednosti	200 000	30	365	16.438
3.	Obaveze za porez na promet				
4.	Obaveze za kamate, dividende i naknade za uloge	100.000	20	365	5.480
5.	Obaveze za poreze i doprinose na finansijski rezultat	150.000	10	365	4.110
6.	Obaveze za ostale dažbine	50.000	10	365	1.370
7.	Obaveze za neto lične dohotke	287.000	10	365	7.863
8.	Obaveze za poreze i doprinose iz ličnih dohodaka	123.000	10	365	3.370
9.	Obaveze po avansima kupaca				
10.	Obaveze za obustavama ličnih dohodaka				
11.	Pasivna vremenska razgraničenja				334
12.	Kratkoročni krediti				864.000
13.	Planirani spontani izvori i kratkoročni krediti (1 do 12)				213.036

- obaveze za porez na promet — porez na promet koji dospeva za plaćanje u toku planskog perioda,
- obaveze za kamate, dividendu i naknade za uloge trećih lica — kamate, dividenda i naknada za uloge trećih lica koje dospevaju za plaćanje u toku planskog perioda,
- obaveze za poreze i doprinose na finansijski rezultat — porezi i doprinosi na finansijski rezultat koji dospevaju za plaćanje u toku planskog perioda,
- obaveze za ostale dažbine — ostale dažbine (carine, takse, naknade za korišćenje zemljišta i sl.) koje dospevaju za plaćanje u planskom periodu,
- obaveze za neto lične dohotke — neto lični dohoci koji dospevaju za isplatu u planskom periodu,
- obaveze za poreze i doprinose iz ličnih dohodaka — porezi i doprinosi iz ličnih dohodaka koji dospevaju za plaćanje u planskom periodu,
- obaveze za avanse kupaca — iznos avansa koji će biti iskorišćen u toku planskog perioda i
- obaveze po obustavljenim ličnim dohocima — obustavljeni lični dohoci koji dospevaju za plaćanje u planskom periodu.

Broj dana raspoloživosti utvrđuje se empirijskim putem, normiranjem ili je određen zakonskim propisima.

Broj kalendarskih dana u planskom periodu je 365 ako se planira za godinu dana, a ako se planiranje vrši po periodima finansijskog naprežanja, onda je to broj dana u periodu.

Navedeni planirani spontani izvori dobiju se ako se učinak pomnoži brojem dana raspoloživosti i podeli brojem kalendarskih dana u planskom periodu.

Planiranje pasivnih vremenskih razgraničenja vrši se po sledećem postupku:

1. Pasivna vremenska razgraničenja na početku godine;
2. Povećanje pasivnih vremenskih razgraničenja u toku planskog perioda;
3. Smanjenje pasivnih vremenskih razgraničenja u toku planskog perioda;
4. Pasivna vremenska razgraničenja na kraju planskog perioda (1+2-3).

Planiranje kratkoročnih kredita vrši se po sledećem postupku:

1. Kratkoročni krediti na početku godine;
2. Ugovoreni neiskorišćeni kratkoročni krediti;
3. Otplata glavnice kratkoročnih kredita u toku planskog perioda;

4. Kratkoročni krediti na kraju planskog perioda (1+2-3).

Planiranje osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana. Planiranje osnovnih sred-

stava i dugoročnih plasmana, bez obzira da li se radi o preduzeću sa kontinuiranom ili sezonskom proizvodnjom i prodajom, vrši se za godinu dana i to po sledećem postupku:

Red. broj	Vrsta	Stanje na početku planske godine	Povećanje u toku planske godine	Smanjenje u toku planske godine	Stanje na kraju planske godine (3+4-5)
1	2	3	4	5	6
1	Osnovna sredstva	1.200.000	400.000	120.000	1.480.000
2	Dugoročni plasmani	100.000	100.000	40.000	160.000
3	Gubitak iskazan u aktivni				
4	Svega stalna sredstva i gubitak (1 do 3)	1.300.000	1.500.000	160.000	1.640.00

U kolonu 3 upisuje se neotpisana vrednost osnovnih sredstava na početku godine, odnosno dugoročni plasmani na početku godine korigovani za eventualnu ispravku vrednosti i gubitak iskazan u aktivni. U kolonu 4 upisuju se sva očekivana povećanja u toku planske godine. U koloni 5 upisuju se sva očekivana smanjenja u toku planske godine (kod osnovnih sredstava smanjenja po osnovu amortizacije, prodaje i rashodovanja, kod dugoročnih plasmana po osnovu na-

plate glavnice, a kod gubitka plasirani otpis na kraju planske godine). Iznos u koloni 6 dobija se računskim putem — zbir iznosa kolone 3 i 4 umanjen za iznos kolone 5.

Planiranje sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza. Sopstveni kapital i dugoročne obaveze, bez obzira da li se radi o preduzeću sa kontinuiranom ili sezonskom proizvodnjom i prodajom, planiraju se za čitavu plansku godinu, i to po sledećem postupku:

Red. broj	Vrsta	Stanje na početku planske godine	Povećanje u toku planske godine	Smanjenje u toku planske godine	Stanje na kraju planske godine (3+4-5)
1	2	3	4	5	6
1	Društveni kapital	1.200.000			120.000
2	Trajni ulozi, deoničarski i inokosni kapital				
3	Nenormirani kapital*	130.000			130.000
4	Dugoročna rezervisanja za rizike				
5	Dugoročne obaveze	270.000	130.000	80.000	320.000
6	Svega sopstveni kapital i dugoročne obaveze (1 do 5)	1.600.000	130.000	80.000	1.650.000

* Nenominirani kapital obuhvata: rezerve stvorene iz dobitka, revalorizacione rezerve i neraspoređeni dobitak iz prethodnih godina

U kolonu 3 upisuje se stanje na početku planske godine. U kolonu 4 upisuju se očekivana povećanja u toku godine bez uključiva-

nja neto dobitka iz prve varijante planskog bilansa uspeha, s tim što se kod dugoročnih obaveza upisuju samo ugovoreni neiskorišćeni dugoročni zajmovi. U kolonu 5 upisuju

se očekivana smanjenja u toku planske godine (iskorišćenje dugoročnih rezervisanja za rizike, otplata glavnice dugoročnih obaveza i sl.). Iznos kolone 6 dobija se računskim putem — zbir iznosa kolone 3 i 4 umanjen za iznos kolone 5.

Utvrđivanje dugoročne finansijske ravnoteže. Dugoročna finansijska ravnoteža utvrđuje se na sledeći način:

	dinara
1. Planirani sopstveni kapital i dugoročne obaveze*	1.650.000
2. Planirani neto dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha	150.000
3. Planirani sopstveni kapital, dugoročne obaveze i neto dobitak (1+2)	1.800.000
4. Planirana stalna sredstva i gubitak iskazan u aktivi	1.640.000
5. Planirane stalne zalihe**	298.386
6. Planirana dugoročno vezana sredstva i gubitak iskazan u aktivi (4+5)	1.938.386.

* Sopstveni kapital obuhvata: društveni kapital, trajne uloge, deoničarki kapital, individualni kapital, nenominirani kapital i dugoročna rezervisanja za rizik.

** Stalne zalihe kod preduzeća sa kontinuiranom proizvodnjom i prodajom jednake su planiranim zalihama na kraju planskog perioda, a kod preduzeća sa sezonskom proizvodnjom i prodajom jednake su planiranim zalihama iz perioda kada su zalihe najniže.

Ako su planirana dugoročno vezana sredstva i gubitak iskazani u aktivi jednaki planiranom sopstvenom kapitalu, dugoročnim obavezama i neto dobitku, dugoročna finansijska ravnoteža postoji, što znači da su u oblasti dugoročnog finansiranja obezbeđeni uslovi za održavanje likvidnosti. Ako su planirana dugoročno vezana sredstva i gubitak iskazan u aktivi manji od planiranog sopstvenog kapitala, dugoročnih obaveza i neto dobitka, dugoročna finansijska ravnoteža je pomerena u korist izvora, što znači da su u oblasti dugoročnog finansiranja stvoreni uslovi za sigurnost u održavanju likvidnosti. Ako su planirana dugoročno vezana sredstva i gubitak iskazana u aktivi veći od planiranog sopstvenog kapitala, dugoročnih obaveza i neto dobitka dugoročna finansijska ravnoteža je pomerena u korist

sredstava što znači da je u oblasti dugoročnog finansiranja ugroženo održavanje likvidnosti.

U uslovima kada planirana dugoročna finansijska ravnoteža postoji ili kada je pomerena u korist izvora, planiranje bilansa stanja i uspeha se ovim završava, što znači da prva varijanta planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja postaju automatski i konačne varijante. Naravno, delovi planskog bilansa stanja bili bi sažeti u jedan pregled sredstava i izvora finansiranja, pri čemu se kod preduzeća sa sezonskom proizvodnjom i prodajom u planski bilans stanja uključuju planirana obrtna sredstva i planirani sopstveni izvori i kratkoročni krediti iz perioda koji se završava sa planskom godinom. Međutim, ako je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena ka sredstvima kao u našem primeru, proces planiranja se nastavlja u smislu ispitivanja mogućnosti uspostavljanja, tačnije, poboljšanja dugoročne finansijske ravnoteže. Ta ispitivanja se najpre vrše u oblasti planskog bilansa stanja.

1.3. Ispitivanje mogućnosti poboljšanja dugoročne finansijske ravnoteže u oblasti planskog bilansa stanja i utvrđivanje minimalno i maksimalno potrebne akumulacije

Ispitivanje mogućnosti poboljšanja dugoročne finansijske ravnoteže u oblasti planskog bilansa stanja. Prethodno utvrđeni delovi planskog bilansa stanja, u stvari, radi se sada o njegovoj prvoj varijanti, prezentiraju se stručnjacima za finansije, nabavku, proizvodnju, prodaju i predstavnicima uprave preduzeća sa zadatkom da se ispita mogućnost poboljšanja dugoročne finansijske ravnoteže putem:

- smanjenja broja dana vezivanja pojedinih pojavnih oblika obrtnih sredstava,
- povećanja broja dana raspoloživosti spon-tanih izvora,
- smanjenja novih ulaganja u osnovna sred-

stva i dugoročne plasmane,

- ubrzanja naplate dugoročnih plasmana,
- smanjenja iskorišćenja rezervisanja za rizike,
- odlaganja raspodele dobitka iz prethodnih perioda,
- finansiranja ulaganja u nova osnovna sredstva lizing aranžmanom,
- reprogramiranja dugoročnih kredita i
- konverzije kratkoročnih u dugoročne kredite.

Ako dođe do zaključka da se dugoročna finansijska ravnoteža može poboljšati po bilo kome navedenom osnovu, pristupa se izradi druge varijante planskog bilansa stanja. U principu, druga varijanta planskog bilansa stanja radi se po istom postupku kao i prva varijanta, s tim što se vrše korekcije onih pozicija za koje je, u saradnji sa stručnjacima finansija, nabavke, proizvodnje, prodaje i uprave preduzeća, utvrđeno da se mogu povećati ili smanjiti. Na osnovu druge varijante planskog bilansa stanja utvrđuje se minimalno i maksimalno potrebna akumulacija.

Utvrđivanje minimalno potrebne akumulacije. Minimalno potrebna akumulacija jeste ona akumulacija kojom se obezbeđuje da se dugoročna finansijska ravnoteža iz prethodne godine ne pogorša. Logika ovako definisane minimalne akumulacije jeste u sledećem: ako je preduzeće kako, tako održavalo likvidnost u prethodnoj godini, uz iste napore održaće likvidnost i u planskoj godini uz uslov da se dugoročna finansijska ravnoteža ne pogorša. Dakle, minimalna akumulacija je ona koja ne dozvoljava pogoršavanje dugoročne finansijske ravnoteže a time i uslova za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja. Potrebna minimalna akumulacija utvrđuje se na sledeći način:

	dinara
1. Sopstveni kapital i dugoročne obaveze na kraju prethodne godine	1.600.000
2. Dugoročno vezana sredstva na kraju prethodne godine*	1.610.507
3. Nedostatak dugoročnih izvora finansiranja krajem prethodne godine (2-1)	10.507

4. Planirani sopstveni kapital i dugoročne obaveze po drugoj varijanti planskog bilansa stanja	1.650.000
5. Planirana dugoročno vezana sredstva i gubitak iskazan u aktivni po drugoj varijanti planskog bilansa stanja	1.938.386
6. Planirani nedostatak dugoročnih izvora finansiranja krajem planske godine (4-5)	288.386
7. Potrebna minimalna akumulacija za održavanje nepromenjene dugoročne finansijske ravnoteže (6-3)	277.879

*Obuhvataju osnovna sredstva, dugoročne plasmane, gubitak iskazan u aktivni i stalne zalihe. Kod preduzeća sa kontinuiranom proizvodnjom i prodajom, stalne zalihe su jednake bilansiranim zalihama, a kod preduzeća sa sezonskom proizvodnjom ili prodajom stalne zalihe su jednake zalihama iz prethodne godine u periodu kada su bile najniže.

Utvrđivanje maksimalno potrebne akumulacije. Maksimalno potrebna akumulacija je akumulacija kojom se uspostavlja dugoročna finansijska ravnoteža, tj. dovodi na normalu — dugoročno vezana sredstva jednaka sopstvenom kapitalu i dugoročnim obavezama — plus eventualna akumulacija za finansiranje novih investicionih programa iz sopstvenog kapitala u narednim godinama. Maksimalno potrebna akumulacija utvrđuje se po sledećem postupku:

	dinara
1. Planirani sopstveni kapital i dugoročne obaveze po drugoj varijanti planskog bilansa stanja	1.650.000
2. Planirana dugoročno vezana sredstva i gubitak iskazan u aktivni po drugoj varijanti planskog bilansa stanja	1.936.386
3. Planirani nedostatak dugoročnih izvora finansiranja (2-1)	288.386
4. Planirani sopstveni kapital za ulaganje u nove investicione programe u narednim godinama	10.000
5. Potrebna maksimalna akumulacija (3+4)	298.386

Već po samom načinu kvantifikacije potrebne maksimalne akumulacije vidi se da ona obuhvata minimalno potrebnu akumulaciju, nedostatak akumulacije za dovođenje dugoročne finansijske ravnoteže na normalu i aku-

mulaciju za finansiranje novih investicionih ulaganja u narednim godinama iz sopstvenog kapitala. Posle utvrđivanja minimalno i maksimalno potrebne akumulacije planiranje se vraća planskom bilansu uspeha sa ciljem ispitivanja mogućnosti ostvarenja minimalne, odnosno maksimalne akumulacije.

1.4. Ispitivanje mogućnosti ostvarenja minimalno i maksimalno potrebne akumulacije

Ova ispitivanja vrše se istovremeno i za minimalno i za maksimalno potrebnu akumulaciju. Prvo se utvrđuje šta sve tereti maržu pokrića. Maržu pokrića terete iz prve varijante planskog bilansa uspeha:

- planirani fiksni i pretežno fiksni rashodi,
- planirani neto rashodi finansiranja, s tim što oni mogu biti promenjeni zbog reprogramiranja dugoročnih kredita, konverzije kratkoročnih u dugoročne kredite, smanjenja dugoročnih i kratkoročnih plasmana u drugoj varijanti planskog bilansa stanja, što se ovde uzima u obzir,
- planirani porezi iz finansijskog rezultata, a zatim maržu pokrića terete još i dodatni porezi iz finansijskog rezultata, kao i minimalno, odnosno maksimalno potrebna akumulacija. Dodatni porezi iz finansijskog rezultata planiraju se tako što se od minimalno potrebne akumulacije, odnosno od mak-

simalno potrebne akumulacije odbija neto finansijski rezultat iz prve varijante planskog bilansa uspeha, što daje povećanje osnovice za obračun poreza. Zatim se zbirna stopa poreza utvrđena zakonskim propisima preračunava na neto osnovicu procentnim računom u sto i njome se množi povećanje osnovice za obračun poreza iz finansijskog rezultata. Taj umnožak daje dodatne poreze. U našem primeru neto dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha je 150.000 dinara, minimalno potrebna akumulacija je 277.879 dinara, što znači da se pri ostvarenju minimalno potrebne akumulacije poreska osnovica povećava za 127.879 dinara ($277.879 - 150.000$); maksimalno potrebna akumulacija je 298.386 dinara, što znači da se pri ostvarenju maksimalno potrebne akumulacije poreska osnovica povećava za 148.386 dinara ($298.386 - 150.000$). Zbirna stopa poreza na bruto osnovicu je 40%, a na neto osnovicu $66,67\% = \left(\frac{40 \cdot 100}{100 - 40} \right)$ tako da dodatni porezi iznose pri ostvarenju minimalne akumulacije 85.257 dinara ($= (127.879 \times 0,6667)$), odnosno pri ostvarenju maksimalne akumulacije 98.929 dinara ($= (148.386 \times 0,6667)$).

Ako preduzeće proizvodi više proizvoda, najpre se pokušava obezbediti marža pokrića u visini napred definisanog iznosa koji tereti maržu pokrića, što u našem primeru iznosi:

	dinara	
	Na teret marže pokrića pri ostvarenju	
	minimalne akumulacije	maksimalne akumulacije
1. Rashodi perioda	500.000	500.000
2. Neto rashodi finansiranja	50.000	50.000
3. Porezi iz rezultata	100.000	100.000
4. Dodatni porezi iz rezultata	85.257	98.929
5. Potrebna minimalna odnosno maksimalna akumulacija	277.879	298.386
6. Svega na teret marže pokrića (1 do 5)	1.013.136	1.047.315

Dakle, utvrđuje se optimalna struktura proizvodnje, a to je ona struktura koja odbacuje najvišu ukupnu maržu pokrića. Optimalna struktura proizvodnje utvrđuje se tako što se za svaki proizvod na osnovu planske kalkulacije po jedinici proizvoda utvrđuju:

1. prodajna cena,
2. varijabilni troškovi,
3. marža pokrića (1-2).

Potom se uz pomoć linearnog programa utvrđuje obim i struktura proizvodnje koji odbacuju najvišu ukupnu maržu pokrića. Naravno, pri tome se uzimaju proizvodna i tržišna ograničenja za svaki proizvod ponaosob. U optimalnoj strukturi proizvodnje jačaće udeo proizvoda s višom maržom pokrića a slabiti udeo proizvoda s nižom maržom pokrića po jedinici proizvoda.

Ako optimalna struktura proizvodnje odbacuje ukupnu maržu pokrića u visini iznosa koji tereti maržu pokrića, to znači da se minimalno, odnosno maksimalno potrebna akumulacija može obezbediti promenom strukture proizvodnje. Ukoliko to nije slučaj, nastavlja se ispitivanje mogućnosti ostvarenja minimalno potrebne i maksimalno potrebne akumulacije putem povećanja obima proizvodnje, odnosno putem povećanja prodajnih cena. To se čini tako što se uzimaju podaci iz prve varijante planskog bilansa uspeha; oni se u oblasti prihoda i varijabilnih rashoda koriguju, odnosno usaglašavaju sa optimalnom strukturom proizvodnje, naravno, ako je struktura proizvodnje uopšte menjana. Na teret marže pokrića unose se planirani fiksni i pretežno fiksni rashodi, planirani neto rashodi finansiranja, planirani porezi iz finansijskog rezultata, dodatni porezi iz finansijskog rezultata, koji će se javiti u slučaju ostvarenja neto finansijskog rezultata na nivou minimuma odnosno maksimuma akumulacije, i najzad unosi se i planirana minimalna odnosno planirana maksimalna akumulacija, sve kako je već opisano. Potom sledi proračun mogućnosti ostvarenja minimalne, odnosno

maksimalne akumulacije koji se paralelno radi u dve varijante — varijanta minimalne akumulacije i varijanta maksimalne akumulacije. Ovaj proračun primenjuje se u preduzećima kod kojih nije moguće menjati asortiman proizvodnje, a metodološki proračun prikazan je na sledećoj strani.

Planirani globalni paritet prodajnih i nabavnih cena je, u stvari, odnos između planiranih prihoda od prodaje i planiranih varijabilnih rashoda na nivou preduzeća. Pojedinačni planirani globalni paritet prodajnih i nabavnih cena po proizvodima je odnos planirane prodajne cene po jedinici proizvoda i planiranih varijabilnih troškova po jedinici proizvoda, što se utvrđuje na osnovu planske kalkulacije.

Prethodni proračun za svaku varijantu daje dve alternativne mogućnosti ostvarenja minimalne, odnosno maksimalne akumulacije:

Alternativa 1 — Potrebna minimalna, odnosno maksimalna akumulacija može da se ostvari s planiranim fizičkim obimom proizvodnje i prodaje pod uslovom da se planirane prodajne cene povećavaju za procent iskazan pod rednim brojem 7 i da se tako uspostavljen globalni paritet prodajnih i nabavnih cena održava tokom cele godine.

Primeru radi, ako je planirana prodajna cena nekog proizvoda 2.000 dinara, a planirani varijabilni troškovi po jedinici proizvoda 1.000 dinara, planirani globalni paritet prodajnih i nabavnih cena tog proizvoda je 2:1. Ako je potreban procent pomeranja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena pod rednim brojem 7 — 10%, onda globalni paritet prodajnih i nabavnih cena treba ispraviti na 2,2:1, što znači da će prodajna cena biti ne 2.000 dinara nego 2.200 dinara ($1.000 \times 2,2 = 2.200$ odnosno $2.000 \times 1,10 = 2.200$). Ako se tokom godine varijabilni troškovi usled povećanja nabavnih cena povećaju od 1.000 dinara na 1.200 dinara, onda je nužno prodajnu cenu radi ostvarenja minimalne, odnosno maksimalne akumulacije povećati na 2.640 dinara ($1.200 \times 2,2 =$

	dinara	
	Varijanta minimalne akumulacije	Varijanta maksimalne akumulacije
1. Planirani prihodi od prodaje	2.000.000	2.000.000
2. Planirani varijabilni rashodi	1.200.000	1.200.000
3. Marža pokrića (1-2)	800.000	800.000
4. Na teret marže pokrića (4.1 do 4.5)	1.013.136	1.047.315
4.1. Planirani fiksni i pretežno fiksni rashodi bez rashoda po osnovu finansiranja	500.000	500.000
4.2. Planirani neto rashodi finansiranja	50.000	50.000
4.3. Planirani porezi iz finansijskog rezultata po prvoj varijanti planskog bilasa uspeha	100.000	100.000
4.4. Dodatni porezi iz finansijskog rezultata u visini minimalne, odnosno maksimalne akumulacije	85.257	98.929
4.5 Potrebna minimalna, odnosno maksimalna akumulacija	277.879	298.386
5. Procent učešća marže pokrića u prihodima od prodaje $\left(\frac{3}{1} \cdot 100\right)$	40%	40%
6. Potrebni prihodi od prodaje za ostvarenje minimalne, odnosno maksimalne akumulacije $\left(\frac{4}{5} \cdot 100\right)$	2.532.840	2.618.288
7. Potreban procent pomeranja planiranog globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih za ostvarenje minimalne, odnosno maksimalne akumulacije pri planiranom obimu proizvodnje i prodaje $\left(\frac{4-3}{1} \cdot 100\right)$	10,66%	12,37%
8. Potreban procent povećanja fizičkog obima proizvodnje i prodaje za ostvarenje minimalne, odnosno maksimalne akumulacije pri planiranom globalnom paritetu prodajnih i nabavnih cena $\left(\frac{6-1}{1} \cdot 100\right)$	26,64 %	30,91%

2.640). Prema tome, globalni paritet prodajnih i nabavnih cena utvrđen ovim proračunom nužno je održavati tokom cele godine, naravno, ako se odluči da se minimalna odnosno maksimalna akumulacija ostvaruje na osnovu pomeranja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena.

Alternativa 2 — Potrebna minimalna, odnosno maksimalna akumulacija može se ostvariti i s planiranim globalnim paritetom prodajnih i nabavnih cena uz uslov da se fizički obim proizvodnje i prodaje poveća u odnosu na plan za procent iskazan pod rednim brojem 8.

Ove dve alternative mogu se međusobno varirati, pri čemu se mora imati u vidu da jedan procent povećanja obima proizvodnje i prodaje, doprinosi ostvarenju minimalne, odnosno maksimalne akumulacije isto koliko i pomeranje globalnog pariteta prodaj-

nih i nabavnih cena u korist prodajnih za onoliko delova procenta koliko iznosi procent učešća marže pokrića u prihodima od prodaje podeljen sa sto. U našem primeru procent učešća marže pokrića u prihodima od prodaje je 40%, a to znači da 0,40% pomeranja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih doprinosi ostvarenju minimalne, odnosno maksimalne akumulacije isto koliko i povećanje obima proizvodnje i prodaje za 1%. Razlika među ovim procentima potiče otuda što se pri povećanju obima proizvodnje povećavaju varijabilni troškovi, što znači da se prihodi od prodaje povećavaju po osnovu većeg obima prodaje ali povećavaju se i varijabilni rashodi sadržani u tom povećanom obimu prodaje. Nasuprot tome, pri pomeranju globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih

povećavaju se samo prihodi od prodaje a varijabilni rashodi ostaju nepromenjeni.

Kad je prethodno opisani proračun o mogućnosti ostvarenja potrebne minimalne, odnosno maksimalne akumulacije sačinjen, on se dostavlja stručnjacima za tržište i za proizvodnju. Stručnjaci za tržište treba da daju ocenu, sa stanovišta ograničenja koja dolaze sa nabavnog i prodajnog tržišta, može li se i koliko obim prodaje u fizičkom smislu povećati u odnosu na planirani, odnosno, može li se i koliko globalni paritet prodajnih i nabavnih cena pomeriti u korist prodajnih u odnosu na planirani. Stručnjaci za proizvodnju treba da daju ocenu, sa stanovišta proizvodnih ograničenja (u industriji sa stanovišta pogonske spremnosti a u poljoprivredi sa stanovišta raspoloživih proizvodnih kapaciteta — hektara i broja grla — i bioloških ograničenja — prinos po jedinici kapaciteta — i hidrometeoroloških ograničenja), može li se i koliko povećati obim proizvodnje.

Na osnovu ovih ocena i podataka iz proračuna o mogućnosti ostvarenja potrebne minimalne, odnosno maksimalne akumulacije utvrđuje se konačna varijanta planskog bilansa uspeha, a posle toga i konačna varijanta planskog bilansa stanja.

1.5. Konačna varijanta planskog bilansa uspeha

Konačna varijanta planskog bilansa uspeha iskazuje planiranu akumulaciju, odnosno neto dobitak koja se dobije korekcijom sledećih pozicija proračuna o mogućnosti ostvarenja minimalne, odnosno maksimalne akumulacije.

Prihodi od prodaje i varijabilni rashodi koriguju se naviše po osnovu usvojenog povećanja obima proizvodnje i prodaje u odnosu na plan. Prihodi od prodaje koriguju se naviše po osnovu usvojenog pomeranja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih cena u odnosu na plan. Fik-

sni i pretežno fiksni rashodi kao i neto rashodi finansiranja ostaju nepromenjeni. Potom se utvrđuje marža pokrića kao razlika između prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda, poslovni dobitak kao razlika između marže za pokriće i fiksnih i pretežno fiksnih rashoda i bruto finansijski dobitak kao razlika između poslovnog dobitka i neto rashoda finansiranja. Bruto finansijski dobitak koriguje se naviše rashodima koje poresko zakonodavstvo ne priznaje za rashode i naniže za poreske olakšice — i tako se utvrđuje poreska osnovica. Na poresku osnovicu se primenjuju propisane stope poreza i tako utvrđuju planirani porezi iz finansijskog rezultata. Kad se od bruto finansijskog dobitka odbiju porezi iz finansijskog rezultata, dobije se neto dobitak, odnosno planirana akumulacija.

Prethodno utvrđena planirana akumulacija ne bi trebalo da bude ispod potrebne minimalne akumulacije, a može da bude i viša od minimalne a manja od maksimalne ili, pak, na nivou maksimalne akumulacije. Videli smo, minimalna akumulacija obezbeđuje samo nepromenjenu dugoročnu finansijsku ravnotežu, koja je bitan uslov za održavanje likvidnosti, što znači da preduzeće mora učiniti vanredne i tržišne i proizvodne napore da ostvari bar minimalno potrebnu akumulaciju. Ako bi preduzeće ostvarilo maksimalno potrebnu akumulaciju, bilo bi to idealno, ali prihvatljivo je i ostvarenje manje akumulacije od maksimalno potrebne a više od minimalno potrebne.

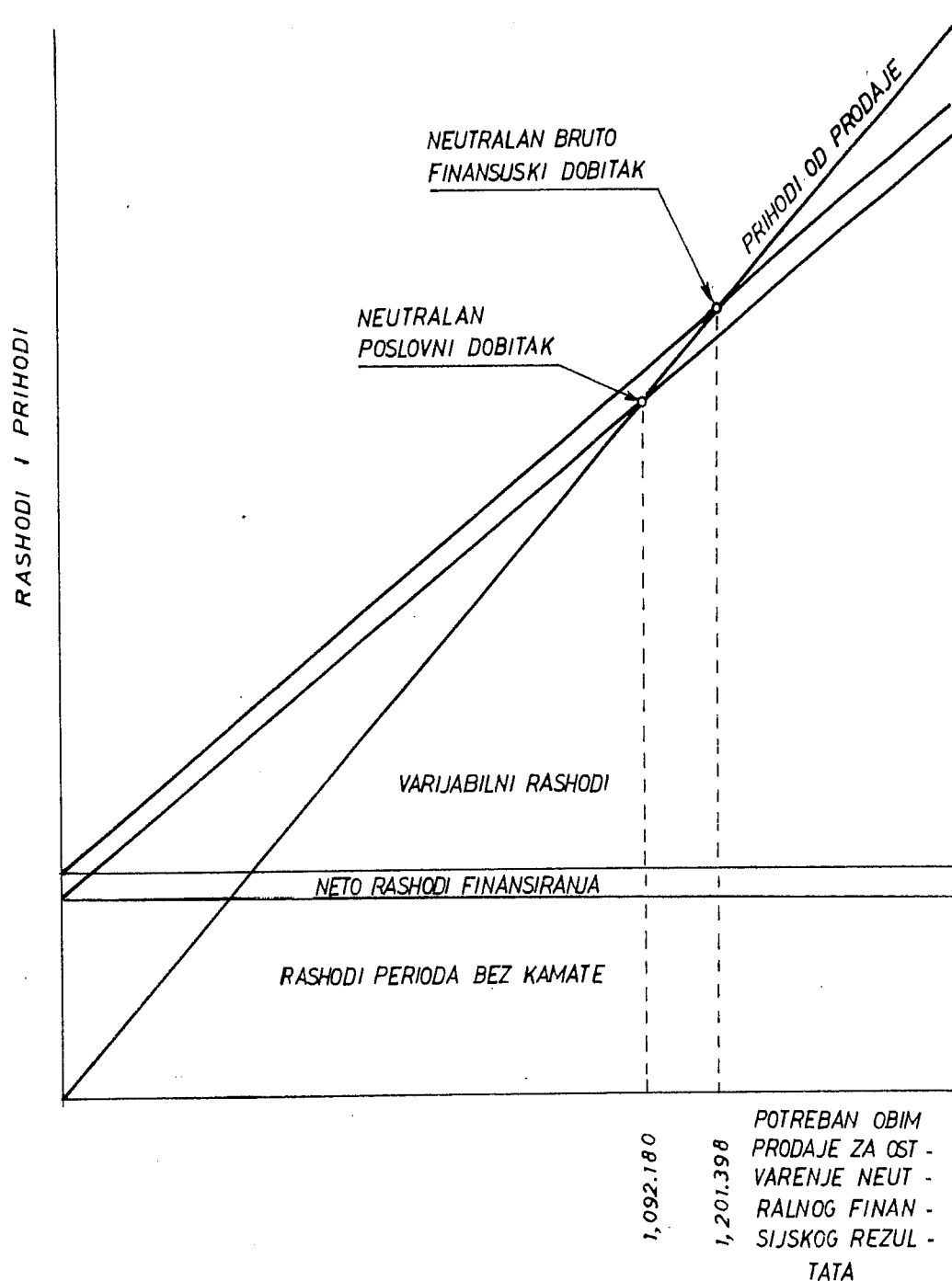
Ovako urađena konačna varijanta planskog bilansa uspeha postaje obaveza za prodajnu, proizvodnju i nabavnu funkciju i za upravu preduzeća da se planirani neto dobitak zaista i ostvari. Pod pretpostavkom da se u našem primeru došlo do zaključka da se može ostvariti minimalna akumulacija, i to putem pomeranja planiranog globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist

prodajnih za 10,66%, konačna varijanta planskog bilansa uspeha izgleda ovako:

	dinara
1. Planirani prihodi od prodaje	2.213.136
2. Planirani varijabilni rashodi	1.200.000
3. Marža pokrića (1-2)	1.013.136
4. Planirani fiksni i pretežno fiksni rashodi bez kamate	500.000
5. Planirani neto rashodi finansiranja	50.000
6. Planirani poslovni dobitak (3-4)	513.136
7. Planirani bruto finansijski dobitak (6-5)	463.136
8. Planirani porezi iz rezultata	185.257
9. Planirani neto dobitak (7-8)	277.879

10. Procent učešća marže pokrića u prihodima od prodaje $\left(\frac{3}{1}\right)$	45.78%
11. Potreban obim proizvodnje i prodaje za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata $\left(\frac{4}{10} \cdot 100\right)$	1.092.180
12. Potreban obim proizvodnje i prodaje za ostvarenje neutralnog bruto finansijskog rezultata $\left(\frac{4+5}{10} \cdot 100\right)$	1.201.398

Dakle, planirani neto dobitak je jednak minimalno potrebnoj akumulaciji. Grafički predstavljeno, konačna varijanta planskog bilansa uspeha izgleda ovako:



Ako uporedimo konačnu i prvu varijantu bilansa uspeha, možemo zaključiti:

- da je donja tačka ostvarenja neutralnog poslovnog rezultata pomerena naniže (ka koordinatnom početku); za ostvarenje neutralnog poslovnog dobitka po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha bilo je nužno ostvariti 62,5% planiranih prihoda od prodaje a po konačnom planskom bilansu uspeha 49,35% $\left(\frac{1.092.180}{2.213.136} \cdot 100\right) = 49,35\%$) i
- da je donja tačka ostvarenja neutralnog

bruto finansijskog rezultata takođe pomena naniže (ka koordinatnom početku). Za ostvarenje neutralnog bruto finansijskog dobitka po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha bilo je nužno ostvariti 68,75% planiranih prihoda od prodaje a po konačnom planskom bilansu uspeha 54,28% $\left(\frac{1.201.398}{2.213.136} \cdot 100\right)$.

Saglasno tome, smanjen je i rizik ostvarenja poslovnog dobitka i bruto finansijskog dobitka, o čemu će biti više reči u narednom poglavlju.

*

*

*

Sva prethodna izlaganja o planskom bilansu uspeha, videli smo, izjednačuju potrebnu minimalnu, odnosno maksimalnu akumulaciju sa neto dobitkom, što znači da se ceo neto dobitak akumulira za povećanje sopstvenog kapitala. Kod deoničarskih društava u raspodeli neto dobitka učestvuju i deoničari, tačnije, dobijaju dividendu. U takvim okolnostima opisani način utvrđivanja minimalno, odnosno maksimalno potrebne akumulacije ostaje nepromenjen, ali se utvrđenoj minimalno, odnosno maksimalno potrebnoj akumulaciji dodaje planirana dividenda. Planirana dividenda na preferencijalne deonice utvrđuje se tako što se glavica kapitala preferencijalnih deoničara množi fiksnom stopom dividende, naravno, ako je ona utvrđena. Planirana dividenda na obične deonice utvrđuje se tako što se glavica kapitala običnih deoničara množi stopom dividende koju je poželjno ostvariti. U takvim okolnostima planirani neto dobitak utvrđen po prvoj, odnosno drugoj varijanti planskog bilansa uspeha veći je od planirane minimalno, odnosno maksimalno potrebne akumulacije za iznos planirane dividende. Isto tako, ako se preduzeće finansira iz uloga trećih lica sa učešćem u raspodeli neto dobitka, utvrđena minimalno, odnosno maksimalno potrebna akumulacija uvećava se za naknadu za korišćenje uloga trećeg lica, koja se planira u skladu sa ugovorom o ulogu — najčešće ulog trećeg lica pomnožen

poželjnom stopom naknada. Naravno, uz uslov da ortak ne reinvestira svoj deo neto dobitka u ortačko preduzeće. Ako ortak reinvestira svoj deo neto dobitka, onda je već uključen u minimalno, odnosno maksimalno potrebnu akumulaciju.

1.6. Konačna varijanta planskog bilansa stanja

Konačna varijanta planskog bilansa stanja sačinjava se na osnovu pozicija iz druge varijante planskog bilansa stanja (podsetimo se, ona je sačinjena posle korekcije prve varijante planskog bilansa stanja, a potom je kvantitativno određena minimalno i maksimalno potrebna akumulacija) i planiranog neto dobitka po konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha, pri čemu se u konačnoj varijanti planskog bilansa stanja kod preduzeća sa sezonsom proizvodnjom ili prodajom uključuju planirana obrtna sredstva, spontani izvori i kratkoročni krediti iz perioda koji se završava krajem planske godine. Pri tome zbir aktive najčešće neće odgovarati zbiru pasive u konačnoj varijanti planskog bilansa stanja. Ako je zbir aktive veći od zbira pasive, to znači da razlika među njima predstavlja neobezbeđene izvore finansiranja. Suprotno, ako je zbir pasive veći od zbira aktive, to znači da razlika među njima predstavlja „višak“ sredstava.

U našem primeru u drugoj varijanti planskog bilansa stanja nije bilo korekcije ni na strani aktive, ni na strani pasive, ali je u konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha predviđeno da će prihodi od prodaje biti 2.213.136 dinara i da će se ostvariti akumulacija (neto dobitak) od 277.879 dinara. S tim u vezi u konačnoj varijanti planskog bilansa stanja na strani aktive potraživanja od kupaca neće biti 109.600 dinara, što je utvrđeno po prvoj varijanti planskog bilansa stanja, već $121.268 \text{ dinara} = \left(\frac{2.213.136 \cdot 20}{365} \right)$, a neto dobitak na strani pasive neće biti 150.000 dinara, što je utvrđeno po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha, već 277.879 dinara, što je utvrđeno konačnom varijantom planskog bilansa uspeha. Prema tome, konačna varijanta planskog bilansa stanja u našem primeru utvrđena je na osnovu prve varijante planskog bilansa stanja uz korekciju potraživanja od kupaca i neto dobitka kako je već rečeno prikazana je na tabeli na sledećoj strani.

1.7. Osnivački planski bilans stanja

Kada se osniva preduzeće, sačinjava se osnivački planski bilans stanja. Osnivački planski bilans stanja iskazuje obim i strukturu sredstava i izvora finansiranja na kraju osnivačkog perioda, tj. na dan osposobljavanja preduzeća za obavljanje privredne aktivnosti radi čega se i osniva.

Osnivački planski bilans stanja razlikuje se od planskog bilansa stanja postojećeg preduzeća po svojoj strukturi. Na strani aktive, po pravilu, javljaju se osnovna sredstva, dugoročni plasmani, zalihe sirovina, materijala, sitnog inventara i gotovina. Na strani pasive, po pravilu, javljaju se sopstveni kapital (deoničarska glavica, trajni ulogi trećih lica i inokosni kapital) i dugoročne obaveze (dugoročni krediti, oročeni ulogi trećih lica i slično).

Sama tehnika planiranja osnivačkog planskog bilansa stanja obavlja se po sledećem postupku:

Planiranje osnovnih sredstava. Materijalna osnovna sredstva planiraju se tako što

se za svaku vrstu osnovnih sredstava utvrđuje količina i nabavna cena (nabavna cena se sastoji iz fakturne vrednosti dobavljača, troškova transporta, troškova montaže i, eventualno, dažbina po osnovu nabavke osnovnih sredstava u vidu carina, taksa, poreza na promet i sl.). Množenjem količine i nabavne cene dobija se vrednost osnovnih sredstava koja se unose u osnivački planski bilans stanja. Nematerijalna osnovna sredstva obuhvataju: interkalarnu kamatu, osnivačke troškove koji nastaju po osnovu rada organa i lica u period osnivanja, troškove istraživanja rudnog blaga, troškove istraživanja tržišta i licence. Svi ovi troškovi i interkalarna kamata planiraju se na osnovu njihovog predračuna a licence na osnovu cene otkupa i unose se u osnivački planski bilans stanja.

Planiranje dugoročnih plasmana. U našim uslovima preduzeće se često obavezuje zakonskim propisima da pri ulaganju u osnovna sredstva mora da da obavezni kredit za finansiranje neke delatnosti od opšteg društvenog interesa, na primer, energetike. Tako dolazi do dugoročnih finansijskih plasmana i kod preduzeća u osnivanju. Dugoročni finansijski plasmani za potrebe osnivačkog planskog bilansa stanja planiraju se u skladu sa važećim propisima. Propisima se obično propisuje procent koji se primenjuje na nabavnu vrednost osnovnih sredstava te se tako dobija iznos dugoročnih finansijskih plasmana.

Planiranje zaliha sirovina, materijala i sitnog inventara. Zalihe sirovina, materijala i sitnog inventara (ovde se misli na sitan inventar na zalihi) planiraju se na isti način kao i za postojeće preduzeće, koji je izložen u odeljku 1.2. ovog poglavlja.

Planiranje gotovine. Gotovina u osnivačkom planskom bilansu stanja javlja se u visini razlika između stalnih obrtnih sredstava i planiranih zaliha sirovina, materijala i sitnog inventara. Ovo zbog toga što se u momentu osposobljavanja preduzeća za privrednu aktivnost od ukupnih stalnih obrtnih sredstava u materijalnom obliku nalaze samo sredstva u vidu zaliha sirovina, materijala i sitnog inven-

tara, a ostali deo stalnih obrtnih sredstava je u gotovini koja će se transformisati u materijalne oblike kada preduzeće otpočne sa privrednim aktivnostima. Saglasno rečenom, gotovina u osnivačkom planskom bilansu uspeha je ravna razlici između stalnih obrtnih sredstava i planiranih zaliha sirovina, materijala i sitnog inventara. Pri tome stalna obrtna sredstva se kvantificiraju u visini stalnih zaliha na način kako je opisano kod izrade planskog bilansa stanja postojećeg preduzeća.

Planiranje izvora finansiranja. Sopstveni izvori finansiranja i dugoročno pozajmljeni izvori finansiranja planiraju se za svaku vrstu posebno u iznosu za koji se očekuje da će biti pribavljen.

2. POSLOVNI I FINANSIJSKI RIZIK I POSLOVNI I FINANSIJSKI LEVERIDŽ

2.1. Poslovni rizik i poslovni leveridž

Poslovni rizik je, u stvari, neizvesnost ostvarenja poslovnog rezultata (poslovnog dobitka) kao prinosa na ukupno uložena sredstva, odnosno kapital. Poslovni rezultat kao prinos na ukupno uloženi kapital je razlika između marže pokrića i rashoda perioda bez kamata. Dakle, poslovni rezultat u sebi sadrži kamate, tačnije, rashode finansiranja, poreze iz rezultata i neto dobitak. Ukupno uloženi kapital treba da odbaci neki finansijski rezultat, poslovni dobitak, jer to zahteva princip rentabilnosti. Kako će se deliti poslovni dobitak između vlasnika kapitala pri razmatranju poslovnog rizika, ne uzima se u obzir — bitno je maksimirati poslovni dobitak, odnosno maksimirati prinos na ukupno uloženi kapital. Rizik ostvarenja prinosa na ukupno uloženi kapital proizlazi iz činjenice da samim ulaganjem kapitala nastaju određeni troškovi neovisno od toga da li se uloženi kapital koristi ili ne koristi i kojim se intenzitetom koristi. To su takozvani fiksni troškovi koji nastaju i kad uložena

sredstva uopšte nisu aktivirana, odnosno oni nastaju nezavisno od intenziteta korišćenja uložених sredstava. Tipičan primer takvih troškova su amortizacija i fiksni troškovi organizacije. Amortizacija mora da postoji bez obzira na stepen korišćenja osnovnih sredstava, i to iz prostog razloga — što je upotrebnа vrednost osnovnih sredstava vremenski ograničena. Naime, nijedno osnovno sredstvo ne može neograničeno da traje bilo zbog toga što mu je vek trajanja prirodno ograničen (npr. nijedna zgrada ne može večito da traje, nijedan dugogodišnji zasad ne može večito da traje), bilo zato što mu je vek ograničen i pod uticajem ekonomske zastarelosti ili ekonomske i ekološke nepodobnosti. Dakle, uvek postoji neki faktor koji ograničava vek trajanja osnovnog sredstva i u tom veku njegova vrednost kroz amortizaciju mora da bude nadoknađena, moraju biti sredstva povraćena. S druge strane, troškovi organizacije takođe nastaju neovisno od intenziteta korišćenih sredstava. Naime, čim su sredstva uložena, mora se obezbediti njihovo čuvanje i osiguranje, moraju da budu organizovana pojedine funkcije i uprava preduzeća i u vezi s tim nastaju troškovi koji su u najvećem delu nezavisni od intenziteta poslovanja preduzeća. Dakle, troškovi amortizacije i troškovi organizacije predstavljaju fiksne troškove, odnosno rashode perioda koji se moraju pokriti da bi se izbegao poslovni gubitak (negativna razlika između marže pokrića i rashoda perioda) a uz to mora se ostvariti u skladu sa rentabilnošću i stanoviti prinosi na uloženi kapital.

Prinos na uloženi kapital, odnosno, rentabilnost je objektivna ekonomska nužda, a ne neki proizvoljni zahtev vlasnika kapitala. Preduzeće koje je finansirano iz sopstvenog i pozajmljenog kapitala, da bi održalo prostu reprodukciju, mora supstituisati pozajmljeni kapital sopstvenim kapitalom a da bi se to omogućilo, sopstveni kapital mora da se uvećava iz finansijskog rezultata. Pri tome

supstitucija u toku roka otplate pozajmljenog kapitala mora da bude najmanje u visini razlike između dospele galvnice za otplatu pozajmljenog kapitala i amortizacije, a pri konačnoj otplati pozajmljenog kapitala supstitucija mora da bude potpuna. Time je preduzeće obezbedilo finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenog kapitala i obezbedilo je opstanak, jer finansiranje proste reprodukcije iz pozajmljenog kapitala podrazumeva ponovno zaduživanje radi finansiranja proste reprodukcije, što izaziva podozrenje poverilaca u rentabilnost preduzeća samim tim što preduzeće nije u stanju da prostu reprodukciju finansira iz sopstvenog kapitala. Ali preduzeću ne može da bude cilj samo finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenog kapitala već finansiranje iz sopstvenog kapitala bar jednog dela proširene reprodukcije, a to zahteva da prirast sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata bude iznad supstitucije pozajmljenog kapitala. Proširena reprodukcija znači rast preduzeća, a rastom preduzeća jača svoj položaj na tržištu ne samo time što ono postaje veće već pre svega time što se preduzeće kroz proširenu reprodukciju prilagođava zahtevima tržišta uvođenjem novih tehnologija i proizvodnjom kurentnih proizvoda. I što preduzeće u tome više uspe, utoliko je njegov položaj na tržištu u odnosu na konkurenciju bolji a samim tim veće su i šanse za večiti opstanak preduzeća.

Sve u svemu, preduzeće je primorano ne samo da pokriva rashode perioda već i da teži maksimiranju poslovnog rezultata, odnosno poslovnog dobitka. A čime je uslovljena veličina poslovnog dobitka? Podsetimo se da je poslovni dobitak ravan razlici između marže pokrića i rashoda perioda (bez kamate) a marža pokrića je ravna razlici između prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda. Saglasno tome, visina poslovnog dobitka zavisi od visine marže pokrića i visine rashoda perioda. Visina marže pokrića zavisi od:

- visine prodajne cene (tačnije, neto prodajne cene), koja je zavisna od kvaliteta proizvoda i

njegovog položaja na tržištu, jer što je prodajna cena viša biće viša i marža pokrića i obrnuto;

- visina obima proizvodnje i prodaje, što je povezano sa stepenom iskorišćenja kapaciteta u industrijskim preduzećima odnosno sa intenzitetom prinosa po jedinici kapaciteta u poljoprivrednim preduzećima i sa kurentnim položajem proizvoda na tržištu, jer što je veći obim proizvodnje i prodaje pri datim prodajnim cenama i datim fizičkim utrošcima varijabilnih troškova, biće veća marža pokrića i obrnuto;

- visine fizičkog utroška direktnog materijala, energija, usluga i direktnog rada po jedinici proizvoda, jer što je manji fizički utrošak pri datim nabavnim cenama i ličnim dohocima, biće manji varijabilni troškovi a time i varijabilni rashodi a viša marža pokrića i obrnuto;

- visine pariteta prodajnih i nabavnih cena, što je povezano sa kvalitetom i položajem na tržištu materijala, energije, usluga i gotovih proizvoda, jer povoljniji paritet prodajnih i nabavnih cena pri datim fizičkim utrošcima materijala, energije i usluga daje veću maržu pokrića i obrnuto, i

- kod preduzeća koja proizvode više proizvoda visina marže pokrića zavisi i od većeg ili manjeg stepena optimiranja strukture proizvodnje. Naime, preduzeće koje uzimajući u obzir proizvodna i tržišna ograničenja uspe da više pomeri strukturu proizvodnje u korist proizvoda kod kojih je najveća razlika između prodajne cene i varijabilnih troškova po jedinici proizvoda ostvariće veću maržu pokrića i obrnuto.

Visina rashoda perioda zavisi od:

- visine ulaganja u osnovna sredstva, što je povezano sa vrstom delatnosti preduzeća, visinom nabavnih cena osnovnih sredstava i dužinom aktivizacionog perioda, jer što delatnost, tačnije, tehnologija proizvodnje zahteva manja ulaganja u osnovna sredstva, što su nabavne cene osnovnih sredstava niže, što je aktivizacioni period kraći, biće manja ulaganja u osnovna sredstva a time i amortizacija, odnosno rashodi perioda po osnovu

amortizacije i obrnuto;

- visine troškova organizacije, što je povezano sa racionalnošću organizacije svih funkcija preduzeća, jer što su troškovi organizacije niži, biće manji rashodi perioda po tom osnovu i obrnuto;

- visine troškova prodaje, jer što su troškovi prodaje niži, biće manji rashodi perioda po tom osnovu i obrnuto;

- visine troškova držanja i osiguranja uloženi sredstava, što je povezano sa visinom ulaganja u osnovna sredstva (o čemu je već bilo reči) i racionalnošću upravljanja obrtnim sredstvima u smislu smanjenja obrtnih sredstava putem smanjenja broja dana vezivanja, jer što su ulaganja u osnovna i obrtna sredstva manja, biće troškovi držanja i osiguranja niži a time i rashodi perioda po tom osnovu i obrnuto, i

- veličine kapaciteta kojim se ostvaruje neutralan poslovni rezultat u odnosu na ukupan kapacitet. Naime, pri projektovanju i izgradnji kapaciteta što je god više postignuto da se s manjim obimom proizvodnje postigne neutralan poslovni rezultat, što tačka pokrića rashoda perioda bez kamate leži bliže koordinatnom po-

četku na grafičkom prikazu donje tačke rentabilnosti, utoliko je manji rizik ostvarenja u eksploataciji pozitivnog poslovnog rezultata i obrnuto.

Rashodi perioda su u kratkom roku fiksni, nepromenljivi bez obzira na oscilacije obima proizvodnje i prodaje; oni se kao takvi prvo pokrivaju a tek po njihovom pokriću ostaruje se poslovni rezultat kao prinos na ukupno uloženi kapital. I upravo zato što su rashodi perioda fiksni, poslovni rezultat se brže menja nego što se menja prihod od prodaje. Naime, ako se prihod od prodaje poveća ili smanji samo za jedan procent, poslovni rezultat će se promeniti za više procenata. Koliko svaki procent promene prihoda od prodaje izaziva procentualnu promenu poslovnog rezultata, pokazuje faktor poslovnog leveridža (leverage).¹⁰⁵ Faktor poslovnog leveridža utvrđuje se iz odnosa marže pokrića i poslovnog rezultata (dobitka). Pogledajmo sada faktor poslovnog leveridža na osnovu podataka prve i konačne varijante planskog bilansa uspeha iz poglavlja 1. ove glave.

1. Marža pokrića
2. Poslovni rezultat
3. Faktor poslovnog leveridža (1/2)

dinara	
Prva varijanta planskog bilansa uspeha	Konačna varijanta planskog bilansa uspeha
800.000	1.013.136
300.000	513.136
2,67	1,97

Faktor poslovnog leveridža jeste multiplikator procenta promene prihoda od prodaje čiji umnožak daje procent promene poslovnog rezultata. U našem primeru po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha, ako se prihod od prodaje poveća, naprimer, za 5, 10 ili 15%, poslovni rezultat će se povećati za $13,5\% = (5 \times 2,67)$, $26,7\% = (10 \times 2,67)$ odnosno $40,05\% = (15 \times 2,67)$ i obrnuto: ako se prihod od prodaje smanji za 5, 10 ili 15%,

poslovni rezultat će se smanjiti za 13,5%, odnosno 26,7%, odnosno za 40,05%. Po konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha promene poslovnog rezultata su osetno niže jer je niži faktor poslovnog rizika; ako se prihod od prodaje poveća za 5, 10 ili 15%, poslovni rezultat će se povećati za $9,85\% = (5 \times 1,97)$, $19,7\% = (10 \times 1,97)$, odnosno $29,55\% = (15 \times 1,97)$. Obrnuto, ako se prihod od prodaje smanji za 5, 10 ili 15%, poslovni

¹⁰⁵Leverage = dejstvo poluge

rezultat će se smanjiti za 9,25%, odnosno za 19,7%, odnosno za 29,55%.

Navedeni podaci pokazuju da konačna varijanta planskog bilansa uspeha smanjuje ostvarenja poslovnog rezultata. Razlog tome je što se, podsetimo se, pri ispitivanju mogućnosti ostvarenja minimalne akumulacije došlo do zaključka da se prihodi od prodaje mogu povećati po osnovu cena. Naravno, to nije jedini put za smanjenje rizika ostvarenja poslovnog rezultata, o čemu je bilo reči na početku ovog odeljka.

Treba, međutim, imati u vidu da faktor poslovnog leveridža tačno izražava koliko se

puta brže menja poslovni rezultat nego što se menja prihod od prodaje — *samo pod uslovom da se globalni paritet prodajnih i nabavnih cena ne menja*. Ako taj uslov nije zadovoljen, tj. ako se globalni paritet prodajnih i nabavnih cena menja bilo u korist prodajnih cena, bilo u korist nabavnih cena, onda faktor poslovnog leveridža pokazuje koliko se puta brže menja poslovni rezultat nego što se menja marža pokrića. Da je to tako, vratimo se opet našoj prvoj i našoj konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha.

Dinara			
	Prva varijanta planskog bilansa uspeha	Konačna varijanta planskog bilansa uspeha	Procent povećanja
1. Prihodi od prodaje	2.000.000	2.213.136	10,6588%
2. Varijabilni rashod	1.200.000	1.200.000	0%
3. Marža pokrića (1-2)	800.000	1.013.136	26,642%
4. Rashodi perioda bez kamate	500.000	500.000	
5. Poslovni rezultat (3-4)	300.000	513.136	71,0453%

Po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha faktor poslovnog leveridža je $2,66667 = \frac{800.000}{300.000}$. Budući da je u konačnoj u odnosu na prvu varijantu planskog bilansa uspeha prihod od prodaje povećan a 10,6568%, to bi poslovni rezultat u konačnoj u odnosu na prvu varijantu planskog bilansa uspeha trebalo biti veći za 28,418% ($10,6568 \times 2,66667$), što nije tačno, jer je poslovni rezultat veći za 71,0453%. Do toga je došlo zato što su u konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha povećani samo prihodi od prodaje po osnovu povećanja prodajnih cena, što znači da je promenjen globalni paritet prodajnih i nabavnih cena, zbog čega su varijabilni rashodi u konačnoj u odnosu na prvu varijantu planskog bilansa uspeha ostali nepromenjeni. Da su prihodi od prodaje povećani za 10,6568% po osnovu povećanja obima proizvodnje i prodaje, za isti procent bi se povećali i varijabilni rashodi te bi iznosili 1.327.882 dinara

($1.200.000 \times 1,106568 = 1.327.920$) a marža pokrića bi sada bila 885.254 dinara ($2.213.136 - 1.327.882 = 885.254$) dok bi poslovni rezultat bio 385.254 dinara ($6885.254 - 500.000 = 385.254$), što znači da bi poslovni rezultat bio veći za 28,418% ($= \frac{385.254}{300.000} \cdot 100$), što je jednako umnošku procenta povećanja prihoda od prodaje i faktora poslovnog leveridža ($10,6568 \times 2,66667 = 28,418\%$).

U konačnoj u odnosu na prvu varijantu planskog bilansa uspeha marža pokrića je povećana za 26,642%, a kako je faktor poslovnog leveridža 2,66667, to je poslovni rezultat u konačnoj u odnosu na prvu varijantu planskog bilansa uspeha veći za $71,0453 = (26,642 \times 2,66667)$, što je tačno. Faktor poslovnog leveridža može se izračunati i iz odnosa procentualnog povećanja poslovnog rezultata i procentualnog povećanja marže pokrića, što po drugoj varijanti planskog bilansa uspeha iznosi:

$$\text{Faktor poslovnog leveridža} = \frac{\% \text{povećanja poslovnog dobitka}}{\% \text{povećanja marže pokrića}} = \frac{71,0453}{26,642} = 2,666667$$

Kad se ne bi menjao globalni paritet prodajnih i nabavnih cena, u imenitelj ovog obrasca mogao bi biti procent povećanja prihoda od prodaje, što bi opet dalo faktor poslovnog leveridža.

Sva prethodna izlaganja potvrđuju da faktor poslovnog leveridža pokazuje koliko se puta brže menja poslovni rezultat nego što se menja prihod od prodaje uz uslov da se ne menja globalni paritet prodajnih i nabavnih cena, a kada se menja globalni paritet prodajnih i nabavnih cena, faktor poslovnog leveridža pokazuje koliko se puta brže menja poslovni rezultat nego što se menja marža pokrića.

2.2. Finansijski rezultat i finansijski leveridž

Finansijski rizik je rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata kao bruto prinosa na sopstveni kapital. Kažemo da je bruto finansijski rezultat, tačnije bruto dobitak, bruto prinos na sopstveni kapital zato što bruto dobitak u sebi sadrži poreze iz finansijskog rezultata i neto dobitak, pri čemu je neto dobitak istinsko uvećanje sopstvenog kapitala, naravno, pod uslovom da se ceo neto dobitak usmeri za sopstveni kapital. Bruto finansijski rezultat (dobitak) je ravan razlici između poslovnog dobitka i rashoda finansiranja (troškova kamata). Prema tome, veličina bruto dobitka zavisi od visine poslovnog dobitka i od visine troškova kamate. U prethodnom odeljku smo videli od čega zavisi visina poslovnog rezultata (dobitka), od toga zavisi, naravno, i visina bruto finansijskog rezultata, ali visina bruto finansijskog rezultata zavisi još i od visine troškova kamata, a visina troškova kamata uslovljena je:

- strukturom kapitala, jer što je struktura kapitala više pomerana sopstvenom kapitalu manje će biti pozajmljenog kapitala na koji se

plaća kamata i pri datoj kamatnoj stopi biće manji troškovi finansiranja i obrnuto;

- obimom spontanijih (autonomnijih) izvora, jer što je veći obim spontanijih izvora, a taj obim, podsetimo se, zavisi od roka raspoloživost, pri datom sopstvenom kapitalu, biće manji pozajmljeni kapital na koji se plaća kamata a time će biti manji i troškovi finansiranja, jer se, po pravilu, kamata ne plaća na spontane izvore ako se koriste u raspoloživom roku i obrnuto;

- racionalnošću upravljanja sredstvima, jer što se više izbegnu nepotrebna ulaganja u osnovna sredstva, što se osnovna sredstva brže amortizuju, što se više skrate rokovi naplate dugoročnih plasmana, što se više smanji broj dana vezivanja obrtnih sredstava, što su zalihe u bilansu stanja iskazane po nižim cenama, to će biti manje uložjenijih (angažovanih) sredstava i pri datom sopstvenom kapitalu, spontanijim izvorima i datim kamatnim stopama biće manje pozajmljenog kapitala na koji se plaća kamata i time manji i troškovi finansiranja i obrnuto i

- najzad, visina troškova finansiranja zavisi i od visine kamatnijih stopa, jer pri datom pozajmljenom kapitalu na koji se plaća kamata niže kamatne stope izazivaju manje troškove finansiranja i obrnuto.

Pozajmljeni kapital uložjen u stalna sredstva (osnovna sredstva i dugoročne plasmane) i u trajna obrtna sredstva ne oscilira promenom obima proizvodnje i prodaje i upravo zato su troškovi finansiranja u najvećem delu fiksni, oni su rezistentni na promenu obima proizvodnje i prodaje, a otuda i rizik njihovog pokrića, odnosno rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata (dobitka).

Rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata se kvantitativno izražava faktorom finansijskog leveridža koji se dobija iz odnosa

poslovnog rezultata i bruto finansijskog rezultata. Faktor finansijskog leveridža, u osnovi, pokazuje koliko se brže menja bruto finansijski rezultat pri svakoj procentualnoj

promeni poslovnog rezultata. Pogledajmo faktor finansijskog leveridža na osnovu podataka prve i konačne varijante planskog bilansa uspeha iz poglavlja 1. ove glave.

1. Poslovni dobitak
2. Bruto finansijski dobitak
3. Faktor finansijskog leveridža ($1/2$)

dinara	
Prva varijanta planskog bilansa uspeha	Konačna varijanta planskog bilansa uspeha
300.000	531.136
250.000	463.136
1,2	1,1

Faktor finansijskog leveridža jeste multiplikator procenta promene poslovnog rezultata čiji umnožak daje procent promene bruto finansijskog rezultata. U našem primeru, po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha, ako se poslovni rezultat poveća, na primer, za 10 ili 20%, bruto finansijski rezultat će se povećati za $12\% = (10 \times 1,2)$, odnosno $24\% (20 \times 1,2)$. Obrnuto, ako se poslovni rezultat smanji za 10 ili 20% bruto finansijski rezultat će se smanjiti za 12 odnosno 24%. Po konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha, ako se poslovni rezultat poveća za 10 odnosno 20%, bruto finansijski rezultat se povećava za 11% ($10 \times 1,1$) odnosno $22\% (20 \times 1,1)$. Obrnuto, ako se poslovni rezultat smanji za 10 ili 20%, bruto finansijski rezultat će se smanjiti za 11% odnosno 22%.

Konačna varijanta planskog bilansa uspeha pokazuje manji rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata zahvaljujući povećanju poslovnog rezultata. Naravno, u interesu je svakog preduzeća da smanji rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata, odnosno da faktor finansijskog leveridža bude što niži. To se može ostvariti težnjom da se maksimira poslovni rezultat, o čemu je bilo reči u prethodnom odeljku, i minimiziranjem troškova finansiranja, o čemu je bilo reči na početku ovog odeljka. U preduzećima kod

kojih je struktura sredstava pomerena ka osnovnim sredstvima, jer tehnologija zahteva visoka ulaganja u osnovna sredstva, biće visoki rashodi perioda bez kamata zbog visoke amortizacije a relativno nizak poslovni rezultat. Da bi se u takvim okolnostima smanjio rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata, jedini je izlaz u pomeranju strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala kako bi pozajmljeni kapital na koji se obračunava kamata bio niži i time niži i troškovi finansiranja, što će dovesti do približavanja bruto finansijskog rezultata poslovnom rezultatu i time smanjenju rizika ostvarenja bruto finansijskog rezultata. Drugim rečima, kada bi se preduzeće isključivo finansiralo iz sopstvenog kapitala i iz spontaniziranih izvora, pri čemu spontane obaveze plaća o roku dospeća, preduzeće ne bi imalo troškove finansiranja, bruto finansijski rezultat bi bio jednak poslovnom rezultatu a to znači da u takvim okolnostima i ne postoji finansijski rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata.

Pogledajmo sada kako se menja stvarna stopa prinosa na sopstveni kapital, računata iz odnosa neto dobitka i sopstvenog kapitala, kada se menja struktura kapitala.

STRUKTURA KAPITALA

	Alternativa		
	A	B	C
1 Pozajmljeni kapital	0	100.000	100.000
2 Sopstveni kapital	200.000	100.000	50.000
3 Ukupno poslovna sredstva i kapital (1+2)	200.000	200.000	200.000

Varijanta 1 - Stopa prinosa na sopstveni kapital po stopi prinosa na ukupan kapital od 10% i prosečnoj kamatnoj stopi do 10%

1. Poslovni dobitak	20.000	20.000	20.000
2. Rashodi finansiranja	0	10.000	15.000
3. Bruto finansijski dobitak (1-2)	20.000	10.000	5.000
4. Porezi na bruto dobitak (40%)	8.000	4.000	2.000
5. Neto dobitak (3-4)	12.000	6.000	3.000
6. Stopa prinosa na ukupan kapital	10%	10%	10%
7. Prosečna kamata	10%	10%	10%
8. Stopa prinosa na sopstveni kapital	6%	6%	6%

Varijanta 2 - Stopa prinosa na sopstveni kapital po stopi prinosa na ukupan kapital od 10% i prosečnoj kamatnoj stopi do 8%

1. Poslovni dobitak	20.000	20.000	20.000
2. Rashodi finansiranja	0	8.000	12.000
3. Bruto finansijski dobitak (1-2)	20.000	12.000	8.000
4. Porezi na bruto dobitak (40%)	8.000	4.800	3.200
5. Neto dobitak (3-4)	12.900	7.000	4.800
6. Stopa prinosa na ukupan kapital	10%	10%	10%
7. Prosečna kamata	6%	6%	6%
8. Stopa prinosa na sopstveni kapital	6%	7,2%	9,6%

Varijanta 3 - Stopa prinosa na sopstveni kapital po stopi prinosa na ukupan kapital od 10% i prosečnoj kamatnoj stopi do 12%

1. Poslovni dobitak	20.000	20.000	20.000
2. Rashodi finansiranja	0	12.000	18.000
3. Bruto finansijski dobitak (1-2)	20.000	8.000	2.000
4. Porezi na bruto dobitak (40%)	8.000	3.200	800
5. Neto dobitak (3-4)	12.000	4.800	1.200
6. Stopa prinosa na ukupan kapital	10%	10%	10%
7. Prosečna kamata	6%	4,8%	2,4%
8. Stopa prinosa na sopstveni kapital	6%	4.8%	2.4%

Prethodno dati primeri pokazuju:

Varijanta 1. Kada je stopa prinosa na ukupni kapital jednaka prosečnoj kamatnoj

stopi na pozajmljeni kapital, promena strukture kapitala deluje neutralno na stopu prinosa na sopstveni kapital. Stopa prinosa na sopstveni kapital ostaje nepromenjena bez

obzira na promene strukture kapitala, a to znači da je dejstvo finansijskog leveridža neutralno. To je zato što se bruto dobitak os-

tvaruje isključivo po osnovu sopstvenog kapitala. To se može proveriti na sledeći način:

1. Poslovni dobitak na sopstveni kapital (sopstveni kapital x stopa prinosa na ukupni kapital)	20.000	10.000	5.000
2. Efekat finansijskog leveridža (pozajmljeni kapital x stopa prinosa una ukupan kapital minus prosečna kamatna stopa)	0	0	0
3. Bruto finansijski dobitak (1+2)	20.000	10.000	5.000
4. Porezi na bruto dobitak (40%)	8.000	4.000	2.000
5. Neto dobitak (3-4)	12.000	6.000	3.000
6. Stopa prinosa na sopstveni kapital	6%	6%	6%

Dakle, kada je stopa prinosa na ukupan kapital jednaka prosečnoj kamatnoj stopi na pozajmljeni kapital, stopa prinosa na sopstveni kapital se ne menja pri promeni strukture kapitala, mada se neto dobitak u apsolutnom iznosu promenom strukture kapitala u korist pozajmljenog kapitala smanjuje.

Varijanta 2. Kada je stopa prinosa na ukupni kapital viša od prosečne kamatne sto-

pe na pozajmljeni kapital, promena strukture kapitala u korist pozajmljenog kapitala povećava stopu prinosa na sopstveni kapital. To je zato što bruto dobitak potiče i iz sopstvenog kapitala i iz pozajmljenog kapitala, finansijski leveridž deluje pozitivno na stopu prinosa na sopstveni kapital. To se može proveriti na sledeći način:

1. Sopstveni kapital x stopa prinosa na ukupan kapital	20.000	10.000	5.000
2. Efekat finansijskog leveridža (pozajmljeni kapital x stopa prinosa una ukupan kapital minus prosečna kamatna stopa)	0	2.000	3.000
3. Bruto finansijski dobitak (1+2)	20.000	12.000	8.000
4. Porezi na bruto dobitak (40%)	8.000	4.800	8.000
5. Neto dobitak (3-4)	12.600	7.200	3.200
6. Stopa prinosa na sopstveni kapital	6%	7,2%	9,6%

Dakle, u odnosu na alternativu A stopa prinosa na sopstveni kapital se povećava kod alternative B za $20\% = \left(\frac{7,2 \cdot 100}{6} - 100 \right)$, a kod alternative C za $60\% = \left(\frac{9,6 \cdot 100}{6} - 100 \right)$, mada neto dobitak u apsolutnom iznosu u odnosu na alternativu A opada u alternativu B za $40\% = \left(\frac{7.200 \cdot 100}{12.000} - 100 \right)$ a u alternativu C za $60\% = \left(\frac{4.200 \cdot 100}{12.000} - 100 \right)$. To je zato što je finansijski leveridž pozitivan. Bruto dobitak se ne ostvaruje samo po osnovu sopstvenog kapitala već i po osnovu

pozajmljenog kapitala, u alternativu B 2.000, a u alternativu C 3.000 dinara.

Varijanta 3. Kada je stopa prinosa na ukupan kapital manja od prosečne kamatne stope na pozajmljeni kapital, promena strukture kapitala u korist pozajmljenog kapitala smanjuje stopu prinosa na sopstveni kapital. To je zato što je bruto dobitak koji potiče od sopstvenog kapitala manji od poslovnog dobitka koji potiče od sopstvenog kapitala za iznos gubitka na pozajmljenom kapitalu. Finansijski leveridž deluje negativno na stopu prinosa na sopstveni kapital. To se može proveriti na sledeći način:

1. Sopstveni kapital x stopa prinosa na ukupan kapital	20.000	10.000	5.000
2. Efekat finansijskog leveridža (pozajmljeni kapital x stopa prinosa una ukupan kapital minus prosečna kamatna stopa)		- 2.000	- 3.000
3. Bruto finansijski dobitak (1+2)	20.000	8.000	2.000
4. Porezi na bruto dobitak (40%)	8.000	3.000	800
5. Neto dobitak (3-4)	12.000	4.800	1.200
6. Stopa prinosa na sopstveni kapital	6%	4,8%	2,4%

Dakle, stopa prinosa na sopstveni kapital smanjuje se kod alternative B na $80\% = \left(\frac{4,8}{6} \cdot 100\right)$ a kod alternative C na $40\% = \left(\frac{2,4}{6} \cdot 100\right)$ u odnosu na alternativu A, pri čemu se neto dobitak u apsolutnom iznosu smanjuje još brže, kod alternative B na $40\% = \left(\frac{4.800}{12.000} \cdot 100\right)$, a kod alternative C na svega $10\% = \left(\frac{1.200}{12.000} \cdot 100\right)$ u odnosu na alternativu A. To je zato što je finansijski leveridž negativan. Bruto dobitak po osnovu sopstvenog kapitala je manji od poslovnog dobitka po osnovu sopstvenog kapitala, u alternativu B za 2.000 i u alternativu C za 3.000.

Iz rečenog jasno proizlazi da visina stope prinosa na sopstveni kapital zavisi od strukture kapitala i razlike između stope prinosa na ukupan kapital i prosečne kamatne stope na pozajmljeni kapital. Kad je stopa prinosa na ukupni kapital viša od prosečne kamatne stope na pozajmljeni kapital, finansijski leveridž deluje na povećanje stope prinosa na sopstveni kapital utoliko više što je struktura kapitala pomerena ka pozajmljenom kapitalu. To podstiče preduzeće da se više zadužuje i da na taj način maksimira stopu prinosa na sopstveni kapital. Treba, međutim, pri tome imati u vidu tri stvari:

- Povećanjem zaduženosti povećavaju se rashodi finansiranja, povećava se rizik ostvarenja bruto finansijskog rezultata, povećava se faktor finansijskog leveridža. Ako dođe do opadanja proizvodnje i prodaje ili opadanja prodajnih cena, što je realno očekivati u vreme dekonjunktura, preduzeće može za-

pasti u zonu gubitaka. To će se dogoditi utoliko pre što je tačka neutralnog bruto finansijskog rezultata na grafikonu rentabilnosti više udaljena od koordinatnog početka, odnosno što je viši faktor poslovnog leveridža i faktor finansijskog leveridža.

- Povećanjem zaduženosti ugrožava se mogućnost supstitucije pozajmljenog kapitala sopstvenim kapitalom jer neto dobiti u apsolutnom iznosu opadaju, čime se ugoržava prosta reprodukcija, što izaziva sve negativne implikacije o kojima je ranije bilo reči.

- Najzad, povećanjem zaduženosti ugrožava se i likvidnost ne samo po osnovu većih obaveza po osnovu povećanja kamata već i po osnovu otplate dospele glavnice pozajmljenog kapitala. Do toga će sigurno doći ako je zbir neto dobitka i amortizacije manji od dospele glavnice pozajmljenog kapitala. Tada preduzeće pada u nelikvidnost koja može ugroziti njegov opstanak.

2.3. Ukupan rizik i složeni leveridž

Ukupan rizik rezultira iz neizvesnosti ostvarenja bruto dobitka a time i neto dobitka i prinosa na sopstveni kapital uzimajući u obzir i poslovne i finansijske rizike. Dakle, radi se o kumulativnom ukupnom riziku. Faktor složenog leveridža kvantitativno izražava ukupan rizik koji se dobija alternativno: ili kao odnos marže pokrića i bruto dobitka, ili, pak, kao umnožak faktora poslovnog leveridža i faktora finansijskog leveridža. Po prvoj i konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha iz poglavlja 1. ove glave faktor složenog leveridža je:

1. Marža pokrića
2. Poslovni dobitak
3. Bruto finansijski dobitak
4. Faktor poslovnog leveridža $\left(\frac{1}{2}\right)$
5. Faktor finansijskog leveridža $\left(\frac{2}{3}\right)$
6. Faktor složenog leveridža $\left(\frac{2}{3}\right)$ odnosno (4×5)

Prva varijanta planskog bilansa uspeha	Konačna varijanta plan- skog bilansa uspeha
800.000	1.013.136
300.000	513.136
250.000	463.136
2,67	1,97
1,2	1,1
3,2	2,2

Ako se paritet prodajnih i nabavnih cena ne menja, faktor složenog leveridža jeste multiplikator procenta promene prihoda od prodaje čiji umnožak daje procent promene bruto finansijskog dobitka, neto dobitka i stope prinosa na sopstveni kapital. Ako se paritet prodajnih i nabavnih cena menja bilo u korist prodajnih, bilo u korist nabavnih, faktor poslovnog leveridža jest multiplikator procenta promene marže pokrića čiji umnožak daje procent promene bruto finansijskog dobitka, neto dobitka i stope prinosa na sopstveni kapital. U našem primeru po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha, ako se prihod od prodaje pri nepromenjenom paritetu prodajnih i nabavnih cena poveća, odnosno ako se marža pokrića pri promenjenom paritetu prodajnih i nabavnih cena poveća za 5, 10 ili 15%, bruto finansijski dobitak, neto dobitak i stopa prinosa na sopstveni kapital će se povećati za $16\% = (5 \times 3,2)$, $32\% = (10 \times 3,2)$ odnosno $48\% = (15 \times 3,2)$; obrnuto, ako se prihod od prodaje, odnosno marža pokrića smanji za 5, 10 ili 15%, bruto finansijski dobitak, neto dobitak i stopa prinosa na sopstveni kapital će se smanjiti za 16%, odnosno 32% odnosno 48%. Po konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha, ako se prihod od prodaje pri nepromenjenom paritetu

prodajnih i nabavnih cena poveća, odnosno ako se marža pokrića pri primenjenom paritetu prodajnih i nabavnih cena poveća za 5, 10 ili 15%, bruto finansijski dobitak, neto dobitak i stopa prinosa na sopstveni kapital će se povećati za $11\% = (5 \times 2,2)$, $22\% = (10 \times 2,2)$ odnosno $33\% = (15 \times 2,2)$; obrnuto, ako se prihod od prodaje odnosno marža pokrića smanji za 5, 10 ili 15% bruto finansijski dobitak, neto dobitak i stopa prinosa na sopstveni kapital će se smanjiti za 11%, odnosno 22%, odnosno 33%.

Prethodni podaci pokazuju da konačna varijanta planskog bilansa daje manji ukupni rizik. Razlog tome je što se, podsetimo se, pri ispitivanju mogućnosti ostvarenja minimalne akumulacije došlo do zaključka da se prihodi od prodaje mogu povećati po osnovu povećanja prodajnih cena.

Faktor složenog leveridža može se kvantificirati i kao odnos procentalnog povećanja marže pokrića i procentalnog povećanja bruto finansijskog dobitka. U našem primeru, u konačnoj u odnosu na prvu varijantu planskog bilansa uspeha bruto finansijski dobitak je povećan za $85,25\% = \left(\frac{463.136}{250.000} - 1 \cdot 100\right)$ a marža pokrića je povećana za $26,64\% = \left(\frac{1.013.136}{800.000} - 1 \cdot 100\right)$. Otuda je po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha:

$$\text{Faktor složenog leveridža} = \frac{\% \text{povećanja finansijskog dobitka}}{\% \text{povećanja marže pokrića}} = \frac{85,25}{26,64} = 3,2$$

Podsetimo se, visinu faktora poslovnog leveridža pri datom paritetu prodajnih i nabavnih cena, datim fizičkim utrošcima varijabilnih troškova i obimu proizvodnje i

prodaje determiniše visina rashoda perioda (bez kamata), što je povezano sa strukturom sredstava i racionalnošću organizacije funkcija preduzeća a visinu faktora finansijskog

leveridža pri datom poslovnom dobitku determinišu rashodi finansiranja, što je povezano sa strukturom kapitala i visinom kamatne stope. Faktor složenog leveridža to sada sve kumulira i kvantitativno izražava svojom visinom pa otuda mu i atribut „složen“. Preduzeće koje objektivno ima visok faktor poslovnog leveridža, jer je zbog visokog učešća osnovnih sredstava u strukturi sredstava visoka amortizacija a time i rashodi perioda, jedino može smanjiti ukupan rizik ako smanji rashode finansiranja a to se može ostvariti samo pomeranjem strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala. Tada će preduzeće imati nizak faktor finansijskog leveridža, zbog čega će i faktor složenog leveridža biti relativno prihvatljiv mada je faktor poslovnog rizika visok. Suprotno tome, preduzeće koje ima nizak faktor poslovnog leveridža, jer je struktura sredstava izrazito pomerena kao obrtnim sredstvima pa je niska amortizacije zbog čega su niski i rashodi perioda, može sebi dozvoliti veće rashode finansiranja a time i viši faktor finansijskog leveridža pomerajući strukturu kapitala ka pozajmljenom kapitalu. Tada će preduzeće imati relativno prihvatljiv faktor složenog leveridža zahvaljujući faktoru poslovnog leveridža.

Pri visokom faktoru složenog leveridža ostvaruje se visoka stopa rasta neto dobitka i rasta stope prinosa na sopstveni kapital, što izaziva preduzeće da i pri visokom faktoru poslovnog leveridža prihvati i visok faktor finansijskog leveridža pomerajući strukturu kapitala ka pozajmljenom kapitalu, ali se pri tome mora imati u vidu da se takvo preduzeće izlaže i visokom riziku od gubitka. Pokažimo to na jednom hipotetičnom primeru datom u tabeli na sledećoj strani.

Prikazani primer pokazuje:

- da preduzeće ima relativno visok faktor poslovnog rizika (3), pa je donja tačka ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka relativno visoka, sa 66,67% prihoda od prodaje ostvaruje se neutralni poslovni dobitak i

- da preduzeće zbog izrazito pomerene strukture kapitala ka pozajmljenom kapitalu ima izrazito visok faktor finansijskog leveridža (10), pa je donja tačka ostvarenja neutralnog bruto finansijskog dobitka izrazito visoka, sa 96,67% prihoda od prodaje ostvaruje se neutralni bruto finansijski dobitak.

Zbog relativno visokog faktora poslovanja leveridža, a naročito zbog izrazito visokog faktora finansijskog leveridža, faktor složenog leveridža je enormno visok (30). Zbog toga pri povećanju prihoda od prodaje pri nepromenjenom paritetu prodajnih i nabavnih cena od samo 5% bruto finansijski dobitak, neto dobitak i stopa prinosa na sopstveni kapital se povećavaju čak za 150% = $(5 \cdot 30)$. Prikažimo to u tabeli koja sledi prethodnu, takođe na narednoj strani.

Enormno povećanje od 150% bruto finansijskog dobitka, neto dobitka a naročito stope prinosa na sopstveni kapital podstiče preduzeće da pomera strukturu kapitala ka pozajmljenom kapitalu računajući da će konjunktura omogućiti povećanje prodaje, ali se istovremeno preduzeće izlaže i enormnom riziku da padne u zonu gubitka. U našem primeru pri smanjenju prihoda od prodaje od svega 5% preduzeće pada u zonu gubitka. Tako relativno malo smanjenje prihoda od prodaje koje dovodi preduzeće u zonu gubitka u tržišnom ambijentu sa velikom verovatnoćom se može ostvariti. Uz to, ako bi preduzeće iz našeg primera zbog jake konkurencije ili smanjene tražnje bilo prinuđeno da snizi prodajne cene za više od 2% = $\left(\frac{100.000}{5.000.000} \cdot 100 \right)$, takođe bi palo u zonu gubitka. Očito je da nije preporučljivo izlagati se tako visokom riziku. Uz to, treba imati u vidu da enormno visoka stopa prinosa na sopstveni kapital ne znači istovremeno i sposobnost supstitucije pozajmljenog sopstvenim kapitalom, čime se ugrožava i sposobnost za finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava i likvidnost a time preduzeće gubi i kreditni bonitet zbog čega će poverioci od-

		dinara	
		500.000	
		6.000.000	
		6.500.000	
1. Sopstveni kapital			
2. Pozajmljeni kapital			
3. Ukupno poslovna sredstva i kapital (1+2)		Povećanje 5%	Smanjenje 5%
	5.000.000	5.250.000	4.750.000
1. Prihodi od prodaje	2.000.000	2.100.000	1.900.000
2. Varijabilni rashodi	3.000.000	3.150.000	2.850.000
3. Marža pokrića (1-2)	2.000.000	2.000.000	2.000.000
4. Rashodi perioda (bez kamata)	900.000	900.000	900.000
5. Rashodi finansiranja	40.000	100.000	
6. Porezi iz rezultata	1.000.000	1.150.000	850.000
7. Poslovni dobitak (3-4)	100.000	250.000	-50.000
8. Bruto finansijski dobitak (7-5)	60.000	150.000	
9. Neto dobitak (8-6)	3		
10. Faktor poslovnog leveridža (3/7)	10		
11. Faktor složenog finansijskog leveridža (8/7)	30		
12. Faktor složenog leveridža (10x11)	60%		
13. Procent učešća marže pokrića u prihodima od prodaje $\left(\frac{3}{1} \cdot 100\right)$			
14. Potreban prihod od prodaje za izvršenje neutralnog poslovnog dobitka $\left(\frac{4}{13} \cdot 100\right)$	3.333.333		
15. Potreban prihod od prodaje za izvršenje neutralnog bruto dobitka $\left(\frac{4+5}{1} \cdot 100\right)$	4.833.333		
16. Procent iskorišćenja prihoda od prodaje za ostvarenje neutralnog poslovnog dobitka $\left(\frac{14}{1} \cdot 100\right)$	66,67%		
17. Procent iskorišćenja prihoda od prodaje za ostvarenje neutralnog bruto dobitka $\left(\frac{15}{1} \cdot 100\right)$	96,67%		

	Pre povećanja prihoda od prodaje	Sa povećanjem prihoda od prodaje za 5%
1. Bruto finansijski dobitak	100.000	250.000
2. Neto dobitak	60.000	150.000
3. Sopstveni kapital	500.000	500.000
4. Stopa prinosa na sopstveni kapital $\left(\frac{2}{3} \cdot 100\right)$	12%	30%
5. Procent povećanja		150%
- bruto finansijskog dobitka		150%
- neto dobitka		150%
- stope prinosa na sopstveni kapital		

biti da mu ponovo pozajmljuju kapital a uz to težiće da svoja postojeća potraživanja od takvog dužnika naplate čim pre. Sve te okolnosti, u krajnjoj liniji dovode u pitanje ops-

tanak preduzeća. Prema tome, preduzeće mora težiti da faktor složenog leveridža bude što niži.

2.4. Tačka indiferentnosti finansiranja

U ovom odeljku raspravićemo:

- tačku indiferentnosti finansiranja,
- dejstvo finansijskog leveridža na bruto finansijski dobitak i
- dejstvo finansijskog leveridža na neto dobitak.

U tu svrhu kombinovali smo tri alternative koje se međusobno razlikuju po prosečnoj kamatnoj stopi i u okviru svake alternative date su tri varijante strukture kapitala. Pri utvrđivanju dejstva finansijskog leveridža na neto dobitak uveli smo u analitičku aparaturu stopu bruto akumulacije računatu iz odnosa rashoda po osnovu kamata plus neto dobitak i ukupnog kapitala. Dakle, stopa bruto akumulacije može se shvatiti i kao neto prinos na ukupan kapital, odnosno kao stopa stvarnog ukamaćenja ukupnog kapitala jer su isključeni porezi na rezultat, dok se stopa prinosa na ukupan kapital računata iz odnosa poslovnog dobitka i ukupnog kapitala može shvatiti kao bruto prinos na ukupan kapital jer sadrži i porez na rezultat. Pogledajmo hipotetični primer prikazan na narednoj strani.

Podaci iz tabele na narednoj strani pokazuju:

Alternativa A. Stopa prinosa na sopstveni kapital je indiferentna na promenu strukture kapitala (u sve tri varijante iznosi 5,76%) u uslovima kada je stopa prinosa na ukupan kapital jednaka prosečnoj kamatnoj stopi, ali je manja od stope prinosa na ukupan kapital za procent poreza na bruto finansijski dobitak, što u našem primeru iznosi $40\% = \left(\frac{9,6 - 5,76}{9,6} \cdot 100\right)$. U takvim okolnostima dejstvo finansijskog leveridža na bruto finansijski dobitak je neutralno, ali je dejstvo finansijskog leveridža na neto dobitak negativno jer je stopa bruto akumulacije viša od stope prinosa na sopstveni kapital.

Alternativa B. Stopa prinosa na sopstveni kapital raste pomeranjem strukture kapitala u korist pozajmljenog zato što je stopa prinosa

na ukupan kapital viša od prosečne kamatne stope. U takvim okolnostima dejstvo finansijskog leveridža na bruto finansijski dobitak je pozitivno. Međutim, dejstvo finansijskog leveridža na neto dobitak se pomeranjem strukture kapitala u korist pozajmljenog menja kod varijante 1 je negativno, kod varijante 2 je neutralno a kod varijante 3 je pozitivno. Razlog tome je što je stopa bruto akumulacije u odnosu na prosečnu kamatnu stopu kod varijante 1 viša, kod varijante 2 ista a kod varijante 3 niža.

Alternativa C. Stopa prinosa na sopstveni kapital opada pomeranjem strukture kapitala u korist pozajmljenog zato što je stopa prinosa na ukupan kapital niža od prosečne kamatne stope. U takvim okolnostima u svim varijantama dejstvo finansijskog leveridža na bruto finansijski dobitak je negativno jer je stopa prinosa na ukupan kapital niža od prosečne kamatne stope. Dejstvo finansijskog leveridža na neto dobitak u svim varijantama takode je negativno jer je stopa bruto akumulacije niža od prosečne kamatne stope.

Iz rečenog lako je uočiti:

- da je stopa prinosa indiferentna na promenu strukture kapitala u uslovima kada je stopa prinosa na ukupan kapital jednaka prosečnoj kamati,
- da je dejstvo finansijskog leveridža na bruto finansijski dobitak pozitivno samo ako je stopa prinosa na ukupan kapital viša od prosečne kamatne stope i
- da je dejstvo finansijskog leveridža na neto dobitak neutralno ako je stopa bruto akumulacije jednaka prosečnoj kamatnoj stopi.

Sada možemo postaviti pitanje: da li je stopa prinosa na ukupan kapital ili stopa bruto akumulacije gornja granica prihvatljive kamatne stope za preduzeće? Podsetimo se još jednom da jednakost između stope prinosa na ukupan kapital i kamatne stope ne menja stopu prinosa na sopstveni kapital, ali je finansijski leveridž na neto dobitak negativan, a jednakost između stope bruto

	ALTERNATIVA A			ALTERNATIVA B			ALTERNATIVA C		
	Varijanta			Varijanta			Varijanta		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
1.. Pozajmljeni kapital	5.000	10.000	15.000	5.000	10.000	15.000	5.000	10.000	15.000
2.. Sopstveni kapital	15.000	10.000	5.000	15.000	10.000	5.000	15.000	10.000	5.000
3. Ukupan kapital (1+2)	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
4. Poslovni dobitak	1.920	1.920	1.920	1.920	1.920	1.920	1.920	1.920	1.920
5. Rashodi kamata	480	960	1.440	360	720	1.080	500	1.000	1.500
6. Bruto finansijski dobitak (4 - 5)	1.440	960	480	1.560	1.200	840	1.420	920	420
7. 40% poreza na rezultat	576	384	192	624	480	336	568	368	168
8. Neto dobitak (6 - 7)	864	576	288	936	720	504	852	552	252
9. Bruto akumulacija (5 + 8)	1.344	1.536	1.728	1.296	1.440	1.584	1.352	1.552	1.752
10. Stopa prinosa na ukupni kapital $\left(\frac{4}{3} \cdot 100\right)$	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
11. Prosečna kamatna suopa $\left(\frac{5}{3} \cdot 100\right)$	9,6%	9,6%	9,6%	7,2%	7,2%	7,2%	10%	10%	10%
12. Stopa prinosa na sopstveni kapital $\left(\frac{8}{2} \cdot 100\right)$	5,76%	5,76%	5,76%	6,24%	7,2%	10,08%	5,68%	5,52%	5,04%
13. Stopa bruto akumulacije $\left(\frac{9}{3} \cdot 100\right)$	6,72%	7,68%	8,64%	6,48%	7,2%	7,92%	6,76%	7,76%	8,76%
I. Dejstvo finansijskog leveridža na bruto finansijski rezultat									
14. Prinos na sopstveni kapital (2 x 10)	1.440	960	480	1.440	960	480	1.440	960	480
15. Efekat finansijskog leveridža na bruto finansijski dobitak $[(10 - 11) \cdot 1]$	0	0	0	120	240	360	-20	-40	-60
16. Bruto dobitak (14 + 15)	1.440	960	480	1.560	1.200	840	1.420	920	420
II. Dejstvo finansijskog leveridža na neto dobitak									
17. Prinos na sopstveni kapital (2 x 13)	1.008	768	432	972	720	396	1.014	776	438
18. Efekat finansijskog leveridža na neto dobitak $[(13 - 11) \cdot 1]$	-144	-192	-144	-36	0	108	162	-224	-186
19. Neto dobitak (17 + 18)	864	576	288	936	720	504	852	552	252

akumulacije i kamatne stope ozbeđuju dejstvo finansijskog leveridža na bruto finansijski dobitak pozitivno a na neto dobitak neutralno, pri čemu je i stopa prinosa na sopstveni kapital viša (uporedi varijantu 2 alternative A i B). Iz toga nedvosmisleno sledi da preduzeće pri oceni prihvatljivosti visine kamatne stope treba da uzima stopu bruto akumulacije kao gornju granicu. Da je to tako, potvrđuje i to što je pri oceni prihvatljivosti investicionog ulaganja pri metodi računovodstvene stope prinosa kriterij visina stope bruto akumulacije u odnosu na prosečnu cenu izvora finansiranja, o čemu će više biti reči u poglavlju 4. ove glave.

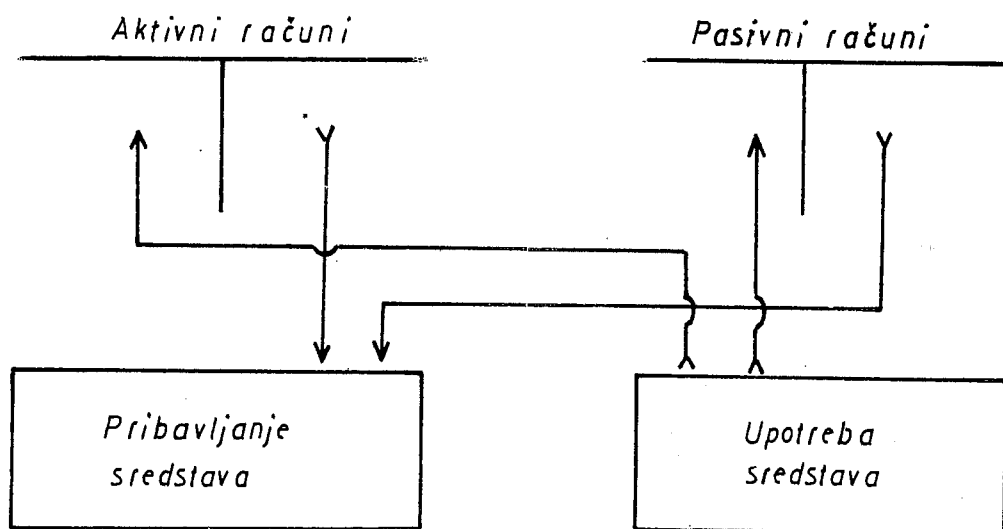
3. PLAN NOVČANIH TOKOVA

3.1. Plan tokova poslovnih sredstava

Planski bilans stanja poslovnih sredstava iskazuje stanje i strukturu sredstava i izvora finansiranja na kraju planskog perioda. Tako sačinjen planski bilans stanja poslovnih sredstava, naravno, ne iskazuje promenu bilansnih pozicija u toku planskog perioda pod uticajem kretanja sredstava i izvora finansiranja po osnovu poslovnih i finansijskih transakcija. Međutim, ako se uzme u obzir povećanje i smanjenje svake bilansne pozicije u toku planskog perioda, dobiće se planski bilans tokova poslovnih sredstava. Planski bilans

tokova poslovnih sredstava sistematizuje se tako da na jednoj strani iskazuje pribavljanje sredstava, a na drugoj strani upotrebu sredstava. Tako se dobija izveštaj po kom će se osnovu sredstva pribaviti, s jedne, i zašto će se sredstva upotrebiti u toku planskog perioda, s druge strane. Svako povećanje pozi-

cija pasive i svako smanjenje pozicija aktive u toku planskog perioda predstavlja pribavljanje sredstava, a svako povećanje pozicija aktive i svako smanjenje pozicija pasive predstavlja upotrebu sredstava. Grafički to se može predstaviti ovako:



Povećanje pozicija pasive, dakle, predstavlja pribavljanje sredstava jer se izvori finansiranja povećavaju, ali i smanjenje pozicija aktive takođe predstavlja pribavljanje sredstava u smislu njihove mobilizacije i direktno ili indirektno transformisanje u novčani oblik. Otuda pribavljena sredstva u toku planskog perioda i jesu ravna zbiru povećanja pozicija pasive i smanjenja pozicija aktive u toku planskog perioda. Povećanje pozicija aktive predstavlja, u stvari, ulaganje sredstava pa otuda to predstavlja upotrebu sredstava, ali i smanjenje pozicija pasive takođe predstavlja upotrebu sredstava u smislu plaćanja obaveza ili, pak, direktnog ili indirektnog otpisivanja na teret sopstvenog kapitala, dugoročnog rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja. Otuda upotrebljena sredstva u toku planskog perioda i jesu ravna zbiru povećanja pozicija aktive i smanjenja pozicija pasive u toku planskog perioda.

Planski bilans tokova poslovnih sredstava po sadržini može da bude bilans bruto tokova poslovnih sredstava i bilans neto tokova poslovnih sredstava. Da bi se sačinio planski bilans bruto tokova poslovnih sredstava, nužno je da se planski bilans stanja sačini tako da se najpre iskažu bilansne pozicije na početku planskog perioda, zatim se za svaku bilansnu poziciju iskazuje planirano povećanje i planirano smanjenje u toku planskog perioda, potom se stanje na početku planskog perioda povećava za planirano povećanje a umanjuje za planirano smanjenje, što daje stanje bilansne pozicije na kraju planskog perioda. Planski bilans bruto tokova sačinjava se tako što zbir povećanja pozicija pasive i smanjenja pozicija aktive predstavlja bruto pribavljena sredstva, a zbir povećanja pozicija aktive i smanjenja pozicije pasive predstavlja bruto upotrebljena sredstva.

Planski bilans neto tokova poslovnih sredstava sačinjava se na osnovu bilansa stanja na početku planskog perioda i planiranog bilansa stanja na kraju planskog perioda. Sam postupak utvrđivanja planskog bilansa neto tokova poslovnih sredstava sastoji se u tome što se za svaku bilansnu poziciju utvrđuje razlika između iskazanog iznosa na kraju i iskazanog iznosa na početku planskog perioda. Svako povećanje pozicija pasive i svako smanjenje pozicija aktive predstavlja neto pribavljena sredstva, a svako povećanje pozicija aktive i svako smanjenje pozicije pasive predstavlja neto upotrebljena sredstva.

Po formi, planski bilans tokova poslovnih sredstava može da bude u obliku dvostranog ili jednostranog računa. Kod dvostranog računa na jednoj strani se iskazuje upotreba sredstava, a na drugoj strani pribavljanje sredstava, a kod jednostranog računa, po pravilu, prvo se iskazuje pribavljanje sredstava a potom upotreba.

Planski bilans neto tokova poslovnih sredstava u formi dvostranog računa, sačinjen na osnovu planskog bilansa stanja iz poglavlja 1 ove knjige, prikazan je na sledećoj strani.

U planskom bilansu neto tokova poslovnih sredstava u koloni 5 iskazuje se upotreba sredstava u neto iznosu za svaku poziciju aktive koja je povećana i za svaku poziciju pasive koja je smanjena. U zbiru neto upotreba poslovnih sredstava iznosi 385.088 dinara. U koloni 6 iskazan je izvor sredstava u neto iznosu za svaku poziciju pasive koja je povećana i za svaku poziciju aktive koja je smanjena. U zbiru neto izvor poslovnih sredstava iznosi takođe 385.088 dinara, što znači da je planski bilans neto tokova poslovnih sredstava uravnotežen.

Analitička vrednost planskog bilansa neto tokova poslovnih sredstava jeste u tome

što on jasno iskazuje i neto upotrebu sredstva i neto izvor sredstava u kvantitativnom smislu po svim osnovama i ukupno. Ako se to poveže sa vertikalnim i horizontalnim pravilima finansiranja, uočava se promena finansijske situacije. Tako u našem primeru izvori sredstava, između ostalog, povećavaju se po osnovu finansijskog rezultata za 277.879 dinara, što znači da se neto upotreba sredstava finansira iz sopstvenog kapitala sa $72,2\% = \left(\frac{277.879}{385.088} \cdot 100\right)$. Zahvaljujući tome udeo sopstvenog kapitala u pasivi pomena se sa 73,4% na početku planskog perioda na 75,1%. Na drugoj strani, dugoročna zaduženost pokazuje neto povećanje za 50.000 dinara mada je neto povećanje ulaganja u dugoročne plasmane i osnovna sredstva 340.000 dinara. Ali, uprkos tome, neto povećanje dugoročno vezanih sredstava u celini je pokriveno neto povećanjem sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza, tako da je dugoročna finansijska ravnoteža u apsolutnom iznosu nepromenjena a relativno je poboljšana jer su dugoročno vezana sredstva pokrivena sopstvenim kapitalom i dugoročnim obavezama na početku planskog perioda sa 99,3%, a na kraju planskog perioda sa 99,5%.

3.2. Plan toka obrtnog fonda

U literaturi obrtni fond se sreće još pod nazivima: neto obrtni fond, neto obrtna sredstva i stalni obrtni fond. Sve su to naravno sinonimi nastali tako što su različiti autori različito nazivali taj pojam.¹⁰⁶ Obrtni fond je zapravo deo sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza upotrebljen za finansiranje obrtnih sredstava, odnosno, to je deo obrtnih sredstava koji je finansiran (pokriven) iz sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza. Obrtni fond se utvrđuje na osnovu

106 Detaljnije o tome vidi: dr Jovan Rodić, *Problemi likvidnosti jugoslovenske privrede*, „Privredni pregled“, Beograd, 1972, str. 22.

PLANSKI BILANS NETO TOKOVA POSLOVNIH SREDSTAVA

Redni broj	POZICIJA	Planski bilans stanja		Planski bilans neto tokova poslovnih sredstava	
		na početku planskog perioda	na kraju planskog perioda	upotreba sredstava	pribavljanje sredstava
1	2	3	4	5	6
	AKTIVA (1 do 16)	1.811.504	2.140.915	(4-3)	(3-4)
1.	Gotovina	10.090	10.959	869	
2.	Hartije od vrednosti	75.500	65.753		9.747
3.	Potraživanja od kupaca	105.098	121.268	16.170	
4.	Dati avansi	10.309	4.110		6.199
5.	Potraživanja iz podbilansa vanposlovnih sredstava				
6.	Ostala promptna potraživanja				
7.	Kratkoročni krediti				
8.	Ostali kratkoročni plasmani				
9.	Gotovi proizvodi i roba	85.307	76.720		8.587
10.	Nezavršena proizvodnja	159.400	14.536		4.864
11.	Materijal i sitan inventar	65.800	67.130	1.330	
12.	Aktivna vremenska razgraničenja		439	439	
13.	Dugoročno uložena sredstva	100.000	160.000	60.000	
14.	Osnovna sredstva	1.200.000	1.480.000		
15.	Gubitak				
	PASIVA (16 DO 28)	1.811.504	2.140.915	(3-4)	(4-3)
16.	Obaveze prema dobavljačima	77.198	87.672		10.474
17.	Obaveze po datim hartijama od vrednosti	15.501	16.438		938
18.	Obaveze za kamate, dividende i uloge	17.006	5.479	11.527	
19.	Obaveze prema radnicima	15.800	7.863	7.937	
20.	Obaveze za poreze i druge dažbine	15.600	8.850	6.750	
21.	Obaveze prema podbilansu vanposlovnih sredstava				
22.	Ostale promptne obaveze				
23.	Kratkoročni krediti	70.000	86.400		16.400
24.	Pasivna vremenska razgraničenja	400	334	66	
25.	Dugoročni krediti	270.000	320.000	50.000	
26.	Dugoročna rezervisanja				
27.	Trajni (sopstveni) kapital	1.330.000	1.330.000		
28.	Neto dobitak tekuće godine		277.879		277.879
29.	Ukupan bilans neto tokova poslovnih sredstava (1 do 28)			385.088	385.088

bilansa stanja poslovnih sredstava alternativno, na dva načina:

Sopstveni kapital,
dugoročna rezervisanja
i dugoročne obaveze

minus

Stalna sredstva
(osnovna sredstva i
dugoročni plasmani)
i gubitak iskazan u aktivu
ili

=

Obrtni fond

Obrtna sredstva minus kratkoročne obaveze = Obrtni fond

Oba načina utvrđivanja obrtnog fonda, naravno, moraju uvek dati isti rezultat. Ako se primenjuje drugi način onda bilans, tačnije, podbilans poslovnih sredstava mora da bude uravnotežen, tj. zbir aktive mora da bude jednak zbiru pasive. To se postiže na sledeći način:

- ako je zbir pasive veći od zbira aktive podbilansa poslovnih sredstava, razlika među njima se upisuje na stranu aktive podbilansa poslovnih sredstava na posebnoj poziciji ak-

tive — potraživanja iz podbilansa vanposlovnih sredstava, odnosno

- ako je zbir aktive veći od zbira pasive podbilansa poslovnih sredstava, razlika među njima se upisuje na posebnoj poziciji pasive — obaveze prema podbilansu vanposlovnih sredstava.

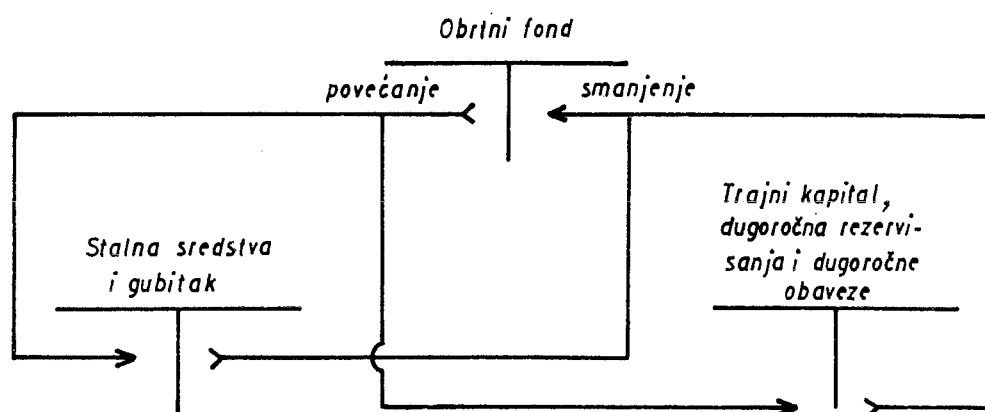
Na osnovu planskog bilansa stanja poslovnih sredstava iz poglavlja 1. ove glave obrtni fond je:

	Dinara	
	I Z N O S	
	na početku planskog perioda	na kraju planskog perioda
1. Trajni (sopstveni) kapital uvećan za neto dobitak tekuće godine	1.330.000	1.607.978
2. Dugoročna rezervisanja	270.000	320.000
3. Dugoročne obaveze	1.600.000	1.927.879
4. Trajni (sopstveni) kapital i dugoročne obaveze (1 do 3)	1.300.000	1.640.000
5. Stalna sredstva		
6. Gubitak iskazan u aktivu	1.300.000	1.640.000
7. Stalna sredstva i gubitak (5+6)	300.000	287.879
8. Obrtni fond (4-7)		

Stanje dugoročne finansijske ravnoteže na osnovu obrtnog fonda ocenjuje se u poređenju stalnih zaliha sa obrtnim fondom. Obrtni fond može da bude jednak stalnim zalihama, što znači da dugoročna finansijska ravnoteža postoji, a time i uslov za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja; može da bude veći od stalnih zaliha, što znači da je dugoročna finansijska ravnoteža pomešana obrtnom fondom, čime je stvorena sigurnost za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja i najzad, može da bude manji od stalnih zaliha, što znači da je dugoročna finansijska ravnoteža pomešana ka stalnim zalihama, čime je u oblasti dugoročnog finansiranja ugroženo održa-

vanje likvidnosti utoliko više što je obrtni fond manji od stalnih zaliha.

Plan takvog obrtnog fonda pruža informaciju po kome se osnovu obrtni fond povećava i po kome se osnovu smanjuje u toku planskog perioda. Obrtni fond se povećava po osnovu: povećanja sopstvenog kapitala, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza i smanjenja stalnih sredstava i gubitka iskazanog u aktivu — sve u toku planskog perioda. Obrtni fond se smanjuje po osnovu: smanjenja sopstvenog kapitala, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza i povećanja stalnih sredstava i gubitka iskazanog u aktivu — sve u toku planskog perioda. Tokovi obrtnog fonda mogu se i grafički prikazati na sledeći način:



Tokovi obrtnog fonda u toku planskog perioda mogu se iskazati po bruto i po neto principu. Pri utvrđivanju tokova obrtnog fonda po bruto principu uzima se bruto povećanje i smanjenje: trajnog (sopstvenog) kapitala, dugoročnih rezervisanja, dugoročnih obaveza, stalnih sredstava (osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana) i gubitka iskazanog u aktivi u toku planskog perioda. Pri utvrđivanju tokova obrtnog fonda po neto

principu uzima se neto povećanje i smanjenje na kraju planskog perioda u odnosu na početak planskog perioda: trajnog (sopstvenog) kapitala, dugoročnih rezervisanja, dugoročnih obaveza, stalnih sredstava (osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana) i gubitka iskazanog u aktivi.

Plan tokova obrtnog fonda na osnovu planskog bilansa stanja poslovnih sredstava iz poglavlja 1. ove glave je:

PLAN TOKOVA OBRITNOG FONDA

	dinara	
	Plan bruto tokova obrnog fonda	Plan neto otkova obrnog fonda
1. Obrtni fond na početku planskog perioda	300.000	300.000
2. Povećanje obrtnog fonda (2.1. do 2.6.)	567.879	327.879
2.1. Povećanje trajnog (sopstvenog) kapitala	277.879	277.879
2.2. Povećanje dugoročnih rezervisanja		
2.3. Povećanje dugoročnih obaveza	130.000	50.00
2.4. Smanjenje osnovnih sredstava	120.000	
2.5. Smanjenje dugoročnih plasmana	40.000	
2.6. Smanjenje gubitka iskazanog u aktivi		
3. Smanjenje obrtnog fonda (3.1. do 3.6.)	580.000	340.000
3.1. Smanjenje trajnog (sopstvenog) kapitala		
3.2. Smanjenje dugoročnih rezervisanja		
3.3. Smanjenje dugoročnih obaveza	80.000	
3.4. Povećanje osnovnih sredstava	400.000	280.000
3.5. Povećanje dugoročnih plasmana	100.000	60.000
3.6. Povećanje gubitka iskazanog u aktivi		
4. Obrtni fond na kraju planskog perioda (1+2+3)	287.879	287.879

Obrtni fond na kraju planskog perioda utvrđen na osnovu tokova obrtnog fonda u toku planskog perioda je, naravno, jednak ranije

utvrđenom obrtnom fondu na osnovu planskog bilansa stanja poslovnih sredstava. Treba primetiti da je obrtni fond na kraju planskog perioda manji od obrtnog fonda na po-

četku planskog perioda, ali to ne znači da je planirano da se pogorša dugoročna finansijska ravnoteža. Naprotiv, u poglavlju 1. ove

glave planirano je da se dugoročna finansijska ravnoteža ne pogorša, što se vidi iz upoređenja obrtnog fonda i zaliha:

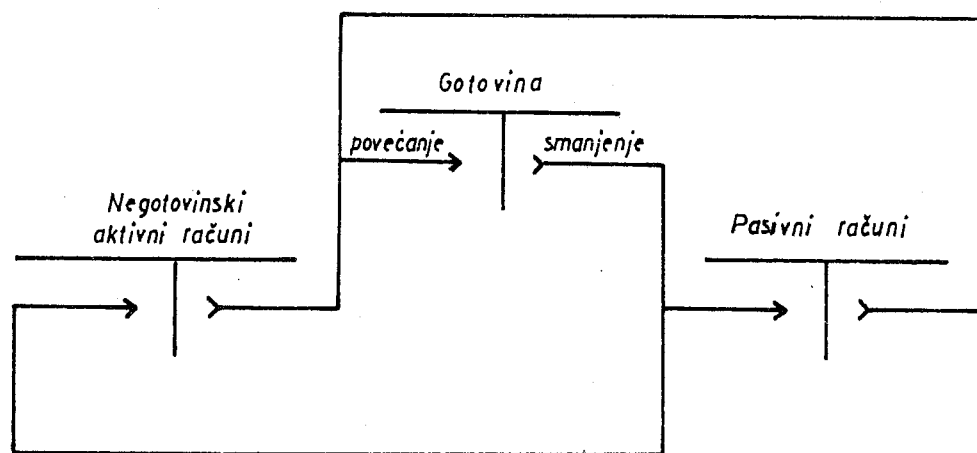
1. Obrtni fond
2. Zalihe
3. Nepokrivene zalihe obrtnim fondom (2-1)

dinara	
Iznos na početku planskog perioda	Iznos na kraju planskog perioda
300.000	287.879
310.507	298.386
10.507	10.507

Dakle, u apsolutnom iznosu nepokrivene zalihe obrtnim fondom iste su i na početku i na kraju planskog perioda. Naravno, bilo bi bolje sa stanovišta likvidnosti da su na kraju planskog perioda zalihe u celini pokrivene obrtnim fondom, ali je u poglavlju 1. ove glave utvrđeno da to nije moguće. Plan bruto tokova obrtnog fonda iskazuje koliko se najviše može uložiti u stalna sredstva, koliko se najmanje mora dodatno dugoročno zadužiti, koliko se sopstveni kapital najmanje mora povećati iz finansijskog rezultata da bi se ostvario planirani obrtni fond. Ta saznanja su bitna za vođenje poslovne i finansijske politike u domenu dugoročnih ulaganja, dugoročnih zaduženja, ostvarenja i raspodele neto dobitka. Uz to, da bi se ostvarila planirana dugoročna finansijska ravnoteža, neophodno je da i zalihe na kraju planskog perioda ne budu iznad planiranih, što je takođe bitno saznanje u domenu upravljanja zalihama.

3.3. Plan tokova gotovine

Plan tokova gotovine pruža informaciju po osnovu čega se gotovina povećava i smanjuje u toku planskog perioda. Sam plan takve gotovine sačinjava se tako što se uzima gotovina na početku planskog perioda, zatim se iskazuje povećanje pozicija pasive i smanjenje negotovinskih pozicija aktive u toku planskog perioda, što koriguje gotovinu sa početka planskog perioda na više, i uzima se smanjenje pozicija pasive i povećanje negotovinskih pozicija aktive u toku planskog perioda, što koriguje gotovinu sa početka planskog perioda naniže. Razlika između zbira gotovine na početku planskog perioda, povećanja pozicija pasive i smanjenja negotovinskih pozicija aktive u toku planskog perioda, s jedne, i zbira smanjenja pozicija pasivi i povećanja negotovinskih pozicija aktive u toku planskog perioda, s druge strane, daje gotovinu na kraju planskog perioda. Grafički prikazano to izgleda ovako:



Plan tokova gotovine sačinjava se na osnovu plana tokova poslovnih sredstava. Ako je planski bilans tokova poslovnih sredstava sačinjen po bruto principu, planski bilans tokova gotovine sačinjava se takođe po bruto principu, a ako je planski bilans tokova poslovnih sredstava sačinjen po neto principu planski bilans tokova gotovine sačinjava se takođe po neto principu. Iz toga je jasno da planski bilans bruto tokova iskazuje bruto povećanje i bruto smanjenje svake pozicije pasive i svake negotovinske pozicije aktive, dok planski bilans neto tokova gotovine iskazuje samo neto povećanje ili neto smanjenje svake pozicije pasive i svake negotovinske pozicije aktive na kraju u odnosu na početak planskog perioda. Planski bilans neto tokova gotovine sačinjen na osnovu planskog bilansa neto tokova poslovnih sredstava u prvom odeljku ovog poglavlja prikazan je na narednoj strani.

Plan bruto tokova gotovine može se sačiniti i kombinacijom planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja. Pri tome se postupa na sledeći način. Prihodi od prodaje koriguju se naviše za iznos neto smanjenja potraživanja od kupaca na kraju u odnosu na početak planskog perioda, odnosno naniže za iznos neto povećanja potraživanja od kupaca na kraju u odnosu na početak planskog perioda. Tom korekcijom prihodi od prodaje se svode na novčana primanja iz tekućeg poslovanja. Ukupni rashodi bez amortizacije, izvršenih dugoročnih rezervisanja i efekata revalorizacije koriguju se naviše za neto smanjenje kratkoročnih obaveza i za neto povećanja obrtnih sredstava bez gotovine i potraživanja od kupaca na kraju u odnosu na početak planskog perioda, odnosno naniže za iznos neto povećanja kratkoročnih obaveza i neto smanjenja obrtnih sredstava bez gotovine i potraživanja od kupaca, što daje izdavanje iz tekućeg poslovanja. Razlika između primanja iz tekućeg poslovanja i izdavanja iz tekućeg poslovanja daje gotovinu iz tekućeg poslovanja (CASH FLOW). Gotovina iz te-

kućeg poslovanja koriguje se naviše za bruto povećanje dugoročnog zaduženja i za bruto smanjenje dugoročnih plasmana odnosno naniže za bruto smanjenje dugoročnih zaduženja, bruto povećanje dugoročnih plasmana i bruto povećanje osnovnih sredstava, što daje neto gotovinu iz tekućeg i dugoročnog poslovanja. Neto gotovina iz tekućeg i dugoročnog poslovanja plus gotovina na početku planskog perioda daje gotovinu na kraju planskog perioda. Na osnovu planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja planski bilans bruto tokova gotovine u našem primeru prikazan je na 210 strani.

3.4. Planiranje priliva i odliva gotovine

Cilj planiranja priliva i odliva gotovine je u tome da se blagovremeno dobije informacija da li će se u posmatranom vremenskom intervalu održati likvidnost. Blagovremeno saznanje o mogućnosti održavanja likvidnosti podrazumeva izbor takvog vremenskog intervala planiranja priliva i odliva gotovine koji ostavlja dovoljno vremena da se mogu preduzeti mere koje bi dovele do usklađivanja priliva i odliva gotovine a time i do održavanja likvidnosti. Međutim, ako se u određenom vremenskom intervalu poklapa priliv i odliv gotovine, to ipak ne znači da će preduzeće tokom čitavog intervala, odnosno svakog dana biti likvidno, već to znači da će se u tom intervalu moći isplatiti sve dospele obaveze, neće se neisplaćene obaveze koje su dospele u jednom intervalu preneti u naredni interval, ali je moguće da u toku intervala nastupi neliqidnost u pojedinim danima jer se svakog dana ne poklapa priliv i odliv gotovine. Da bi se prevazišao ovaj problem, odnosno da bi se blagovremeno uočio nedostatak sredstava, a time i stvorila mogućnost za usklađivanje priliva i odliva gotovine u dužem vremenskom intervalu, kao i da bi se došlo do saznanja o očekivanoj likvidnosti u kraćim razdobljima u okviru dužeg vremenskog razdoblja, planiranje priliva i odliva vrši se istovremeno za duže vremenske intervale i

PLANSKI BILANS NETO TOKOVA GOTOVINE

	dinara
1. Gotovina na početku planskog perioda	10.090
2. Povećanje gotovine (2.1. do 2.26.)	385.088
2.1. Povećanje obaveza prema dobavljačima	10.474
2.2. Povećanje obaveza po datim hartijama od vrednosti	938
2.3. Povećanje obaveza za kamate, dividendu i uloge	
2.4. Povećanje obaveza prema radnicima	
2.5. Povećanje obaveza za poreze i druge dažbine	
2.6. Povećanje obaveza prema podbilansu vanposlovnih sredstava	
2.7. Povećanje ostalih promptnih obaveza	16.400
2.8. Povećanje kratkoročnih kredita	
2.9. Povećanje pasivnih vremenskih razgraničenja	50.000
2.10. Povećanje dugoročnih kredita	
2.11. Povećanje dugoročnih rezervisanja	277.879
2.12. Povećanje trajnog (sopstvenog) kapitala	9.747
2.13. Smanjenje hartija od vrednosti	
2.14. Smanjenje potraživanja od kupaca	
2.15. Smanjenje datih avansa	6.199
2.16. Smanjenje potraživanja iz podbilansa vanposlovnih sredstava	
2.17. Smanjenje ostalih promptnih potraživanja	
2.18. Smanjenje kratkoročnih kredita	
2.19. Smanjenje ostalih kratkoročnih plasmana	
2.20. Smanjenje gotovih proizvoda i robe	8.587
2.21. Smanjenje nezavršene proizvodnje	4.864
2.22. Smanjenje materijala i sitnog inventara	
2.23. Smanjenje aktivnih vremenskih razgraničenja	
2.24. Smanjenje dugoročno uložених sredstava	
2.25. Smanjenje osnovnih sredstava	
2.26. Smanjenje gubitaka	389.219
3. Smanjenje gotovine (3.1. do 3.26)	
3.1. Smanjenje obaveza prema dobavljačima	
3.2. Smanjenje obaveza po datim hartijama od vrednosti	11.527
3.3. Smanjenje obaveza za kamate, dividende i uloge	7.937
3.4. Smanjenje obaveza prema radnicima	6.750
3.5. Smanjenje obaveza za poreze i druge dažbine	
3.6. Smanjenje obaveza prema podbilansu vanposlovnih sredstava	
3.7. Smanjenje ostalih promptnih obaveza	
3.8. Smanjenje krakoročnih kredita	66
3.9. Smanjenje pasivnih vremenskih razgraničenja	
3.10. Smanjenje dugoročnih kredita	
3.11. Smanjenje dugoročnih rezervisanja	
3.12. Smanjenje trajnog (sopstvenog) kapitala	
3.13. Povećanje hartija od vrednosti	16.170
3.14. Povećanje potraživanja od kupaca	

3.15. Povećanje datih avansa	
3.16. Povećanje potraživanja iz podbilansa poslovnih sredstava	
3.17. Povećanje ostalih promptnih potraživanja	
3.18. Povećanje kratkoročnih kredita	
3.19. Povećanje ostalih kratkoročnih plasmana	
3.20. Povećanje gotovih proizvoda i roba	
3.21. Povećanje nezavršene proizvodnje	
3.22. Povećanje materijala i sitnog inventara	1.330
3.23. Povećanje aktivnih vremenskih ograničenja	439
3.24. Povećanje dugoročno uložених sredstava	60.000
3.25. Povećanje osnovnih sredstava	280.000
3.26. Povećanje gubitaka	
4. Gotovina na kraju planskog perioda (1+2+3)	10.959

PLANSKI BILANS BRUTO TOKOVA GOTOVINE

	dinara
1. Prihodi od prodaje	2.213.136
2. Neto smanjenje potraživanja od kupaca	
3. Neto povećanje potraživanja od kupaca	16.170
I. Primanja iz tekućeg poslovanja (1+2-3)	2.196.966
4. Rashodi bez amortizacije, dugoročnih rezervisanja i efekata revalorizacije	1.815.257
5. Neto smanjenje kratkoročnih obaveza	26.280
6. Neto povećanje obrtnih sredstava bez gotovine i potraživanja od kupaca	1.769
7. Neto povećanje kratkoročnih obaveza	27.812
8. Neto smanjenje obrtnih sredstava bez gotovine i potraživanja od kupaca	29.397
II. Izdavanja iz tekućeg poslovanja (4+5+6-7-8)	1.786.079
III. Gotovina iz tekućeg poslovanja (I-II)	410.869
9. Bruto povećanja dugoročnih zaduženja	130.000
10. Bruto smanjenje dugoročnih plasmana	40.000
11. Bruto smanjenje dugoročnih zaduženja	80.000
12. Bruto povećanje dugoročnih plasmana	100.000
13. Bruto povećanje osnovnih sredstava	400.000
IV. Neto gotovina iz tekućeg i dugoročnog poslovanja (III+9+10-11-12-13)	869
V. Gotovina na početku planskog perioda	10.090
VI. Gotovina na kraju planskog perioda (IV+V)	10.959

za kraća razdoblja, i to za kraća vremenska razdoblja koja neposredno predstoje. Tako npr., u okviru godine može se planirati priliv i odliv gotovine za svaki kvartal, što bi pružilo informaciju o očekivanoj globalnoj likvidnosti u pojedinim kvartalima, a to istovremeno stvara mogućnost da se blago-

vremeno preduzmu mere za postizanje globalne kvartalne likvidnosti, ali pri tome je nužno pre nastupanja narednog kvartala planirati priliv i odliv za svaki mesec u nastupajućem kvartalu, što bi dalo informaciju o očekivanoj likvidnosti u svakom mesecu i omogućilo da se blagovremeno preduzmu me-

re za održavanje globalne mesečne likvidnosti. I najzad, pred početak narednog meseca može se planirati priliv i odliv gotovine za svakih sedam ili deset dana, što bi pružilo informaciju o očekivanoj globalnoj sedmičnoj, odnosno desetodnevnoj likvidnosti i opet stvorilo mogućnost da se blagovremeno preduzmu mere za ostvarivanje globalne sedmodnevne, odnosno desetodnevnice likvidnosti.

Najteže je, po pravilu, obezbediti globalnu kvartalnu likvidnost jer se tu javljaju najveće razlike između priliva i odliva gotovine. Zato je nužno to saznanje imati već pre početka naredne godine kako bi ostalo dovoljno vremena da se preduzmu i realizuju mere za kvartalno usklađivanje priliva i odliva gotovine. Kada postoji globalna kvartalna likvidnost, naravno, to ne znači da postoji i globalna mesečna likvidnost jer su u jednom mesecu prilivi manji od odliva a u drugom je obrtnuto upravo zato što postoji globalna kvartalna likvidnost. U takvim okolnostima globalna mesečna likvidnost, po pravilu, može se obezbediti bez dodatnog zaduženja; dovoljno je samo ubrzanje priliva ili usporavanje odliva i to u kratkom roku koji često nije duži od deset dana, što je svakako lakše ostvariti nego pribaviti nova dodatna sredstva. Najzad, kada postoji globalna mesečna likvidnost, to ne znači da postoji i globalna sedmična ili desetodnevna likvidnost jer je u jednoj sedmici odnosno dekadi priliv manji od odliva, a u drugoj obrnuto, ali za postizanje globalne sedmične likvidnosti nisu, opet, potrebna dodatna nova sredstva, već je dovoljno ubrzanje priliva ili usporenja odliva od svega 2-3 dana.

Planiranje priliva i odliva gotovine može se vršiti po dve metode: bilansnoj metodi i dinamičkoj metodi.

Bilansna metoda je, u stvari, planski bilans toka gotovine prikazan u prethodnom odeljku. Njegova primena za kraća vremenska razdoblja u toku godine zahtevala bi sačinjavanje planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja za svako razdoblje za koje se vrši pla-

niranje priliva i odliva gotovine, što bi, očito, bilo neracionalno.

Dinamička metoda planiranja priliva i odliva gotovine za praksu je prihvatljivija jer se može uspešno primeniti i za duže i za kraće vremenske intervale. Sama tehnika planiranja sastoji se u tome da se za dati vremenski interval predvide prilivi gotovine po svim osnovama, tj. po osnovu:

- prodaje za gotovo,
- naplate potraživanja od kupaca,
- unovčenja hartija od vrednosti,
- emisije hartija od vrednosti,
- primljenih avansa od kupaca,
- naplate ostalih promptnih potraživanja (npr. potraživanja od radnika i sl.),
- naplate potraživanja po dugoročnim i kratkoročnim plasmanima,
- pribavljanja novih kredita, trajnih ili dugoročnih uloga trećih lica,
- priliva novca iz podbilansa vanposlovnih sredstava i

da se za isti vremenski interval predvidi odliv gotovine po svim osnovama, tj. po osnovu isplate:

- obaveza prema dobavljačima,
- datih hartija od vrednosti, troškova u gotovu (npr. putni troškovi),
- obaveza po porezima, doprinosima i drugim dažbinama,
- ličnih dohodaka,
- obaveza po osnovu kamate dividende i naknade za uloge trećih lica,
- obaveza po osnovu glavnice kratkoročnih i dugoročnih kredita,
- novododatih kratkoročnih kredita i dugoročnih plasmana,
- otkupa (povlačenja) ranije emitovanih hartija od vrednosti (obveznice i preferencijalne deonice, na primer) i
- odliva u podbilansu vanposlovnih sredstava.

Pri razgraničenju priliva i odliva gotovine po pojedinim vremenskim intervalima mora se, naravno, uzeti u obzir vreme, odnosno momenat dospeća za naplatu (priliv), odnosno isplatu (odliv). Osim toga, u prilive i odlive

uzima se samo neto iznos naplate, odnosno isplate, što znači da se: kod potraživanja od kupaca odbija dati rabat i kasa-skonto ako se očekuje da će kupac iskoristiti kasa-skonto, kod hartija od vrednosti odbija se eskontna stopa ako se očekuje da će se one unovčiti pre dospeća ili indosirati uz eskontnu stopu, kod obaveza prema dobavljačima odbija se takođe rabat i kasa-skonto ako se očekuje da će kasa-skonto da bude korišćen.

Ranije smo rekli da se priliv i odliv gotovine planira u okviru godine po kvartalima, mesecima i sedmicama ili dekadama. Planiranje priliva i odliva po kvartalima prihvatljiviji je za preduzeće čija se poslovna aktivnost (nabavka, proizvodnja i prodaja) odvija kontinuirano, ali ne i za preduzeće čija je delatnost sezonskog karaktera, odnosno čija nabavka, proizvodnja i prodaja nije kontinuirana. Za takva preduzeća treba planirati priliv i odliv gotovine po fazama finansijskog naprezanja, što znači da se na temelju empirijskih podataka mora tačno utvrditi kada počinje a kada se završava faza povećanja finansijskog naprezanja (to je period kada u strukturi obrtnih sredstava jačaju robna obrtna sredstva) i kada počinje a kada se završava faza popuštanja finansijskog naprezanja (to je period kada u strukturi obrtnih sredstava jačaju nerobna obrtna sredstva).¹⁰⁷ Planiranje priliva i odliva gotovine po fazama finansijskog naprezanja omogućuje bolje blagovremeno sagledavanje globalne likvidnosti u svakoj fazi, što ne bi bilo moguće ako bi se planirao priliv i odliv po kvartalima.

U našem primeru, već smo ranije istakli, pretpostavili smo da preduzeće ima kontinuiranu poslovnu aktivnost, zbog čega priliv i odliv gotovine planiramo po kvartalima. Za sačinjavanje plana priliva i odliva gotovine

po kvartalima koristimo podatke navedene kod planiranja bilansa stanja, s tim što smo kod priliva po osnovu potraživanja od kupaca i unovčenja hartija od vrednosti i kod odliva po osnovu autonomnih obaveza prema trećim licima pošli od pretpostavke da se priliv i odliv odvija ravnomerno po kvartalima. Kod priliva i odliva po osnovu kredita planiranje je izvršeno po kvartalima saglasno terminima dospeća. Na osnovu komponovanih podataka plan priliva i odliva gotovine po kvartalima prikazan je na sledećoj strani.

U izloženom planu priliva i odliva gotovine, pored priliva (A) i odliva (D), obuhvaćeni su: raspoloživa gotovina (C) kao zbir priliva i raspoložive gotovine (A+B) i stanje gotovine na kraju intervala (E) kao razlika između zbira priliva i raspoložive gotovine i odliva (C-D). Raspoloživa gotovina prenetu u planski interval utvrđuje se: za prvi kvartal preuzima se stanje gotovine iz bilansa stanja poslovnih sredstava na početku planskog perioda; za drugi kvartal preuzima se stanje gotovine na kraju prvog kvartala (E); za treći kvartal preuzima se stanje gotovine na kraju drugog kvartala itd.

Plan priliva i odliva gotovine za sve kvartale pokazuje da će se globalna kvartalna likvidnost održati jer u svim kvartalima postoji stanoviti višak gotovine. Koliki treba da bude višak gotovine? Višak gotovine treba da bude najmanje ravan likvidnoj rezervi, što znači da bi preduzeće trebalo da planira priliv i odliv gotovine tako da na kraju planskog perioda (intervala) stanje gotovine kao razlika između zbira priliva i raspoložive gotovine i odliva gotovine bude jednako likvidnoj rezervi.¹⁰⁸ Zahtev da se obezbedi ne samo jednakost između priliva plus raspoloživa gotovina i odliva već i likvidna re-

¹⁰⁷Detaljnije o tome vidi dr Jovan Rodić: *Teorija i analiza bilansa*, Ekonomika, Beograd, 1990., str. 232.

¹⁰⁸Detaljnije o tome vidi: Dr Janko Kralj i dr Leon Repovž, *Finančno upravljanje or anizaciji združeno a dela*, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1980, str. 133.

PLAN PRILIVA I ODLIVA GOTOVINE

Red. broj	ELEMENT	Kvartal			
		I	II	III	IV
A. PRILIV GOTOVINE (1 do 9)		667.278	857.278	738.678	687.278
1. Naplata potraživanja od kupaca		550.791	55.701	550.798	550.791
2. Unovčenje hartija od vrednosti		102.437	102.437	102.437	102.437
3. Naplata ostalih promptnih potraživanja		14.050	14.050	14.050	14.050
4. Naplata kratkoročnih plasmana					
5. Naplata dugoročnih plasmana			20.000		20.000
6. Pribavljanje novih kratkoročnih kredita			40.000	46.400	
7. Pribavljanje novih dugoročnih kredita			130.000		
8. Emisija novih hartija do vrednosti					
9. Priliv iz podbilansnih vanposlovnih sredstava					
B. RASPOLOŽIVA GOTOVINA PRENETA U PLANSKI INTERVAL		10.090	5.195	2.310	26.200
C. UKUPNO PRILIV I RASPOLOŽIVA GOTOVINA (A+B)		677.368	862.473	740.978	713.478
D. ODLIV GOTOVINE (1 do 9)		672.173	860.173	714.778	702.519
1. Isplata obaveza preba dobavljačima		362.724	562.724	412.724	445.070
2. Isplata datih hartija od vrednosti		49.766	48.766	49.766	49.766
3. Isplata dividendi, kamata i naknada za uloge		51.519	51.511	51.511	51.511
4. Isplate obaveza prema radnicima		73.734	73.734	73.734	73.734
5. Isplata poreza, doprinosa i drugih dažbina		82.438	82.438	82.438	82.438
6. Isplata glavnice po kratkoročnim kreditima		70.000			
7. Isplata glavnice po dugoročnim kreditima			80.000		
8. Isplata ostalih obaveza					
9. Odliv u podbilans vanposlovnih sredstava					
E. STANJE GOTOVINE NA KRAJU INTERVALA (C-D) VIŠAK (+) MANJAK (-)		5.195	2.300	26.200	10.959

zerva dolazi otuda što se želi postići sigurnost u održavanju likvidnosti. Kolika će likvidna rezerva da bude, zavisi od stava finasijske politike prema likvidnosti, a stav finasijske politike prema likvidnosti uslovljen je stepenom oštine sankcija za slučaj nelikvidnosti i stepenom inflacije. Što su za slučaj nelikvidnosti sankcije oštrije i što je stepen inflacije manji, likvidna rezerva će biti veća i obrtnuto. Ako pretpostavimo da u našem primeru likvidna rezerva iznosi 2.000 dinara i ako je uporedimo sa stanjem gotovine na kraju intervala iskazanom u planu priliva i odliva gotovine, vidimo da raspoloživa gotovina u svim kvartalima prevazilazi likvidnu rezervu, ali ne za mnogo, što upućuje na zaključak da će globalnu likvidnost i po kraćim vremenskim intervalima (meseccima i sedmicama) biti moguće održati bez velikih

teškoća. Naravno, kad bi plan priliva i odliva gotovine iskazivao raspoloživu gotovinu, odnosno stanje gotovine na kraju kvartala u znatno većim iznosima od likvidne rezerve, onda bi bilo nužno preduzeti mere o upotrebi suvišne gotovine, o čemu će više biti reči u poglavlju o finasijskoj strategiji i taktici.

U prezentiranju planu priliva i odliva gotovine predviđen je priliv u drugom kvartalu po osnovu dugoročnog kredita u iznosu od 130.000 dinara. Zanimljivo je videti kakva bi bila globalna kvartalna likvidnost bez tog kredita. To se može videti iz sledećih podataka, koji u stvari iskazuju globalni priliv gotovine (bez pomenutog kredita) i globalni odliv gotovine preuzet iz navedenog plana priliva i odliva gotovine.

PLAN PRILIVA I ODLIVA GOTOVINE BEZ DUGOROČNOG KREDITA

	Kvartal			
	I	II	III	IV
A. Priliv gotovine	667.278	727.278	738.678	687.728
B. Raspoloživa gotovine preneti u planski interval	10.090	5.195	-127.700	-103.800
C. Ukupni priliv i raspoloživa gotovina (A+B)	677.368	713.473	610.978	583.928
D. Odliv gotovine	672.173	860.173	714.778	702.519
E. Stanje gotovine na kraju intervala (C - D) i višak (+) manjak (-)	+5.195	-127.700	-103.800	-118.691

Plan priliva i odliva gotovine bez dugoročnog kredita u drugom kvartalu pokazuje manjak (nedostatak) gotovine za održavanje globalne kvartalne likvidnosti u drugom, trećem i četvrtom kvartalu. To je najbolji dokaz da se bez priliva gotovine po osnovu novog dugoročnog kredita u drugom kvartalu ne može održati likvidnost u drugom, trećem i četvrtom kvartalu, a o stvaranju likvidne rezerve, naravno, ne može a bude ni govora mada je ona neophodna radi stvaranja makar minimalne sigurnosti u održavanju likvidnosti.

4. PLANIRANJE DUGOROČNIH ULAGANJA I FINANSIJSKA OCENA EFIKASNOSTI ULAGANJA

4.1. Pojam i kvantifikacija dugoročnog ulaganja

Svako ulaganje sredstava čiji je rok imobilizacije (vezivanja) duži od godinu dana smatra se dugoročnim ulaganjem. Prema tome, dugoročnim ulaganjem smatra se ulaganje u osnovna sredstva, stalna obrtna sredstva i dugoročne plasmane. Ponovno pretvaranje u gotovinu osnovnih sredstava zavisi od njihovog veka trajanja, koji je uslovljen sa više faktora,¹⁰⁹ pri čemu je vek trajanja uvek duži od godinu dana, odnosno on je uvek višegodišnji, što znači

da će sredstva uložena u osnovna sredstva, biti putem amortizacije ponovno postepeno transformisana u gotovinu tokom njihovog veka trajanja. Stalna obrtna sredstva biće transformisana u gotovinu tek na kraju, po prestanku privredne aktivnosti. Dugoročni plasmani u vidu kredita ili uloga u druga preduzeća čiji je rok naplate duži od godinu dana transformisaće se postepeno u gotovinu putem naplate glavnice za onoliko godina koliko iznosi rok naplate.

Ulaganje u osnovna sredstva u našim uslovima, često po sili zakona, zahteva ulaganje i u dugoročne plasmane. Naime, u uslovima kada postoji zakonska obaveza za davanje dugoročnih kredita (odnosno zajmova) za finansiranje određenih privrednih delatnosti (npr. energetike) po osnovu ulaganja u osnovna sredstva, onda, naravno, i ti dugoročni krediti, isto tako kao i osnovna sredstva, predstavljaju dugoročna ulaganja (plasmane) jer će se oni definitivno ponovno pretvoriti u gotovinu (naplatiti) posle više godina zavisno od roka naplate.

Svakom ulaganju u osnovna sredstva i stalna obrtna sredstva prethodi izrada projekta, odnosno programa ulaganja, koji se često u literaturi i praksi naziva investicioni projekt ili program. S obzirom na ciljeve koji se žele ostvariti ulaganjem, u literaturi postoji veoma različita podjela projekata ulaganja u osnovna sredstva i

¹⁰⁹Vidi o tome: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, Ekonomika, Beograd, 1990. str. 172.

stalna obrtna sredstva.¹¹⁰ Polazeći od kapaciteta kao kriterija za podelu projekata ulaganja u osnovna sredstva i stalna obrtna sredstva, ipak, sve projekte ulaganja možemo podeliti na dve grupe:

- ulaganja koja ostaju u granicama već instaliranog kapaciteta i
- ulaganja koja predstavljaju nove kapacitete.

U prvu grupu spadaju ulaganja u osnovna sredstva radi zamene postojećih osnovnih sredstava pre isteka njihovog veka trajanja, do čega dolazi zbog toga što nova osnovna sredstva imaju bolje tehničke karakteristike pa se njihovim korišćenjem omogućuju uštede u materijalu, energiji, živom radu ili, pak, poboljšanje gotovog proizvoda. U ovu grupu spadaju i ulaganja u osnovna sredstva kojima se želi otkloniti usko grlo ili poboljšati uslovi rada. Ulaganja u osnovna sredstva po ovoj grupi investicionih programa mogu da ne izazivaju promenu stalnih obrtnih sredstava, ali mogu da izazivaju i njihovo smanjenje ili povećanje.

U drugu grupu spadaju ulaganja u osnovna i stalna obrtna sredstva kojima se stvara potpuno novi kapacitet ili za proizvodnju novog proizvoda ili proizvodnju već postojećeg proizvoda uz uslov da u ovom drugom slučaju i dalje egzistira već postojeći kapacitet.

Kvantifikacija dugoročnog ulaganja kod projekata u granicama instaliranog kapaciteta odvija se po sledećoj šemi:

1. Nabavna vrednost novih osnovnih sredstava
2. Prodajna vrednost postojećih osnovnih sredstava koja se zamenjuju novim osnovnim sredstvima
3. Troškovi likvidacije (demontaže) postojećih osnovnih sredstava koja se zamenjuju novim osnovnim sredstvima
4. Neto ulaganja u osnovna sredstva [$1 - (2 - 3)$]
5. Stalna obrtna sredstva pre ulaganja u nova osnovna sredstva
6. Stalna obrtna sredstva posle ulaganja u nova

osnovna sredstva

7. Povećanje ulaganja u stalna obrtna sredstva (6-5), uz uslov da je $6 > 5$

8. Smanjenje ulaganja u stalna obrtna sredstva (5-6), uz uslov da je $5 > 6$

9. Obavezni dugoročni plasmani po osnovu ulaganja u nova osnovna sredstva

10. Ukupno dugoročno ulaganje ($4 + 9 + 7$ odnosno — 8).

Nabavna vrednost novih osnovnih sredstava, naravno, uzima se iz investicionog projekta. Prodajna vrednost osnovnih sredstava koja se zamenjuju kao i njihovi troškovi likvidacije moraju da budu procenjeni. Kad se od prodajne vrednosti odbiju troškovi likvidacije, razlika predstavlja gotovinu koja će se ostvariti prodajom postojećih osnovnih sredstava. Za iznose gotovine manja su nova dugoročna ulaganja u osnovna sredstva. Otuda i jesu neto ulaganja u osnovna sredstva razlika između njihove nabavne vrednosti i razlike između prodajne vrednosti i troškova likvidacije osnovnih sredstava koja će se zameniti.

Kvantificiranje stalnih obrtnih sredstava pre ulaganja i posle ulaganja u nova osnovna sredstva vrši se na način kako je to izloženo u poglavlju o planskom bilansu stanja.

Kvantificiranje obaveznih dugoročnih plasmana po osnovu ulaganja u osnovna sredstva vrši se u skladu s važećim propisima. Obično se propisuje stopa (procent) koja se primenjuje na nabavnu vrednost čiji umnožak daje obavezni plasman.

Kvantificiranje dugoročnog ulaganja kod projekta novog kapaciteta odvija se po sledećoj šemi:

1. Nabavna vrednost osnovnih sredstava novog kapaciteta
2. Stalna obrtna sredstva novog kapaciteta
3. Obavezni dugoročni plasmani po osnovu

¹¹⁰Vidi: Dr Dragan Krasulja, *Finansijska efektivnost i finansiranje investicija*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1977, str. 12. i: Prof. dr Ivan Turk, *Računovodstvene informacije kao podloge za donošenje poslovnih odluka*, „Informator“, Zagreb, 1971, str. 11.

ulaganja u osnovna sredstva

4. Ukupna dugoročna ulaganja (1 do 3).

Pri tome nabavna vrednost osnovnih sredstava, stalna obrtna sredstva i obavezni dugoročni plasmani novog kapaciteta utvrđuju se kako je već opisano.

4.2. Pojam i kvantifikacija efekta dugoročnog ulaganja

U literaturi postoje dva shvatanja efekta dugoročnog ulaganja — tradicionalno ili računovodstveno shvatanje i savremeno ili finansijsko shvatanje.

Prema tradicionalnom (računovodstvenom) shvatanju, efekat dugoročnog ulaganja je finansijski rezultat (neto dobitak odnosno akumulacija ili gubitak) koji će se ostvariti u toku eksploatacije investicionog projekta, odnosno u toku trajanja dugoročnog ulaganja. Dakle, po ovom shvatanju, efekat dugoročnog ulaganja jeste prirast sopstvenih sredstava, odnosno prinos na sopstveni kapital koji će se ostvariti u toku eksploatacije investicionog projekta. U okviru tradicionalnog shvatanja efekta dugoročnog ulaganja postoji i druga varijanta, prema kojoj je efekat dugoročnog ulaganja bruto akumulacije (tj. zbir akumulacije i kamata) koja će se ostvariti tokom eksploatacije investicionog projekta. Prema tome, ova varijanta shvatanja pod efektom dugoročnog ulaganja podrazumeva neto prinos na ukupna sredstva (odnosno na sopstveni i pozajmljeni kapital) koji će se ostvariti tokom eksploatacije investicionog projekta.

Prema savremenom (finansijskom) shvatanju, efekat dugoročnih ulaganja je čisti (ili neto) novčani tok koji se ostvaruje tokom eksploatacije investicionog projekta. Pojam

čistog novčanog toka (*cash flow*) potiče iz američke literature. „Novčani tok znači... čisti poslovni rezultati (neto dohodak, prim. J. R.) kome dodajemo stavke izdataka (rashoda, prim. J. R.) koje trenutno ne vezuju sredstva kao što je amortizacija. Mogu se odnositi i na odbijanje stavki prihoda koje momentalno još ne obezbeđuju sredstva kao što je tekuće obračunavanje odloženih prihoda (novac primljen za još nerealizovani posao, prim. J. R.). Odgovara sredstvima nastalim u poslovanju, u iskazu izvora i upotrebe sredstava“.¹¹¹ Saglasno ovoj definiciji, čisti novčani tok je zbir akumulacije i amortizacija koja potiče iz naplaćene realizacije i naplaćena glavnica obaveznih dugoročnih plasmana datih po osnovu ulaganja u osnovna sredstva, pri čemu se podrazumeva da su obrtna sredstva i autonomni izvori na kraju u odnosu na početak godine nepromenjeni. Dakle, čisti novčani tok podrazumeva oslobođena novčana sredstva iz tekućeg poslovanja koja se mogu ponovno dugoročno ulagati ili, pak, koristiti za otplatu glavnice dugoročnih obaveza iz kojih su finansirana dugoročna ulaganja. Izvesne metode za ocenu efektivnosti dugoročnog ulaganja iz čisto metodoloških razloga zahtevaju da se pri utvrđivanju čistog novčanog toka „isključuje svi izdaci koji se odnose na troškove... finansiranja“,¹¹² što znači da zbiru akumulacije, amortizacije i naplaćene glavnice obaveznih dugoročnih plasmana treba dodati izdatak za kamate.

Da bi se kvantificirano efekat dugoročnog ulaganja po jednom ili drugom shvatanju, prvo treba odrediti vek trajanja (eksploatacije) investicionog projekta. Vek eksploatacije investicionog projekta izražava se brojem godina, koji nije jednostavno odrediti zbog toga što svaki investicioni projekt (naročito kad je u pitanju ulaganje u novi kapacitet)

111J. I. Bogen, editor: *Financial Handbook*, Fourth Edition, The Ronolnd Press Company, New York, 1965. str. 18. citirano prema J. Kralj i dr L. Repovž, navedeno delo (fusnota 4), str. 157.

112Dr Dragan Krasulja: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980, str. 299.

obuhvata više vrsta osnovnih sredstava a svaka ta vrsta, po pravilu, ima različit vek trajanja, pa otuda dolazi dilema koliki je vek eksploatacije celog projekta. Ova dilema može se uspešno razrešiti tako što će se za vek eksploatacije investicionog projekta uzeti broj godina trajanja opreme (oruđa za rad). Uzimanje broja godina trajanja opreme za vek eksploatacije investicionog projekta prihvatljivo je iz tri razloga: prvo, po pravilu, najveća su ulaganja u opremu; drugo, oprema neposredno najviše doprinosi ostvarenju efekta dugoročnog ulaganja; i treće, vek trajanja opreme je, po pravilu, kraći od veka trajanja drugih vrsta osnovnih sredstva, a uz to sva opreme ima približno isti vek trajanja.

Efekat dugoročnih ulaganja kod investicionih projekata koja ostaju u granicama već instaliranih kapaciteta kvantificira se za svaku godinu eksploatacije investicionog projekta kao razlika između akumulacije (ili bruto akumulacije) koja će se ostvariti pri novom dugoročnom ulaganju i akumulacije (ili bruto akumulacije) koja bi se ostvarila bez novog dugoročnog ulaganja (računovodstveno shvatanje efekta), odnosno, kvantificira se kao razlika između čistog novčanog toka koji će se ostvariti pri novom dugoročnom ulaganju i čistog novčanog toka koji bi se ostvarivao bez novog dugoročnog ulaganja (finansijsko shvatanje efekta). Dakle, kod dugoročnog ulaganja u postojeći kapacitet efekat je diferencijalna akumulacija (ili bruto akumulacija), odnosno diferencijalni čisti novčani tok. Ovo zbog toga što se samo ta diferencijacija u akumulaciji (ili bruto akumulaciji), odnosno u čistom novčanom toku ostvaruje po osnovu novog dugoročnog ulaganja pa otuda i jeste to efekat tog ulaganja. Iz ovoga sledi da je za svaku godinu eksploatacije investicionog projekta potrebno najpre projektovati akumulaciju (ili bruto akumulaciju) i čisti novčani tok koji će se ostvarivati sa novim dugoročnim ulaganjem i projektovati akumulaciju (ili bruto akumulaciju), odnosno

diferenciju čistog novčanog toka kao efekat nameravanog dugoročnog ulaganja.

Efekat dugoročnog ulaganja kod investicionog projekata za ulaganja u nove kapacitete jeste iznos akumulacije (ili bruto akumulacije) (računovodstveno shvatanje efekta), odnosno godišnji čisti novčani tok (finansijsko shvatanje efekta) koji će se ostvariti u toku veka trajanja investicionog projekta, pri čemu se i ovde efekat kvantificira posebno za svaku godinu eksploatacije.

Kvantifikacija akumulacije ili bruto akumulacije (kao računovodstvenog shvatanja efekta dugoročnog ulaganja) i čistog novčanog toka (kao finansijskog shvatanja efekta dugoročnog ulaganja) vrši se uz pomoć planskog bilansa uspeha za svaku godinu eksploatacije investicionog projekta. Budući da se radi o višegodišnjem periodu, smatra se da se efekti investicionih ulaganja mogu sa zadovoljavajućom tačnošću kvantificirati ako se pretpostavi da prihodi od prodaje istovremeno predstavljaju primanja i da se troškovi istovremeno smatraju rashodima, odnosno izdacima. Saglasno tome, struktura planskog bilansa uspeha prilagođena kvantifikaciji efekata dugoročnog ulaganja izgleda ovako:

1. Prihodi od prodaje
2. Prihod od kamata na obavezne plasmane
3. Ukupan prihod (1+2)
4. Troškovi poslovanja bez amortizacije i kamata
5. Amortizacija
6. Kamate
7. Bruto dobitak (3-4-5-6)
8. Porezi iz rezultata
9. Neto dobitak odnosno akumulacija (7-8)
10. Bruto akumulacija (9+6)
11. Naplaćena glavnica obaveznih plasmana
12. Čisti novčani tok (5+9+11)

Budući da se u kratkom roku prihodi ne izjednačuju s primicima (prilivom gotovine) a rashodi ne izjednačuju sa izdacima (odlivom gotovine), čisti novčani tok kao efekat dugoročnog ulaganja za svaku godinu ek-

sploatacije investicionog projekta može se utvrditi na sledeći način:

1. Prihodi od prodaje
2. Prihodi od kamata na obavezna kredite
3. Ukupan prihod (1+2)
4. Neto smanjenje potraživanja od kupaca
5. Neto smanjenje potraživanja po osnovu kamate na obavezne plasmane
6. Neto povećanje potraživanja od kupaca
7. Neto povećanje potraživanja po osnovu kamata na obavezne plasmane
- I. Naplaćeni ukupni prihodi, odnosno priliv (3+4+5-6-7)
8. Troškovi bez amortizacije
9. Porezi iz rezultata
10. Neto smanjenje kratkoročnih obaveza
11. Neto povećanje obrtnih sredstava bez potraživanja od kupaca, potraživanja po osnovu kamata na obavezne plasmane i gotovine
12. Neto povećanje kratkoročnih obaveza
13. Neto smanjenje obrtnih sredstava bez potraživanja od kupaca, potraživanja po osnovu kamata na obavezne plasmane i gotovine.
- II. Izdaci, odnosno odliv (8+9+10+11-12-13)
- III. Naplaćena glavnica obaveznih kredita
- IV. Čisti novčani tok (I+III-II).

Neto povećanja, odnosno neto smanjenja potraživanja od kupaca, potraživanja po osnovu kamata na obavezne plasmane, kratkoročnih obaveza i obrtnih sredstava bez potraživanja od kupaca, potraživanja po osnovu kamata na obavezne plasmane i gotovine utvrđuju se kao razlika između planskog bilansa stanja na kraju i na početku godine.

Kvantificiranje čistog novčanog toka po izloženoj šemi za svaku godinu veka eksploatacije investicionog projekta očito bi bilo dosta komplikovano a uz to opet prilično nesigurno jer se bazira ne samo na planskom bilansu uspeha već i na planskom bilansu stanja. Naše je mišljenje, s obzirom da se radi o višegodišnjem periodu, da se sa zadovoljavajućom tačnošću čisti novčani tok može kvantificirati samo na osnovu planskog bilansa uspeha kao zbir amortizacije, akumulacije i naplaćene glavnice obaveznih dugoročnih plasmana, kako je prethodno prikazano.

Saglasno tome, efekat dugoročnog ulaganja pri ulaganju u postojeći kapacitet je :

EFEKTI ULAGANJA PRI ULAGANJU U POSTOJEĆI KAPACITET

	Godina eksploatacije investicionog projekta								
	1			2			N		
	bez ula- ganja (a)	sa ulaga- njem (b)	diferen- cija (b-a)	bez ula- ganja (a)	sa ulaga- njem (b)	diferen- cija (b-a)	bez ula- ganja (a)	sa ulaga- njem (b)	diferen- cija (b-a)
1. Efekat u vidu akumulacije ili bruto akumulacije									
- akumulacija									
- bruto akumulacija									
2. Efekat u vidu čistog novčanog toka = zbir akumulacije, amortizacije i naplaćene glavnice obaveznih dugoročnih plasmana									

Dakle, efekat dugoročnog ulaganja u računovodstvenom smislu jeste diferencija (razlika) između akumulacije (ili bruto

akumulacije) koja se ostvaruje novim name-
ravanim dugoročnim ulaganjem i akumula-
cije (ili bruto akumulacije) koja se ostvaruje

bez novog ulaganja. Efekat u finansijskom smislu jeste diferencija (razlika) između čistog novčanog toka (zbira akumulacije, amortizacije i naplaćene glavnice obaveznih plasmana) koji

se ostvaruje novim nameravanim dugoročnim ulaganjem i čistog novčanog toka koji se ostvaruje bez novog dugoročnog ulaganja. Efekat ulaganja u novi kapacitet je:

EFEKAT ULAGANJA U NOVI KAPACITET

	Godina eksploatacije investicionog projekta		
	1.	2.	N
1. Efekat u vidu akumulacije ili bruto akumulacije			
- akumulacija			
- bruto akumulacija			
2. Efekat u vidu čistog novčanog toka = zbir akumulacije, amortizacije i naplaćene glavnice obaveznih dugoročnih plasmana			

4.3. Pojam i kvantifikacija cene izvora finansiranja dugoročnog ulaganja

Dugoročna ulaganja finansiraju se iz dugoročnih izvora finansiranja (sopstvenih i pozajmljenih). Lako je shvatljivo da dugoročno pozajmljeni izvori finansiranja imaju svoju cenu. To je u slučaju kredita kamatna stopa koja je već ugovorena s kreditorom ili vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala. U finansiranju iz uloga trećih lica to je stopa naknada.

U pogledu sopstvenih izvora (kapitala) često postoji zablude da su oni besplatni iz prostog razloga — što se za njihovo korišćenje ne plaća nikakva naknada, odnosno, u bilansu uspeha ne pojavljuju se rashodi po osnovu korišćenja sopstvenog kapitala. „Međutim, sama pretpostavka o besplatnosti sopstvenih izvora finansiranja ekonomski je neprihvatljiva s obzirom da bi mogla imati za posledicu neracionalnu alokaciju ograničenog kapitala na alternativne upotrebe unutar pre-

duzeća. Naime, polazeći strogo od takve pretpostavke, svaki investicioni projekt, finansiran iz vlastitih izvora, koji obećava stopu prinosa makar nešto veću od nule mogao bi se smatrati prihvatljivim, što je, svakako, besmisleno u kontekstu zahteva za maksimiranjem rentabilnosti odnosno bogatstva, individualnog i društvenog.“¹¹³

Iz rečenog jasno proizlazi da radi pravilne ocene rentabilnosti dugoročnog ulaganja sopstveni izvori finansiranja takođe moraju imati svoju cenu, koja je u stvari kalkulatívna cena čija je jedina svrha da se što realnije oceni efekat dugoročnog ulaganja a time i prihvatljivost investicionog projekta. Cena sopstvenih izvora finansiranja može se utvrditi na više načina, pa ipak, čini se da su tri najprihvatljivija — (1) stopa prinosa na sopstvene izvore finansiranja koja bi se ostvarila pri ulaganju u neki alternativni investicioni projekt, (2) stopa prinosa na sopstvene izvore koju već ostvaruje preduzeće i (3) prosečna stopa prinosa na sopstvene izvore finansiranja koju ostvaruje privredna grana kojoj pri-

113 Dr Dragan Krasulja: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980, str. 297.

pada preduzeće, odnosno investicioni projekt po kojem se namerava ulagati. Od ove tri mogućnosti određivanja cene sopstvenih izvora finansiranja najprihvatljivija je stopa prinosa na sopstvene izvore finansiranja koju već ostvaruje preduzeće i prosečna stopa prinosa na sopstvene izvore finansiranja grane. Ovo iz prostog razloga što su ove stope egzaktna a trebalo bi odabrati onu koja je viša jer pri alternativnim mogućnostima dugoročnog ulaganja ona će dovesti do izbora investicionog projekta koji odbacuje najveću akumulaciju. Naravno, cena sopstvenih izvora finansiranja, bez obzira kako je utvrđena, nikada ne bi smela da bude niža od cene pozajmljenih izvora finansiranja. Ovo stoga što bi se u takvom slučaju pri finansiranju investicionog projekta iz sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja ostvarivao negativni finansijski rezultat iz finansiranja, tj., finansijski leveridž bio bi negativan. Da bise ostvario pozitivan finansijski rezultat iz finansiranja (da bi finansijski leveridž bio pozitivan), cena sopstvenih izvora finansiranja treba da bude veća od cene pozajmljenih izvora finansiranja, a samo u izuzetnim okolnostima (kada nema druge alternative) može se prihvatiti da ove dve cene budu jednake, što znači da će se

ostvarivati neutralan finansijski rezultat iz finansiranja, tj. finansijski leveridž biće neutralan.

Budući da se investicioni projekt, po pravilu, finansira i iz pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja i da se cena pozajmljenih izvora finansiranja razlikuje od cene sopstvenih izvora finansiranja, nužno je utvrditi i prosečnu cenu izvora finansiranja. Prosečna cena dugoročnih izvora finansiranja potrebna je za primenu dinamičkih metoda za ocenu rentabilnosti dugoročnih ulaganja, a osim toga ona služi i kao merilo prihvatljivosti investicionog projekta, pri čemu se prosečna cena dugoročnog izvora finansiranja upoređuje sa odgovarajućom stopom efikasnosti ulaganja, o čemu će biti reči u narednom odeljku. Prosečna cena dugoročnih izvora finansiranja jeste ponderisana cena pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja koja se kvantificira na bazi strukture izvora finansiranja. Naime, prosečna cena dugoročnih izvora finansiranja dobije se tako što se cena pozajmljenih izvora pomnoži procentom učešće pozajmljenih izvora finansiranja a cena sopstvenih izvora finansiranja pomnoži procentom učešće sopstvenih izvora finansiranja i ova dva umnoška sabere. Ilustracije radi to je predstavljeno na sledećoj tabeli.

	Cena u %	Učešće u finansiranju u %	$\frac{(1 \cdot 2)}{100}$
	1	2	3
1. Dugoročni pozajmljeni izvori finansiranja	10	40	4
2. Sopstveni izvori finansiranja	15	60	9
3. Prosečna cena izvora finansiranja (1+2)			13

4.4. Ocena efikasnosti dugoročnog ulaganja

U nizu metoda za ocenu opravdanosti dugoročnog ulaganja ovde izdvajamo samo one metode koje se koriste za ocenu efikasnosti s finansijskog gledišta. Metode koje se koriste za ocenu efikasnosti investicionog

projekta s finansijskog stanovišta treba da pruže odgovor da li je ponuđeni investicioni projekt s finansijske tačke gledišta prihvatljiv ili ne, odnosno one treba da pruže odgovor koji je od ponuđenih investicionih projekata prihvatljiviji ako je ponuđeno dva ili više investicionih projekata. Naime, u realnom životu može se dogoditi da se nudi

samo jedan investicioni projekt za koji nema alternativnog projekta. Tada primena metoda za ocenu efikasnosti s finansijskog gledišta pruža odgovor da li je projekat prihvatljiv ili ne. S druge strane, događa se da je istovremeno ponuđeno dva ili više investicionih projekata, pri čemu se može zbog ograničenih sredstava za ulaganje ili drugih nefinansijskih razloga realizovati samo jedan investicioni projekt. U takvim okolnostima metode za ocenu efikasnosti s finansijske tačke gledišta pružaju odgovor koji je investicioni projekt prihvatljiviji. Iz ovog bi bilo pogrešno shvatiti da metode za ocenu efikasnosti investicija s finansijske tačke gledišta imaju pomoćnu ulogu pri investicionom odlučivanju. Naprotiv, one moraju biti bar ravnopravne sa drugim metodama jer jedino one daju informacije kako će se realizacija investicionog projekta odraziti na rentabilnost poslovanja, pa i na finansijsku snagu preduzeća, a bez bar zadovoljavajuće rentabilnosti i finansijske snage nema perspektive za egzistenciju preduzeća. Metode koje se primenjuju za ocenu efikasnosti dugoročnih ulaganja s finansijske tačke gledišta dele se na dinamičke i statičke metode.

4.4.1. *Dinamičke metode ocene efikasnosti dugoročnog ulaganja*

Dinamičke metode polaze od toga da između momenta ulaganja u investicioni projekt i momenta ostvarivanja primanja (efekta) po osnovu tog investicionog projekta uvek postoji stanoviti vremenski razmak. Pošto postoji vremenski razmak između momenta izdavanja i momenta primanja, svako da novac ima različitu vrednost u momentu izdavanja od vrednosti u momentu primanja. U momentu izdavanja novac ima veću vrednost nego u momentu primanja. Ovde se ne misli na obezvređenje novca zbog inflacije, već se pri ovom rezonovanju polazi od logike da novac uložen u posao uvek mora doneti određeni prinos. Ako se, npr., pozajmi beskamatno na godinu dana 1.000 dinara, posle godinu dana, kad se vrati pozajmica,

tih hiljadu dinara manje vredi od onih hiljadu dinara koje su pozajmljene za iznos prinosa koji je mogao da bude ostvaren da je novac uložen u posao. Taj neostvareni prinos jeste oportunitetni trošak novca, iz čega i sledi shvatanje da novac nije besplatan, da ima svoju cenu. Dakle, u našem slučaju hiljada dinara vraćena posle godinu dana manje vredi za iznos oportunitetnog troška. Da je pomenuta hiljada dinara pozajmljena uz stanovitu cenu, onda bi nakon godinu dana bila vraćena hiljada dinara plus njena cena.

Ranije smo videli da se dugoročno uloženi novac vraća preko čistog novčanog toka kao efekta tog ulaganja tokom eksploatacije investicionog projekta. Novac koji se vraća kroz novčani tok sadrži i ulog (glavnica) i prinos (zaradu odnosno cenu). Ako znamo cenu novca, onda možemo iz povraćenog novca, odnosno efekta ulaganja izdvojiti cenu i ostatak uporediti sa ulogom i videti da li je on manji ili veći od uloga. Ostatak posle izdvajanja cene naziva se sadašnja vrednost iz prostog razloga što je isključena cena te je ostatak sveden na vrednost u momentu ulaganja. Razlika između sadašnje vrednosti i uloga predstavlja neto sadašnju vrednost, koja može da bude pozitivna, negativna ili ravna nuli. Ako je neto sadašnja vrednost pozitivna, to ukazuje da je prinos (zarada) na ulog bio veći od cene novca; ako je neto sadašnja vrednost negativna onda, to znači da je prinos (zarada) na ulog bio, manji od cene novca; najzad, ako je neto sadašnja vrednost jednaka nuli, onda je prinos (zarada) na ulog bio ravan ceni novca. Matematička metoda kojom se utvrđuje neto sadašnja vrednost naziva se metoda neto sadašnje vrednosti.

Ako ne znamo cenu novca, onda možemo iz povraćenog novca izračunati cenu tako što ćemo po izdvajanju cene koja će se ostvariti ostatak izjednačiti sa ulogom. I ovde ostatak po izdvajanju cene koja će se ostvariti ima karakter sadašnje vrednosti, pri čemu je ona uvek jednaka ulogu. Cena koja će se ostvariti izražava se procentom i naziva internom stopom prinosa,

a matematička metoda kojom se to postiže zove se metoda interne stope prinosa.

Iz rečenog ne bi trebalo shvatiti da se metoda interne stope prinosa ne može primeniti u slučaju kad je poznata cena novca. Naprotiv, ona se i tada primenjuje, ali uvek izražava cenu novca koja će se ostvariti u vidu procenta. Suprotno tome, metoda neto sadašnje vrednosti može se primeniti samo ako je unapred poznata cena novca, pri čemu je ta cena novca kalkulatívna.

4.4.1.1. Metoda neto sadašnje vrednosti

Primena ove metode zahteva da se najpre izračuna sadašnja vrednost. Otuda se ona često naziva i metoda sadašnje vrednosti. Sadašnja vrednost se izračunava tako što se godišnji efekat koji se ostvaruje tokom eksploatacije investicionog projekta diskontuje na godinu ulaganja. Ako je ulaganje trajalo više godina, diskontovanje se vrši na poslednju godinu ulaganja. Opšta formula za diskontovanje efekta ulaganja je:

$$\frac{1}{(1+k)^n}$$

gde je:

k = cena novca, odnosno cena izvora finansiranja dugoročnog ulaganja i

n = broj godina koji protekne od godine ulaganja do godine ostvarenja (primanja) efekta.

Ova opšta formula, budući da joj je brojitelj 1, postavljena je za izračunavanje sadašnje vrednosti jedne novčane jedinice koja će biti primljena na koncu n -te godine uz k -tu cenu novca. U skladu s tim, ako u brojitelj stavimo efekat koji će se ostvariti u svakoj godini eksploatacije investicionog projekta a u imenitelj umesto „ k “ stavimo cenu novca i umesto „ n “ stavimo broj godina koje preteknu od godine ulaganja do godine ostvarenja efekata, dobićemo za svaku godinu sadašnju vrednost efekta. Šta je efekat a šta cena novca, odnosno izvora finansiranja dugoročnog ulaganja? I cenu, i efekat ranije smo definisali u odeljcima o pojmu i kvantifikaciji efekta dugoročnog ulaganja odnosno, u poglavlju o pojmu i kvantifikaciji cene izvora finansiranja dugoročnog ulaganja, ali ova me-

toda zahteva da se još jednom precizira i efekat i cena.

Ako se dugoročno ulaganje finansira iz sopstvenih sredstava, efekat je čisti novčani tok (tj. zbir akumulacije, amortizacije i naplaćene glavnice obaveznog kredita po osnovu ulaganja u osnovna sredstva) koji se ostvaruje u toku svake godine eksploatacije investicionog projekta. Podsetimo se, kod investicionih projekata za ulaganje u postojeći kapacitet efekat je diferencija (razlika) između godišnjeg čistog novčanog toka koji će se ostvariti nameravanim dodatnim dugoročnim ulaganjem i godišnjeg čistog novčanog toka koji se ostvaruje bez nameravanog dodatnog dugoročnog ulaganja. Kod investicionih projekata za ulaganje u novi kapacitet efekat je godišnji čisti novčani tok. Cena sopstvenih izvora finansiranja dugoročnog ulaganja izražava se procentom a utvrđuje se na jedan od opisanih načina u pomenutom odeljku.

Ako se dugoročno ulaganje finansira iz pozajmljenih izvora finansiranja ili iz pozajmljenih i iz sopstvenih izvora finansiranja, onda se godišnji čisti novčani tok kao efekat dugoročnog ulaganja uveća za godišnji iznos kamata koje se plaćaju na pozajmljene izvore iz kojih se finansira dugoročno ulaganje. Ovo važi i za investicione projekte za ulaganje u postojeći kapacitet, što znači da se godišnja diferencija čistog novčanog toka povećava za godišnji iznos diferencije kamate i za investicione projekte za ulaganje u nove kapacitete, što znači da se godišnji čisti novčani tok povećava za godišnji iznos kamata. Zašto se to čini kada kamata nije čisti novčani tok, nije primanje već izdavanje novca? To se čini zbog toga što je kamata, u stvari, suma cena pozajmljenog novca a pojedinačna cena pozajmljenog novca je kamatna stopa. Ranije smo rekli da metoda neto sadašnje vrednosti, u stvari, razdvaja primanje novca po osnovu dugoročnog ulaganja na deo koji otpada na cenu. Prema tome, kamata kao suma cena pozajmljenog novca, odnosno

izvora već je sadržana u delu koji otpada na cenu novca. Otuda, ako kamatu ne bismo dodali efektu, čistom novčanom toku, onda bi bila dva puta računata, jednom kao odbitna stavka prilikom utvrđivanja čistog novčanog toka a drugi put kroz cenu pozajmljenih izvora finansiranja dugoročnog ulaganja. Cena pozajmljenih izvora finansiranja kvantificira se u visini kamatne stope, a ako se dugoročno ulaganje finansira iz sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja, uzima se ponderisana cena koja se kvantificira kako je to u odeljku o pojmu i kvantifikaciji cena izvora finansiranja dugoročnog ulaganja objašnjeno.

Pored svodenja čistog novčanog toka plus kamata na sadašnju vrednost, na sadašnju vrednost svodi se i rezidualna vrednost dugoročnog ulaganja koja se javlja na kraju veka eksploatacije investicionog projekta. Rezidualna vrednost dugoročnog ulaganja je, u stvari, neamortizovana vrednost dugoročnog ulaganja tokom eksploatacije investicionog projekta, a ona se sastoji iz: likvidacione vrednosti dotrajalih osnovnih sredstava, tj. osnovnih sredstava čiji se vek trajanja poklapa sa vekom eksploatacije investicionog projekta; sadašnje vrednosti osnovnih sredstava čiji je vek trajanja duži od veka eksploatacije investicionog projekta, pri čemu se uzima sadašnja (neotpisana) vrednost tih osnovnih sredstava na kraju poslednje godine eksploatacije investicionog projekta, i najzad, u rezidualnu vrednost spadaju i stalna obrtna sredstva u visini koja je iskazana u investicionom projektu, kao i nenaplaćeni iznos dugoročnog obaveznog plasmana na kraju veka trajanja investicionog projekta. Rezidualna vrednost dugoročnog ulaganja uzima se kao priliv novca na kraju veka eksploatacije investicionog projekta zbog toga što se pretpostavlja da će tada doći do prodaje tih sredstava, što znači da će se priliv novca stvarno i ostvariti, ili se, pak, pretpostavlja da će se zameniti samo dotrajala osnovna sredstva, a to znači da je za nova ulaganja potrebno novo ulaganje samo za zamenu dotrajalih osnovnih sredstava a ne i za

osnovna sredstva čiji je vek trajanja duži od eksploatacionog veka investicionog projekta i za stalna obrtna sredstva. Iz toga sledi da rezidualna vrednost dugoročnog ulaganja u ovom slučaju smanjuje naredna dugoročna ulaganja na kraju eksploatacionog veka investicionog projekta, pa je otuda možemo izjednačiti sa prilivom novca. Istina, nijedna od ovih pretpostavki ne važi za nenaplaćeni iznos obaveznog dugoročnog plasmana na kraju eksploatacionog veka investicionog projekta, ali iz čisto matematičkih razloga i to se mora tretirati ako rezidualna vrednost.

Preračun godišnjeg čistog novčanog toka uvećanog za godišnju kamatu i rezidualne vrednosti na sadašnju vrednost vrši se pomoću II i IV finansijske tablice, odnosno, iz tih tablica uzimaju se diskontni faktori koji odgovaraju ceni izvora finansiranja dugoročnog ulaganja i godini ostvarenja efekata. Rezidualna vrednost uvek se preračunava na sadašnju vrednost pomoću diskontnog faktora iz II finansijske tablice jer se uzima kao „povraćaj“ novca na kraju veka trajanja investicionog projekta. Godišnji čisti novčani tok plus godišnja kamata preračunava se na sadašnju vrednost pomoću diskontnog faktora iz IV finansijske tablice uz uslov da je godišnji čisti novčani tok plus godišnja kamata u svim godinama eksploatacionog veka kvantitativno jednak. Prema tome, sadašnja vrednost (SV) je:

$$SV = E_u IV_k^n + R_v II_k^n$$

gde je:

E_u = godišnji čisti novčani tok plus godišnja kamata,

R_v = rezidualna vrednost dugoročnog ulaganja,

n = broj godina eksploatacije investicionog projekta i

k = cena izvora finansiranja dugoročnog ulaganja.

Ukoliko je godišnji čisti novčani tok plus godišnja kamata različiti za svaku godinu eksploatacije investicionog projekta, primenjuje se diskontni faktor iz II finansijske tablice s tim

što se sadašnja vrednost izračunava posebno za svaku godinu a zatim se vrši njihovo zbrajanje. Pri tome se za n uzima broj godina koji protekne od godine završetka dugoročnog ulaganja do godine ostvarenja godišnjeg čistog novčanog toka. Prema tome, sadašnja vrednost (SV) je:

$$SV = \sum_{n=1}^N E_u II_k^n + R_v II_k^n$$

Za ilustraciju prvog slučaja (kada se primenjuju diskontni faktori iz IV i II finansijske tablice) uzećemo investicioni projekt A čiji je vek trajanja 5 godina a cena izvora finansiranja 13%. Ostali relevantni podaci za utvrđivanje sadašnje vrednosti dati su u nastavku.

INVESTICIONI PROJEKT A

Elementi	Dugoročna ulaganja na završetku ulaganja	Rezidualna vrednost na kraju veka eksploatacije	Godina eksploatacije				
			1.	2.	3.	4.	5.
Osnovna sredstva	600.000						
Stalna obrtna sredstva	300.000	300.000					
Obavezni dugoročni plasmani	100.000						
Godišnji čisti novčani tok (amortizacija plus akumulacija plus glavnica obaveznog dugoročnog plasmana)			200.000	210.000	220.000	230.000	240.000
Godišnja kamata			50.000	40.000	30.000	20.000	10.000
UKUPNO:	1.000.000	300.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000

INVESTICIONI PROJEKT B

Osnovna sredstva	600.000						
Stalna obrtna sredstva	300.000	300.000					
Obavezni dugoročni plasmani	100.000						
Godišnji čisti novčani tok (amortizacija plus akumulacija plus glavnica obaveznog dugoročnog plasmana)			200.000	200.000	240.000	200.000	270.000
Godišnja kamata			50.000	40.000	30.000	20.000	10.000
UKUPNO:	1.000.000	300.000	250.000	240.000	270.000	220.000	280.000

Za utvrđivanje sadašnje vrednosti čistog novčanog toka plus kamata primenjuje se diskontni faktor iz IV finansijske tablice, a

$$\begin{aligned} \text{Sadašnja vrednost} &= 250.000 IV_{13}^5 + 300.000 II_{13}^5 = 250.000 \cdot 3,5172 + \\ &+ 300.000 \cdot 0,54276 = 879.300 + 162.828 = 1.042.128 \end{aligned}$$

Neto sadašnja vrednost je razlika između sadašnje vrednosti i dugoročnog ulaganja na kraju završetka ulaganja. U našem primeru neto sadašnja vrednost je 42.128 dinara (1.042.128 — 1.000.000).

za utvrđivanje sadašnje vrednosti rezidualne vrednosti primenjuje se diskontni faktor iz II finansijske tablice. Prema tome:

Dakle, investicioni projekt A ima pozitivnu neto sadašnju vrednost i s finansijskog stanovišta on je rentabilan, odnosno prihvatljiv. Zašto? Zato što će se pri njegovoj eksploataciji pokriti ukupna suma cena izvora

finansiranja i još preko te sume ostvariti 42.128 dinara. Dakle, ne samo da će ostvariti očekivana cena izvora finansiranja nego će se ostvariti i „zarada“ iznad te cene u iznosu od 42.128 dinara. Šta to znači za finansijski rezultat u obliku akumulacije? Cena pozajmljenih izvora finansiranja u našem primeru je 13%. To je, u stvari, ponderisana cena jer smo pošli od pretpostavke da će se dugoročna ulaganja finansirati sa 50% iz pozajmljenih izvora uz kamatnu stopu od 10% i sa 50% iz sopstvenih izvora finansiranja čija je cena 16%. Prema tome, prosečna cena je $13\% = (10\% \times 0,5 + 16\% \times 0,5)$. Pošto je neto sadašnja vrednost pozitivna, to znači da će se ostvariti više akumulacije nego što je očekivano i ukalkulisano kroz cenu vlastitih izvora finansiranja za 42.128 dinara, a to znači da će ostvarena cena vlastitih izvora finansiranja biti veća od kalkulatívne, tj. biće nešto veća od 16%. U vezi sa ovim pitanjem odmah se nameće i pitanje da li bi projekt bio prihvatljiv i kada bi neto sadašnja vrednost bila nula. Odgovor je pozitivan pod uslovom da je finansiran isključivo iz sopstvenih izvora finansiranja ili kombinovano i iz sopstvenih i iz pozajmljenih izvora finansiranja. Ovo zbog toga što to znači da će se tokom eksploatacije ostvariti tačno onoliko akumulacije koliko je očekivano i ukalkulisano kroz cenu sopstvenih izvora finansiranja. Međutim, ako bi dugoročno ulaganje bilo isključivo finansirano iz pozajmljenih izvora, nulta sadašnja vrednost ne bi bila prihvatljiva. Ovo zbog toga što bi to značilo da se neće ostvariti nijedan dinar akumulacije, projekt će se realizovati na donjoj tački rentabilnosti. Istina, pri eksploataciji takvog projekta ne bi se ništa izgubilo, ali ne bi se ništa ni zaradilo. Međutim, eksploatacija projekta bez ikakve zarade ekonomski je neopravdan a, uz to, realizacija projekta na donjoj tački rentabilnosti vrlo je rizična jer pretila velika opasnost da se padne u gubitak. Naime, u eksploataciji investicionog projekta svako povećanje troškova, smanjenje proizvodnje ili smanjenje prodajnih cena u

odnosu na predviđeno investicionim projektom vodi pravo u gubitak, zbog čega u takvim slučajevima lebdi stalna opasnost od gubitka.

Uzmimo sada hipotetički primer investicionog projekta B kod koga je godišnji čisti novčani tok plus godišnja kamata za svaku godinu eksploatacije različit, što znači da se za svodenje na sadašnju vrednost primenjuje diskontni faktor iz II finansijske tablice i za čisti novčani tok, i za rezidualnu vrednost. Pri tome opet polazimo od pretpostavke da je eksploatacioni vek investicionog projekta 5 godina i da je cena izvora finansiranja 13%.

Ostali relevantni podaci za utvrđivanje sadašnje vrednosti su dati u ranije navedenoj tabeli.

Za ovaj investicioni projekt utvrdićemo sadašnju vrednost čistog novčanog toka plus kamata po godinama ostvarenja uz primenu diskontnog faktora II finansijske tablice, koji se takođe koristi i za utvrđivanje sadašnje vrednosti rezidualne vrednosti.

Godina

$$1 \quad 250.000 \cdot II_{13}^1 = 250.000 \cdot 0,88496 = 221.240$$

$$2 \quad 260.000 \cdot II_{13}^2 = 260.000 \cdot 0,78315 = 203.619$$

$$3 \quad 270.000 \cdot II_{13}^3 = 270.000 \cdot 0,69305 = 187.124$$

$$4 \quad 220.000 \cdot II_{13}^4 = 220.000 \cdot 0,61332 = 134.930$$

$$5 \quad 580.000^* \cdot II_{13}^5 = 270.000 \cdot 0,54276 = 314.801$$

$$\text{Ukupno sadašnja vrednost} = 1.061.714$$

*580.000 = 280.000 godišnji čisti novčani tok plus kamata + 300.000 rezidualna vrednosti.

Neto sadašnja vrednost je 61.714 dinara (1.061.714 — 1.000.000). Budući da je neto sadašnja vrednost pozitivna i da se i ovaj projekt finansira iz sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja, sa stanovišta rentabilnosti on je prihvatljiv. Ako bi investicioni projekt A i B bili alternativni, to znači da treba izabrati onaj projekt koji je s finansijske tačke gledišta rentabilniji, a to bi bio onaj projekt koji ima

veću neto sadašnju vrednost. Ovaj zaključak vredi samo u uslovima kada su dugoročna ulaganja u alternativne projekte jednaka kao što je to u našem slučaju. Ukoliko su dugoročna ulaganja u alternativne projekte različita, prihvatljiv je onaj projekt čija je stopa neto sadašnje vrednosti veća. Stopa neto sadašnje vrednosti računa se iz odnosa neto sadašnje vrednosti i dugoročnog ulaganja. U našem slučaju stopa neto sadašnje vrednosti za projekt A iznosi $4,21\% = \left(\frac{42.128}{1.000.000} \cdot 100\right)$, a za projekt B $6,17\% = \left(\frac{61.714}{1.000.000} \cdot 100\right)$. Stopa neto sadašnje vrednosti opredeljuje izbor alternativnog investicionog projekta zbog toga što ona pokazuje relativno povećanje akumulacije iznad kalkulatívne cene izvora finansiranja.

4.4.1.2. Metoda interne stope prinosa

Izračunavanje interne stope prinosa polazi od sledeće jednačine:

$$S_u = E_u \cdot \frac{1}{(1 + K)^n}$$

gde je:

S_u = dugoročna ulaganja na kraju završetka ulaganja,

E_u = godišnji čisti novčani tok plus godišnja kamata,

n = broj godina eksploatacije investicionog programa i

K = interna stopa prinosa, odnosno cena izvor finansiranja dugoročnog ulaganja koja će se ostvariti.

Svi elementi iz ove fomrule su poznati osim intrerne stope prinosa. Interna stopa prinosa dobije se rešenjem jednačine po nepoznatoj K :

$$(1+K)^n = \frac{E_u}{S_u}$$

odakle je

$$(1+K) = \sqrt[n]{\frac{E_u}{S_u}}$$

odakle je

$$K = \sqrt[n]{\frac{E_u}{S_u}} - 1$$

Još jednostavniji postupak utvrđivanja interne stope prinosa je putem IV finansijske ta-

blice. U tom slučaju najpre se izračunava koeficijent iz odnosa: $\frac{E_u}{S_u}$ koji je, u stvari, diskontni faktor. Pošto znamo broj godina eksploatacije projekta n , u IV finansijskoj tablici, pod redom koji označava broj godina eksploatacije projekta, tražimo kolonu u kojoj je iskazan diskontni faktor izračunat iz odnosa $\frac{E_u}{S_u}$, a procent iznad te kolone označava traženu internu stopu prinosa. Ukoliko u IV finansijskog tablici ne postoji diskontni faktor izračunat iz odnosa $\frac{E_u}{S_u}$ uzimaju se iz tablica dva susedna diskontna faktora između kojih se nalazi diskontni faktor izračunat iz odnosa $\frac{E_u}{S_u}$. Ovo zbog toga što se interna stopa prinosa nalazi između procenta koji označava kolonu diskontnog faktora nižeg od diskontnog faktora iz odnosa $\frac{E_u}{S_u}$ i procenta koji označava kolonu diskontnog faktora višeg od diskontnog faktora iz odnosa $\frac{E_u}{S_u}$. Ta razlika interne stope prinosa utvrđuje se postupkom linearne interpolacije na sledeći način:

- prvo utvrđujemo razliku između diskontnog faktora iz tablica i diskontnog faktora iz odnosa $\frac{E_u}{S_u}$ pri čemu iz tablica uzimamo viši diskontni faktor (d),
- zatim utvrđujemo razliku između višeg i nižeg diskontnog faktora iz tablica (d_1), i
- najzad stavljajući u odnos $\frac{d}{d_1}$ dobijamo razliku interne stope prinosa koja se sabira sa procentom koji označava kolonu nižeg diskontnog faktora.

Međutim, oba ova načina mogu se primeniti samo kada je godišnji čisti novčani tok kvantitativno jednak u svim godinama eksploatacije investicionog projekta i kad, uz to, ne postoji rezidualna vrednost. Očito je da se to retko događa. Kad se ne može interna stopa prinosa utvrditi na prethodno opisani način, primenjuje se sistem interpolacije. To znači da se iz II i IV finansijske tablice uzima više diskontnih faktora iz reda koji odgovara broju godina ostvarenja godišnjeg čistog novčanog toka, kojima se preračunava godišnji čisti novčani tok. To se ponavlja sve dotle dok se ne

nađe diskontni faktor koji zbir godišnjeg čistog novčanog toka uvećan za godišnji iznos kamata i rezidualnu vrednost ne izjednači sa dugoročnim ulaganjem. Iz ovog izlazi da se vrednosti koje se diskontuju — čisti novčani tok, kamata i rezidualna vrednost — utvrđuju na isti način kako je to opisano kod metode neto sadašnje vrednosti.

Ilustracije radi, utvrdićemo internu stopu prinosa za investicione projekte A i B za koje smo dali podatke kod metode neto sadašnje vrednosti.

Investicioni projekt A

Ovde je godišnji čisti novčani tok plus kamata za svih 5 godina kvantitativno jednak, iznosi 250.000 dinara, što znači da ćemo primeniti diskontne faktore iz IV tablice. Za proračun rezidualne vrednosti od 300.000 dinara primenićemo diskontni faktor iz II finansijske tablice. Pokušajmo najpre sa diskontnim faktorom koji odgovara procentu od 14% za 5 godina.

$$250.000 IV_{14}^5 = 250.000 \cdot 3,34331 = 828.275$$

$$300.000 II_{14}^5 = 300.000 \cdot 0,51937 = 152.811$$

$$\text{Sadašnja vrednost} = 984.086.$$

Sadašnja vrednost je manja od dugoročnog ulaganja, koje kod projekta A, podsetimo se, iznosi 1.000.000 dinara. To upućuje na zaključak da interna stopa prinosa mora da bude manja od 14%. Pokušajmo sa 13%.

$$250.000 IV_{13}^5 = 250.000 \cdot 3,45171 = 897.300$$

$$300.000 II_{13}^5 = 300.000 \cdot 0,54276 = 162.828$$

$$\text{Sadašnja vrednost} = 1.042.128$$

Pri stopi od 13% sadašnja vrednost je veća od dugoročnog ulaganja. To ukazuje da je interna stopa prinosa veća od 13% a manja od 14%. Utvrđivanje te razlike vrši se kao što je napred opisano s tim što se ne uzimaju razlike diskontnih faktora već apsolutne veličine. Dakle, u našem slučaju je:

$$d = 1.042.128 - 1.000.000 = 42.128$$

$$d_1 = 1.042.128 - 984.086 = 58.042$$

Razlika interne stope

$$\text{prinosa} = \frac{d}{d_1} = \frac{42.128}{58.042} = 0,73$$

Interna stopa

$$\text{prinosa} = 13 + 0,73 = 13,73\%.$$

Da li je ovaj projekt rentabilan, odnosno prihvatljiv s finansijske tačke gledišta? Odgovor opet zavisi od strukture izvora finansiranja i cene pozajmljenih sredstava. Ako bi projekt bio finansiran isključivo iz pozajmljenih izvora finansiranja uz cenu (kamatnu) od 13,73%, on ne bi bio prihvatljiv jer bi to značilo da bi se realizovao na donjoj tački rentabilnosti, što nije prihvatljivo. Ako se finansiranje vrši iz sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja, projekt bi bio prihvatljiv i s kamatnom stopom od 13,73% jer bi se tada tokom eksploatacije ostvario neutralan finansijski rezultat iz finansiranja, finansijski leveridž bi bio neutralan. Naravno, projekt bi bio još povoljniji ako bi kamatna stopa pozajmljenih izvora finansiranja bila ispod 13,73% jer bi se tada tokom eksploatacije ostvario pozitivan finansijski rezultat iz finansiranja, odnosno finansijski leveridž bi bio pozitivan.

Investicioni projekt B

Kod ovog projekta godišnji čisti novčani tok plus kamata za svaku godinu eksploatacije su različiti što znači da ćemo primeniti diskontni faktor iz II finansijske tablice i za godišnji efekat, i za rezidualnu vrednost. Pokušajmo najpre sa diskontnim faktorom koji odgovara procentu od 16%.

Godina

$$1. \quad 250.000 II_{16}^1 = 250.000 \cdot 0,86207 = 215.518$$

$$2. \quad 260.000 II_{16}^2 = 260.000 \cdot 0,74316 = 193.222$$

$$3. \quad 270.000 II_{16}^3 = 270.000 \cdot 0,64066 = 172.978$$

$$4. \quad 220.000 II_{16}^4 = 220.000 \cdot 0,55229 = 122.504$$

$$5. \quad 580.000^* II_{16}^5 = 580.000 \cdot 0,47611 = 276.144$$

$$\text{Sadašnja vrednost:} \quad 980.366$$

* Godišnji čisti novčani tok plus kamata 280.000 i plus rezidualna vrednost 300.000 = 580.000.

Pošto je sadašnja vrednost manja od dugoročnog ulaganja (koje, podsetimo se, iznosi 1.000.000 dinara), očito je da je interna stopa prinosa niža od 16%. Pokušajmo sa 15%.

Godina

1. $250.000 II_{15}^1 = 250.000 \cdot 0,86957 = 217.393$
2. $260.000 II_{15}^2 = 260.000 \cdot 0,75614 = 196.596$
3. $270.000 II_{15}^3 = 270.000 \cdot 0,65752 = 177.530$
4. $220.000 II_{15}^4 = 220.000 \cdot 0,57175 = 125.785$
5. $580.000 II_{15}^5 = 580.000 \cdot 0,49718 = 288.364$

Sadašnja vrednost =
1.055.668

Pri stopi od 15% sadašnja vrednost je nešto viša do dugoročnog ulaganja. To ukazuje da je interna stopa prinosa viša od 15% a niža od 16%. Utvrdimo tu razliku:

$$d = 1.005.668 - 1.000.000 = 5.668$$

$$d_1 = 1.005.665 - 980.366 = 25.302$$

Razlika interne stope

$$\text{prinosa} = \frac{d}{d_1} = \frac{5.668}{25.302} = 0,22$$

Interna stopa

$$\text{prinosa} = 15 + 0,22 = 15,22\%.$$

Ako bi ovaj projekt bio nezavisan, ako ne bi bio alternativan, o njegovoj rentabilnosti, odnosno prihvatljivosti s finansijske tačke gledišta može se suditi samo ako se uzmu u obzir izvori finansiranja i visina kamatne stope na pozajmljene izvore finansiranja, o čemu je već bilo reči kod investicionog projekta A.

Ako su investicioni projekti A i B alternativni, prihvatljiviji je investicioni projekt B jer je kod njega interna stopa prinosa viša (15,22%) od interne stope prinosa investicionog projekta A (13,73%). To upućuje na zaključak da će realizacija investicionog projekta B odbaciti veću akumulaciju nego projekt A. Do istog zaključka smo došli, po-

dsetimo se, primenjujući metodu neto sadašnje vrednosti.

4.4.1.3. Problem alternativnog izbora

projekta u uslovima različite visine dugoročnog ulaganja i veka eksploatacije

U uslovima kada se nude dva ili više investicionih projekata koji zahtevaju različite sume dugoročnog ulaganja ili koji imaju različit vek eksploatacije pri čemu su alternativni, dolazi do dileme koji projekt odabrati s finansijske tačke gledišta.

Ako dva alternativna projekta imaju različito dugoročno ulaganje nezavisno od neto sadašnje vrednosti, odnosno stope neto sadašnje vrednosti i interne stope prinosa, problem se razrešava tako što se razlika dugoročnog ulaganja i razlika čistog novčanog toka plus kamata diskontuju ili na neto sadašnju vrednost, ili se iz ovih razlika utvrđuje interna stopa prinosa. Ako je neto sadašnja vrednost pozitivna, odnosno ako je interna stopa prinosa veća od cene pozajmljenih izvora finansiranja projekta kod koga je dugoročno ulaganje veće, onda se taj projekt može prihvatiti iako je lošiji po kriteriju neto sadašnje vrednosti, odnosno interne stope rentabilnosti pod uslovom da ne postoji treći projekt koji bi bio atraktivniji od oba ponuđena.¹¹⁴

U uslovima kada dva alternativna projekta imaju različit vek eksploatacije a ista dugoročna ulaganja, bez obzira na neto sadašnju vrednost, odnosno stopu neto sadašnje vrednosti i internu stopu rentabilnosti, dilema izbora pokušava se razrešiti tako da se kod oba projekta godišnji čisti novčani tok preračunava na buduću vrednost, tj. na kraju eksploatacionog veka projekta. Preračun se vrši korišćenjem finansijske tablice I uz primenu procenta koji izražava ili cenu izvora finansiranja, ili internu stopu prinosa. Prihvatljiviji je onaj projekt koji ima veću buduću vre-

¹¹⁴Detaljnije o tome vidi: Dr Dragan Kasulja, *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980. str. 323 i dr Gavrilko Ilić, *Dugoročna ulaganja i izbor izvora finansiranja u OUR*, „Savremena administracija“, Beograd, 1979, str. 101.

dnost uz uslov da ne postoji treći projekt koji bi bio atraktivniji od dva prvobitno ponudena.¹¹⁵

4.4.2. Statičke metode ocene efikasnosti dugoročnog ulaganja

4.4.2.1. Metoda povraćaja dugoročno uložених sredstava

Metoda povraćaja dugoročno uložених sredstava sastoji se u tome da se utvrdi broj godina u kome će dugoročno uložena sredstva biti povraćena, odnosno ponovo pretvorena u novac kroz amortizaciju, akumulaciju i naplatu glavnice obaveznog dugoročnog plasmana. Može se izračunati prosečan period (broj godina) povraćaja i stvarni period (broj godina)

$$\frac{\text{Dugorocna ulaganja na završetku ulaganja}}{\text{Prosecni godišnji čisti novčani tok}} = \text{Prosečan period povraćaja (broja godina)}$$

Stvarni period povraćaja utvrđuje se tako da će se od dugoročnog ulaganja postepeno oduzimati godišnji čisti novčani tok sve dok se ostatak ne izjednači sa nulom.

povraćaja. Ako je čisti novčani tok, koji, podsetimo se, obuhvata, amortizaciju, akumulaciju i naplaćenu glavicu obaveznog dugoročnog plasmana, kvantitativno jednak u svim godinama eksploatacije investicionog projekta, onda će prosečan perioda povraćaja biti jednak stvarnom. Međutim, ako godišnji čisti novčani tok nije kvantitativno jednak u svim godinama eksploatacije investicionog projekta, onda će postojati razlika između prosečnog i stvarnog perioda povraćaja. Naravno da je samo stvarni period povraćaja tačan pa otuda njemu treba dati prednost.

Prosečan period povraćaja izračunava se na sledeći način:

Ilustracije radi, uzećemo podatke već ranije navedena dva investiciona projekta A i B. Kod oba projekta dugoročna ulaganja su 1.000.000 dinara, a godišnji čisti novčani tok i ostatak dugoročnog ulaganja vidi se iz niže navedenih podataka.

PROSEČAN PERIOD POVRAĆAJA INVESTICIONI PROJEKTI A I B			
Godina eksploatacije	Godišnji čisti novčani tok investicionog projekta		
	A	B	
1.	200.000	200.000	
2.	210.000	220.000	
3.	220.000	240.000	
4.	280.000	200.000	
5.	240.000	270.000	
	1.100.000	1.130.000	
Ukupno:			
Prosečan godišnji čisti novčani oblik =	$\frac{1.100.000}{5} = 220.000$	$\frac{1.130.000}{5} = 226.000$	
Prosečan broj godina povraćaja =	$\frac{1.000.000}{200.000} = 4,55$	$\frac{1.000.000}{226.000} = 4,42$	

¹¹⁵Detaljnije o tome vidi literaturu naznačenu u prethodnoj napomeni.

STVARNI PERIOD POVRAĆAJA INVESTICIONI PROJEKT A

Godina	Godišnji čisti novčani tok	Ostatak dugoročnog ulaganja
0.	0	1.000.000
1.	200.000	800.000
2.	210.000	590.000
3.	220.000	370.000
4.	230.000	140.000
5.	140.000 (58% od 240.000)	0

Pošto je kod investicionog projekta A u četvrtoj godini ostatak dugoročnog ulaganja 140.000, a čisti novčani tok u petoj godini 240.000, to izlazi da je za podmirenje ostatka dugoročnog ulaganja potre-

bito 58% $\left(\frac{140.000}{240.000} \cdot 100\right)$ čistog novčanog toka iz pete godine. Iz tog izlazi da je period povraćaja 4,58 godina (4 godine plus 58% pete godine).

STVARNI PERIOD POVRAĆAJA INVESTICIONI PROJEKT B

Godina	Godišnji čisti novčani tok	Ostatak dugoročnog ulaganja
0.	0	1.000.000
1.	200.000	800.000
2.	220.000	580.000
3.	240.000	340.000
4.	200.000	140.000
5.	140.000 (52% od 270.000)	0

Budući da je kod investicionog projekta B u četvrtoj godini ostatak dugoročnog ulaganja 140.000, a u petoj godini čisti novčani tok 270.000, to je za podmirenje ostatka potrebno 52% $\left(\frac{140.000}{270.000} \cdot 100\right)$ čistog novčanog toka pete godine. Otuda je period povraćaja 4,52 godine (4 godine plus 52% pete godine).

U navedenim primerima razlike između prosečnog i stvarnog perioda povraćaja su relativno male zbog toga što je godišnji čisti novčani tok u svim godinama približno jednak. U uslovima kada godišnji čisti novčani tok znatno oscilira iz godine u godinu, razlike između stvarnog i prosečnog perioda povraćaja su znatne, što opet upućuje na zaključak da prednost treba dati stvarnom periodu povraćaja jer je on jedino tačan.

Po metodi perioda povraćaja projekt je utoliko prihvatljiviji ukoliko je period povraćaja kraći. Zašto? Kraći period povraćaja brže oslobađa uložena sredstva, brže se dolazi do gotovine, što znači da se stvaraju povoljniji uslovi za održavanje likvidnosti. Otuda i postoji uverenje da ova metoda prvenstveno vodi računa o likvidnosti pri čemu rentabilnost dugoročnog ulaganja zanemaruje. Ovo uverenje je tačno ako se zanemari vek eksploatacije projekta. Ako se uporedi eksploatacioni vek i period povraćaja, onda se indirektno nameće zaključak da je projekt utoliko rentabilniji ukoliko je veći razmak između veka eksploatacije i perioda povraćaja i obrnuto. Logika ovog zaključka vrlo je jednostavna. Ako pođemo od pretpostavke da je dugoročno ulaganje izvršeno samo u osnovna sredstva, onda se u periodu povraćaja nadokna-

đuje samo amortizacija; radi se, dakle o zamišljenoj ubrzanoj amortizaciji, pri čemu je akumulacija ravna nuli, a u vremenskom rasponu od perioda povraćaja do kraja veka eksploatacije projekta ostvaruje se samo akumulacija — i ona će utoliko biti veća ukoliko je veći razmak između veka eksploatacije i perioda povraćaja. Istina je da metoda perioda povraćaja ne kvantificira rentabilnost, pa otuda i nema čvrstih dokaza koliko bi trebao da bude raspon između veka eksploatacije i perioda povraćaja da bi ponuđeni projekt bio prihvatljiv.

S druge strane, forsiranje projekta s kraćim periodom povraćaja znači smanjenje rizika ulaganja koji je uvek prisutan kod dugoročnog ulaganja. Step en rizika kod dugoročnog ulaganja srazmeran je dužini ulaganja, pa otuda brz period povraćaja, u stvari, smanjuje step en rizika.

Iako metoda perioda povraćaja favorizuje investicione projekte s kraćim vremenom povraćaja, čime se stvaraju bolji uslovi za likvidnost i smanjuje step en rizika dugoročnog ulaganja, ona se ne preporučuje kao jedini kriterij za odlučivanje o dugoročnom ulaganju zbog toga što zanemaruje merenje rentabilnosti. Ali zbog toga što daje prednost likvidnosti i smanjenju step ena rizika dugoročnog ulaganja, ona se može uspešno koristiti kao dopunski kriterij zajedno sa drugim metodama.

$$\text{Stopa bruto akumulacije} = \frac{\text{Prosečna bruto akumulacija}}{\text{Prosečna dugoročna angazovana sredstva}} \cdot 100$$

Da li je ili nije ponuđen investicioni program prihvatljiv, može se zaključiti samo ako se stopa bruto akumulacije uporedi sa cenom izvora finansiranja zbog toga što cena izvora finansiranja obuhvata i cenu sopstvenih, i cenu pozajmljenih izvora finansiranja, što znači da cena izvora finansiranja aproksimira zaradu (prinos) koja se želi ostvariti po osnovu ulaganja u investicioni projekt, a stopa bruto akumulacije upravo izražava prinos (zaradu) koji obećava investicioni projekt, naravno, na temelju planiranog finansijskog rezultata. Otuda je investicioni projekt prihvatljiv ako je stopa bru-

Kasnije ćemo videti (u odeljku o oceni likvidnosti investicionog projekta) da postoji i pouzdanija metoda ocene likvidnosti projekta.

4.4.2.2. Metoda računovodstvene stope rentabilnosti

Metoda računovodstvene stope rentabilnosti, u stvari, meri rentabilnost dugoročnog ulaganja na klasičan računovodstveni način — iz odnosa finansijskog rezultata i prosečno angažovanih sredstava. Iz ovog izlazi da je najpre potrebno definisati finansijski rezultat dugoročnog ulaganja i prosečno angazovana sredstva. Kao finansijski rezultat dugoročnog ulaganja uzima se prosečna bruto akumulacija (zbir akumulacije i kamata), pri čemu se prosek izračunava tako što se saberu godišnji iznosi bruto akumulacije koji će se ostvarivati tokom veka eksploatacije investicionog projekta i taj zbir podeli brojem godina eksploatacije. Godišnji iznos akumulacije može se utvrditi i iz godišnjeg čvrstog novčanog toka na taj način što se od čistog novčanog toka odbije amortizacija i naplaćena glavnica obaveznog dugoročnog plasmana. Prosečna dugoročno angazovana sredstva utvrđuju se tako što se saberu ukupna dugoročna ulaganja na završetku ulaganja i rezidualna vrednost i taj zbir podeli sa 2. Saglasno tome, imamo:

to akumulacije jednaka ili veća od cene izvora finansiranja.

Uzmimo, primera radi, najpre investicioni projekt A. Kod ovog projekta zbir petogodišnjeg čistog novčanog toka iznosi 1.100.000 dinara u okviru čega je zbir amortizacije 600.000 dinara (jer je ulaganje u osnovna sredstva 600.000 dinara i na kraju pete godine nemaju rezidualnu vrednost) zbir glavnice obaveznog dugoročnog plasmana 100.000 dinara (jer je ulaganje u obavezni dugoročni plasman 100.000 dinara čiji je rok otplate pet godina), što znači da je zbir petogodišnje akumulacije

400.000 dinara (1.100.000 — 700.000) a prosek je 80.000 dinara (400.000:5). Zbir petogodišnje kamate je 150.000 dinara, a prosek 30.000 dinara (150.000:5). Prosečna bruto akumulacija je 110.000 dinara (80.000 + 30.000). Ukupna dugoročna ulaganja na završetku ulaganja iznose 1.000.000 dinara a rezidualna vrednost na kraju pete godine je 300.000 dinara, iz čega sledi da su prosečno dugoročno angažovana sredstva 650.000 din. $= \left(\frac{1.000.000 + 300.000}{2} \right)$.

Iz ovih podataka sledi:

$$\text{Stopa bruto akumulacije} = \frac{110.000}{650.000} \cdot 100 = 16,9231\%.$$

Podsetimo se da je prosečna ponderisana cena izvora finansiranja 13% (cena sopstvenih izvora je 16%, a pošto se projekt finansira sa 50% iz sopstvenih izvora, na prosečnu cenu otpada $16 \times 0,5 = 8\%$, dok je cena pozajmljenih izvora 10%, što znači da na prosečnu cenu otpada $10 \times 0,5 = 5\%$, te je otuda prosečna ponderisana cena $13\% = 8\% + 5\%$), što znači da je ovaj projekt po kriterijumu metode računovodstvene stope prinosa prihvatljiv budući da je stopa bruto akumulacije viša od cene izvora finansiranja. Sada se može izvesti i analiza ostvarenja finansijskog rezultata iz finansiranja. Za tu analizu, pored stope bruto akumulacije i stope kamata, koja u našem slučaju iznosi 10%, potrebni su još podaci o prosečnom dugoročnom angažovanju sopstvenih i pozajmljenih sredstava. Pošto je dugoročni kredit na pet godina uz pretpostavku da 1/5 otplate dospeva krajem svake godine u toku eksploatacije projekta, to izlazi da će se kredit u prvoj godini eksploatacije koristiti u iznosu od 500.000 a u poslednjoj godini koristiće se u iznosu od 100.000 dinara. Prosečno pozajmljena sredstva u toku pet godina iznose 300.000 dinara $\left(\frac{500.000 + 100.000}{2} \right)$, iz čega sledi da su prosečno korišćena sopstvena sredstva 350.000 dinara (650.000 — 300.000). Prosečna akumulacija ostvarena po osnovu

sopstvenih sredstava dobije se kada se prosečno korišćena sopstvena sredstva pomaže stopom bruto akumulacije, a prosečna akumulacija po osnovu pozajmljenih sredstava dobije se kada se prosečno korišćena pozajmljena sredstva pomnože razlikom između stope bruto akumulacije i stope kamate. Prema tome, u našem primeru, akumulacija je ostvarena:

	dinara
1. Po osnovu sopstvenih sredstava $350.000 \times 0,169231 =$	59.230
2. Po osnovu pozajmljenih sredstava $300.000 \times (0,169231 - 0,10) =$	20.770
3. Ukupna akumulacija (1 + 2)	80.000

Budući da je kamatna stopa za pozajmljena sredstva manja od stope bruto akumulacije, ovaj projekt obećava ostvarenje akumulacije i na pozajmljena sredstva, pozitivan finansijski leveridž. Iz ovog sledi još jedan zaključak: projekt je prihvatljiv uz uslov ne samo da je stopa bruto akumulacije jednaka ili veća od ponderisane cene izvora finansiranja već i da je cena pozajmljenih izvora finansiranja manja ili barem jednaka stopi bruto akumulacije, pri čemu se pod cenom pozajmljenih izvora ne misli na njen ponderisani deo koji ulazi u prosečnu cenu već na njen apsolutni procentualni iznos; u našem primeru to nije 5% već 10%. Podsetimo se još jednom: ako je cena pozajmljenih sredstava veća od stope bruto akumulacije, finansijski leveridž je negativan; ako je manja od stope bruto akumulacije, finansijski leveridž je pozitivan, a ako je jednaka stopi bruto akumulacije, finansijski leveridž je neutralan.

Uzmimo sada ranije navedeni investicioni projekt B. I za ovaj projekat B prosečna akumulacija 86.000 dinara, prosečna kamata 30.000 dinara, prosečna bruto akumulacija 116.000 dinara (86.000 + 30.000), prosečna dugoročna angažovana sredstva 650.000 dinara, prosečna pozajmljena sredstva 300.000 dinara i prosečna sopstvena sredstva 350.000 dinara (650.000 — 300.000). Iz ovih podataka sledi:

$$\text{Stopa bruto akumulacije} = \frac{116.000}{650.000} \cdot 100 = 17,8462\%$$

i da je finansijski rezultat iz finansiranja, odnosno akumulacija ostvarena:

1. Po osnovu sopstvenih sredstava	=	62.462
350.000 x 0,178462		
2. Po osnovu pozajmljenih sredstava	=	23.538
300.000 x (0,178462-0,10)		
3. Ukupno akumulacija (1 + 2)		86.000

Na osnovu ovih podataka, budući da je prosečna cena izvora finansiranja 13% (sopstveni 16% x 0,50 = 8% plus pozajmljenih 10% x 0,50 = 5% = 13%), možemo izvesti zaključak da je po kriteriju računovodstvene

stope prinosa investicioni projekt B prihvatljiv (rentabilan) jer je stopa bruto akumulacije veća od prosečne cene izvora finansiranja a cena pozajmljenih izvora je manja od stope bruto akumulacije, što znači da će se ostvariti pozitivan finansijski rezultat iz finansiranja, tj., finansijski leveridž biće pozitivan.

Ako bi investicioni projekti A i B bili alternativni, investicioni projekt B je prihvatljiviji jer obećava veću stopu bruto akumulacije, bolji finansijski rezultat iz finansiranja i, naravno, veću ukupnu akumulaciju.

*

*

*

Pristalice metode računovodstvene stope prinosa smatraju da je ona pogodna zbog toga što je lako shvatljiva čak i ljudima kojima računovodstvo nije struka i što se tokom realizacije, odnosno eksploatacije investicioog projekta može na isti način kontrolisati ostvarena rentabilnost. U realnom životu, međutim, kontrola ostvarene rentabilnosti za svaki investicioni projekt dosta je složen iz više razloga. Prvo, računovodstvo ne obuhvata relevantne podatke za utvrđivanje ostvarene rentabilnosti po projektima već za preduzeće kao celinu. Iz ovog sledi da bi se kontrola mogla ostvariti samo kada se projekt odnosi na novoosnovano preduzeće. Drugo, kod projekta rentabilnost se računa samo na bazi dugoročno uložених sredstava i pri tome se pri izračunavanju prosečno angažovanih sredstava uzima u obzir postepeno smanjenje dugoročno uložених sredstava pri čemu se to smanjenje putem pretvaranja u gotovinu (amortizacija i naplata obaveznog plasmana) ne uzima u obzir kao angažovana sredstva u gotovinu ili u nekom drugom obliku. Pri utvrđivanju rentabilnosti na bazi računovodstvenih podataka uzimaju se u obzir

sva angažovana sredstva dugoročno i kratkoročno. Treće, pri utvrđivanju rentabilnosti po investicionom projektu ne uzimaju se u obzir sredstva koja će biti kratkoročno angažovana, koja, po pravilu, potiču iz autonomnih izvora i kratkoročno pozajmljenih oročenih izvora koji se neminovno javljaju kod privrednih subjekata sezone delatnosti. Iz ovog sledi da pri kontroli ostvarenja rentabilnosti investicionog projekta trebalo isključiti sredstva koja su kratkoročno angažovana bez obzira odakuda ona potiču — da li iz mobilizacije dugoročnih ulaganja ili iz autonomnih i kratkoročno oročenih izvora. Četvrto, tokom realizacije investicionog projekta prosečna stopa rentabilnosti se ne ostvaruje u toku svake godine eksploatacije zbog toga što se iz godinu u godinu smanjuju dugoročno angažovana sredstva po osnovu amortizacije i naplate obaveznog kredita dok finansijski rezultat (bruto akumulacija), iz godine u godinu, po pravilu, variraju. Ilustracije radi pogledajmo dinamiku ostvarivanja rentabilnosti naših investicionih projekata (vidi tabelu na narednoj strani).

Oba primera pokazuju da obe stope — stopa bruto akumulacije i stopa akumulacije

Investicioni projekt A

Proračun akumulacije	Godina					
	1.	2.	3.	4.	5.	prosek
1. Godišnji novčani tok	200.000	210.000	220.000	230.000	240.000	
2. Godišnja amortizacija	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	
3. Godišnja glavnica obaveznog kredita	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	
4. Akumulacija 1 - (2+3)	60.000	70.000	80.000	90.000	100.000	80.000
5. Godišnja kamata	50.000	40.000	30.000	20.000	10.000	30.000
6. Bruto akumulacija (4+5)	100.000	110.000	110.000	110.000	110.000	110.000
Proračun prosečno angažovanih sredstava						
7. Prosečna ulaganja u osnovna sredstva	540.000	420.000	300.000	180.000	60.000	300.000
8. Prosečna ulaganja u stalna obrtna sredstva	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
9. Prosečna ulaganja u obavezni dugoročni plasman	90.000	70.000	50.000	30.000	10.000	50.000
10. Svega prosečna dugoročno uložena sredstva (7 do 9)	930.000	790.000	650.000	510.000	370.000	650.000
Proračun prosečnih izvora						
11. Pozajmljeni izvori finansiranja (neotplaćeni deo)	500.000	400.000	300.000	200.000	100.000	300.000
12. Sopstveni izvori finansiranja (10-11)	430.000	390.000	350.000	310.000	270.000	350.000
13. Svega izvori finansiranja (11+12)	930.000	790.000	650.000	510.000	370.000	650.000
14. Stopa bruto akumulacije na angažovana sredstva $\left(\frac{6}{10} \cdot 100\right)$	11,83%	13,92%	16,92%	21,57%	29,3%	16,92%
15. Stopa akumulacije na sopstvene izvore finansiranja $\left(\frac{4}{12} \cdot 100\right)$	13,95%	17,95%	22,80%	29,03%	37,04%	22,86%
16. Stopa kamate na pozajmljene izvore finansiranja $\left(\frac{5}{11} \cdot 100\right)$	10%	10%	10%	10%	10%	10%

Investicioni projekt B

Proračun akumulacije	Godina					
	1.	2.	3.	4.	5.	prosek
1. Godišnji novčani tok	200.000	220.000	240.000	200.000	270.000	
2. Godišnja amortizacija	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	
3. Godišnja glavnica obaveznog kredita	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	
4. Akumulacija 1 - (2+3)	60.000	80.000	100.000	60.000	130.000	86.000
5. Godišnja kamata	50.000	40.000	30.000	20.000	10.000	30.000
6. Bruto akumulacija (4+5)	100.000	120.000	130.000	80.000	230.000	116.000
Proračun prosečno angažovanih sredstava						
7. Prosečna ulaganja u osnovna sredstva	540.000	420.000	300.000	180.000	60.000	300.000
8. Prosečna ulaganja u stalna obrtna sredstva	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
9. Prosečna ulaganja u obavezni dugoročni plasman	90.000	70.000	50.000	30.000	10.000	50.000
10. Svega prosečna dugoročno uložena sredstva (7 do 9)	930.000	790.000	650.000	510.000	370.000	650.000
Proračun prosečnih izvora						
11. Pozajmljeni izvori finansiranja (neotplaćeni deo)	500.000	400.000	300.000	200.000	100.000	300.000
12. Sopstveni izvori finansiranja (10-11)	430.000	390.000	350.000	310.000	270.000	350.000
13. Svega izvori finansiranja (11+12)	930.000	790.000	650.000	510.000	370.000	650.000
14. Stopa bruto akumulacije na angažovana sredstva $\left(\frac{6}{10} \cdot 100\right)$	11,83%	15,19%	20,00%	15,69%	62,16%	17,85%
15. Stopa akumulacije na sopstvene izvore finansiranja $\left(\frac{4}{12} \cdot 100\right)$	13,95%	20,51%	28,57%	19,35%	48,15%	24,57%
16. Stopa kamate na pozajmljene izvore finansiranja $\left(\frac{5}{11} \cdot 100\right)$	10%	10%	10%	10%	10%	10%

na sopstvena sredstva — po godinama znatno variraju osim, naravno, kamatne stope koja je fiksna. Da li bi bila moguća kontrola ostvarivanja rentabilnosti projekta na bazi ovako dinamički utvrđene rentabilnosti po godinama eksploatacije odnosno realizacije? U načelu, to bi bilo moguće ako bi se projekt realizovao iz godine u godinu striktno onako kako je predviđeno, ali je ta pretpostavka teško ostvarljiva. Izlaz bi bio u tome što bi se kontrola vršila ne po godinama nego kumulativno za proteklo razdoblje eksploatacije projekta. U našem primeru to bi bilo prvo za jednu, potom za dve, potom za tri godine itd. ali bi onda i proračuni rentabilnosti na bazi projektnih podataka takođe morali biti kumulativni.

4.5. Ocena likvidnosti investicionog projekta

Prihvatljivost investicionog projekta ne zavisi samo od rentabilnosti već i od likvidnosti. Otuda je nužno kvantitativno utvrditi da li će se u toku veka eksploatacije investicionog projekta održati likvidnost. Bitan uslov da se ostvari likvidnost investicionog projekta tokom veka njegove eksploatacije jeste da su dugoročna ulaganja tačno kvantificirana, da dugoročna ulaganja ne prekorače kvantificirani iznos i da se ukupna dugoročna ulaganja finansiraju iz dugoročnih izvora (sopstvenih i pozajmljenih). U oblasti kvantifikacije dugoročnih ulaganja naročiti problem predstavljaju trajna obrtna sredstva, jer obim trajnih obrtnih sredstava zavisi od nabavnih cena, odnosno od cene koštanja, broja dana vezivanja i stepena iskorišćenja kapaciteta. Zbog toga je nužno te elemente ne samo realno proceniti pri izradi investicionog projekta nego i tokom eksploatacije investicionog projekta stalno ulagati napore da se pomenuti elementi kvantifikacije trajnih obrtnih sredstava održavaju barem na kvantificiranom nivou, a poželjno je, dakako, da nabavna cena, odnosno cena koštanja bude niža i da broj dana vezivanja bude manji, što se postiže finansij-

skom strategijom i taktikom, o čemu će biti reči u narednoj glavi ove knjige.

Već smo rekli da predviđena dugoročna ulaganja moraju u celini biti finansirana iz dugoročnog kapitala, tačnije, iz sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala, jer to zahteva načelo finansijske stabilnosti, odnosno dugoročna finansijska ravnoteža, kojom se u oblasti dugoročnog finansiranja stvaraju uslovi za održavanje likvidnosti. Uz to, za održavanje likvidnosti tokom eksploatacije investicionog projekta bitno je da učešće sopstvenog kapitala u strukturi izvora finansiranja bude što veće i da rokovi otplate dugoročno pozajmljenog kapitala budu što duži. Postojeće preduzeće, međutim, ne može proizvoljno kvantitativno odrediti visinu sopstvenog kapitala koga će uložiti u investicioni projekt. Naprotiv, na osnovu bilansa stanja raspoloživi sopstveni kapital za ulaganje u investicioni projekt mora se tačno utvrditi. Najviši iznos sopstvenog kapitala koji preduzeće može uložiti u investicioni projekt a da ne ugrozi održavanje likvidnosti u području dugoročnog finansiranja jeste razlika između obrtnog fonda i stalnih zaliha. Naravno, s aspekta stvaranja sigurnosti održavanja likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja poželjno je da sopstveni kapital za ulaganje u investicioni projekt bude i niži od razlike između obrtnog fonda i stalnih zaliha. Ako postojeće preduzeće nema sopstvenog kapitala ili ga nema dovoljno za ulaganje u novi investicioni projekt, može ga obezbediti emisijom nove serije deonica uz uslov da ih može prodati ili putem trajnog uloga trećih lica uz uslov da ulagač, naravno, ima interes za ulaganje.

Sama ocena likvidnosti investicionog projekta polazi od čistog novčanog toka kvantificiranog po godinama eksploatacije. Da bi investicioni projekt bio likvidan, čisti novčani tok mora da bude veći od zbira dospele glavnice za vraćanje dugoročno pozajmljenog kapitala, dividende deoničara i naknade za ulog trećih

trećih lica. Kvantifikacija dospele glavnice dugoročno pozajmljenog kapitala vrši se uz pomoć plana otplate, koji se inače radi zbog kvantifikacije kamate. Kvantifikacija dividende po preferencijalnim deonicama vrši se množenjem kapitala preferencijalnih deoničara fiksnom stopom dividende. Kvantifikacija dividende po običnim deonicama vrši se množenjem kapitala običnih deoničara očekivanom stopom dividende. Kvantifikacija naknade za uloge trećih lica vrši se množenjem uloga fiksnom stopom naknada ako je ona ugovorena, odnosno očekivanom

stopom naknada ako fiksna stopa naknada nije ugovorena.

Saglasno prethodnom, ocena likvidnosti investicionog projekta — ilustrovano podacima investicionih projekata A i B iz prethodnog odeljka koji se finansiraju iz sopstvenog kapitala (bez deoničarskog kapitala i uloga trećih lica) i dugoročno pozajmljenog kapitala, čija glavnica za isplatu dospeva svake godine u iznosu od 100.000 dinara (što znači da je primenjen metod nejednakih anuiteta) — izgleda ovako:

Investicioni projekt A		Godina				
		1.	2.	3.	4.	5.
1. Čisti novčani tok		200.000	210.000	220.000	230.000	240.000
2. Isplate na teret čistog novčanog toka (2.1. do 2.3.)		100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2.1. Glavnica dugoročno pozajmljenog kapitala		100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2.2. Dividenda						
2.3. Naknada za ulog trećih lica						
3. Ostatak gotovine iz čistog novčanog toka (1-2)		100.000	110.000	120.000	130.000	140.000

Investicioni projekt B		Godina				
		1.	2.	3.	4.	5.
1. Čisti novčani tok		200.000	200.000	240.000	200.000	270.000
2. Isplate na teret čistog novčanog toka (2.1. do 2.3.)		100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2.1. Glavnica dugoročno pozajmljenog kapitala		100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2.2. Dividenda						
2.3. Naknada za ulog trećih lica						
3. Ostatak gotovine iz čistog novčanog toka (1-2)		100.000	100.000	140.000	100.000	170.000

Prethodni podaci pokazuju da je kod oba projekta u svim godinama eksploatacije čisti novčani tok veći od isplata koje ga terete, što znači da je ostatak gotovine iz čistog novčanog toka pozitivan, pa su otuda projekti likvidni. U običnom životu može se dogoditi da u jednoj godini ostatak gotovine iz čistog novčanog toka bude pozitivan a u drugoj negativan, što znači da u toj drugoj godini projekt nije likvidan. U takvim okolnostima, da bi se ocenilo da li je projekt likvidan, vrši se kumuliranje ostatka gotovine iz čistog novčanog toka i ako je za čitav

vek eksploatacije projekta zbir ostatka gotovine iz čistog novčanog toka pozitivan, smatra se da je projekt likvidan. Obrnuto, ako bi zbir ostatka gotovine iz čistog novčanog toka bio negativan, projekt nije nelikvidan. Uprkos tome, u godini u kojoj je ostatak gotovine iz čistog novčanog toka negativan, sasvim je izvesno da će biti teškoća sa održavanjem likvidnosti, ali se ipak i takav projekt pod rečenim uslovom prihvata kao likvidan računajući da će se finansijskom strategijom i taktikom sredstava, izvora finansiranja i raspodele neto dobitka uspeti održati likvidnost.

V. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA

Finansijsku strategiju shvatamo kao veštinu upotrebe sredstava, korišćenja izvora finansiranja i raspodele finansijskog rezultata radi postizanja cilja finansijske politike — finansijske snage koja podrazumeva (podsetimo se još jednom) trajnu sposobnost plaćanja, trajnu sposobnost finansiranja, trajnu sposobnost investiranja, trajnu sposobnost povećanja imovine vlasnika i trajnu sposobnost zadovoljavanja interesa učesnika u preduzeću. Sredstva i izvore finansiranja možemo podeliti u više segmenata, pri čemu svaki segment ima posebne karakteristike u smislu dejstva na finansijsku snagu. Otuda ne možemo govoriti o finansijskoj strategiji ukupnih sredstava i ukupnih izvora finansiranja već o finansijskoj strategiji određenih delova, segmenata sredstava i izvora finansiranja, pri čemu u okviru svakog tog segmenta sredstva, odnosno izvori finansiranja imaju isto ili barem slično dejstvo na finansijsku snagu. Tako možemo govoriti o finansijskoj strategiji: osnovnih sredstava, dugoročnih finansijskih plasmana, zaliha, kratkoročnih finansijskih plasmana, potraživanja iz komercijalnih odnosa, gotovine, sopstvenog kapitala, dugoročnih rezervisanja, dugoročnih obaveza, kratkoročnih finansijskih obaveza i obaveza iz komercijalnih odnosa. Finansijska strategija, kao veština upotrebe sredstava i korišćenja izvora finansiranja, u okviru svakog segmenta sredstava i izvora finansiranja definiše šta se želi postići u tom segmentu, a to što se želi postići, dakako, mora doprinositi finansijskoj snazi, mora pozitivno delovati na finansijsku snagu. Saglasno tome, finansijska strategija definiše ciljeve segmenata sredstava i izvora

finansiranja, koji su u stvari podciljevi finansijske snage, a veština se ogleda u tome da podciljevi budu realni, s jedne, i da ne budu u suprotnosti sa finansijskom snagom kao osnovnim ciljem, s druge strane. Tako će ostvarenje podcilja (cilja segmenta sredstva ili izvora finansiranja) dovesti do ostvarenja i osnovnog cilja — finansijske snage, delovaće pozitivno na finansijsku snagu.

Treba imati u vidu da finansijska strategija pojedinih segmenata sredstava i izvora finansiranja ne može da bude nepromenljiva, što znači da jednom definisani podciljevi segmenata vrede za sva vremena. Naprotiv, finansijska strategija se prilagođava stvarnoj situaciji koja se tokom vremena menja bilo pod uticajem spoljnih, bilo pod uticajem unutrašnjih faktora. Tako, primera radi, ne mogu da budu isti podciljevi dugoročnih finansijskih plasmana u uslovima stabilne novčane jedinice i u uslovima inflacije. Ili, ne mogu da budu isti podciljevi segmenta potraživanja iz komercijalnih odnosa u uslovima nekurentnosti i uslovima kurentnosti proizvoda na tržištu. I upravo u tome i jeste veština finansijske strategije da realno oceni konkretne uslove i da saglasno tome definiše podcilj segmenta koji će biti realan a uz to maksimalno doprinositi finansijskoj snazi.

Taktika je, u stvari, postupak (ili metod) koji se primenjuje u oblasti svakog segmenta sredstava i izvora finansiranja, koji vodi ostvarenju podcilja segmenta. Iz ovog sledi da nije dovoljno definisati podciljeve već je potrebno odabrati takvu taktiku koja će dovesti do njihovog ostvarenja. Tako, primera radi, u uslovima inflacije nužno je izbeći ili

barem smanjiti inflatorne gubitke, što treba da bude podcilj segmenata sredstava u obliku potraživanja i gotovine, ali to nije ostvarljivo ako se ne znaju postupci (ili metode) kojima se to ostvaruje. Dakle, za svaki podcilj segmenta sredstava i izvora finansiranja unapred mora da bude izabran postupak, a to je, u stvari, taktika ostvarenja tog podcilja.

Na kraju, makar koliko da je uspešna finansijska strategija i taktika svih segmenata sredstava i izvora finansiranja, ipak nije moguće ostvariti osnovni cilj — finansijsku snagu — ako raspodela finansijskog rezultata — neto dobitka — nije u skladu sa ostvarenjem toga osnovnog cilja. Otuda je i ovde nužna finansijska strategija i taktika. Finansijska strategija treba da definiše šta se želi ostvariti u oblasti neto dobitka radi ostvarenja osnovnog cilja — finansijske snage, što znači da mora definisati podciljeve raspodele neto dobitka, a taktika treba da izabere postupke čijom primenom će se ostvariti podciljevi. Na taj način obuhvaćeno je sve ono što deluje na finansijsku snagu — upotreba sredstava, korišćenje izvora finansiranja i raspodela finansijskog rezultata.

1. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA OSNOVNIH SREDSTAVA

Osnovna sredstva, poznato je, determinišu kapacitet i predstavljaju dugoročni oblik ulaganja sredstava. I jedno i drugo mogu u datim okolnostima delovati nepovoljno na finansijsku snagu. Kapacitet može da bude ograničavajući faktor uvećanja imovine, ostvarenja neto dobitka, ako je u odnosu na troškove nisko projektovan ili ako se u eksploataciji ostvaruje niži stepen iskorišćenja od optimalnog.¹¹⁶ Dugoročno uložena sred-

stva su sama po sebi nelikvidna, što negativno deluje na likvidnost i finansiranje, a uz to srazmerno vremenu ulaganja povećava se rizik u smislu mobilizacije uložених sredstava, pri čemu se u uslovima inflacije pridružuje i rizik gubitka supstance uložених sredstava. Da bi osnovna sredstva doprinela ostvarenju finansijske snage, finansijska strategija i taktika osnovnih sredstava treba da teže da se ostvari:

- stepen iskorišćavanja kapaciteta koji udaljuje od donje tačke rentabilnosti,
- ubrzana mobilizacija uložених sredstava i
- očuvanje supstance uložених sredstava u uslovima inflacije.

1.1. Udaljavanje stepena iskorišćenja kapaciteta od donje tačke rentabilnosti

Osnovni uslovi za udaljavanje stepena iskorišćenja kapaciteta od donje tačke rentabilnosti (od tačke u kojoj se marža pokrića kao razlika između prihoda od prodaje i varijabilnih troškova odnosno rashoda izjednačuje sa fiksnim troškovima odnosno rashodima)¹¹⁷ stvaraju se u momentu projektovanja kapaciteta, ulaganja u osnovna sredstva i načinom finansiranja osnovnih sredstava. O ovom potonjem će biti reči u poglavlju o finansijskoj strategiji i taktici sopstvenog kapitala. Kapacitet treba da bude projektovan tako da je moguće pri realno očekivanoj tražnji ostvariti obim proizvodnje koji će biti što veći od onog obima proizvodnje koji, kada se realizuje, obezbeđuje donju tačku rentabilnosti. Obim proizvodnje pri kome se ostvaruje donja tačka rentabilnosti determinisan je troškovima (fiksnim i varijabilnim), s jedne, i prodajnom cenom, s druge strane. To jasno proizlazi iz formule

116 O optimalnom iskorišćenju kapaciteta vidi: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, „Ekonomika“, Novi Beograd, 1990, str. 207.

117 Vidi o tome poglavlje: *Planski bilans uspeha* u ovoj knjizi.

za utvrđivanje obima proizvodnje za ostvarenje donje tačke rentabilnosti:

$$\frac{F_{tu}}{P_c - V_t} = \text{obim proizvodnje za ostvarenje donje tačke rentabilnosti}$$

gde je:

F_{tu} = ukupni fiksni troškovi (troškovi perioda),

P_c = neto prodajna cena gotovog proizvoda i

V_t = varijabilni troškovi po jedinici gotovog proizvoda.

Ako se pođe od realne pretpostavke da je prodajna cena objektivno data, jer je određena ponudom i tražnjom na tržištu, i da su varijabilni troškovi takođe objektivno dati, jer su rezultat objektivnih normativa utroška i nabavnih cena koje vladaju na nabavnom tržištu, onda ostaje da obim proizvodnje pri kome se ostvaruje donja tačka rentabilnosti zavisi od veličine fiksnih troškova (rashoda perioda) a oni upravo zavise od obima ulaganja u osnovna sredstva i od načina njihovog finansiranja, koje ćemo, kako smo već rekli, nešto kasnije razmatrati. Iz ovoga bi se mogao izvesti zaključak: što veći fiksni troškovi, to veći obim proizvodnje za ostvarenje donje tačke rentabilnosti i obrnuto. To je zaista tačno, ali još jednom moramo upozoriti na prodajnu cenu. Prodajnu cenu, po pravilu, na tržištu diktiraju najveći proizvođači datog proizvoda. Prema tome, ako je projektovani kapacitet ispod najvećih proizvođača, lako se može dogoditi da će u eksploataciji kapaciteta najveći proizvođači oboriti prodajnu cenu a to će dovesti do toga da je sada potreban veći obim proizvodnje za ostvarenje donje tačke rentabilnosti, što znači da se obim proizvodnje neophodan za donju tačku rentabilnosti približuje, izjedna-

čuje ili čak prevazilazi obim proizvodnje koji se ostvaruje pri optimalnom kapacitetu. Otuda pri projektovanju kapaciteta ne smeju se uzeti u obzir samo fiksni troškovi već i kapacitet konkurencije, naročito kapacitet najvećih proizvođača.¹¹⁸

Pri datoj tržišnoj ceni gotovog proizvoda i datim varijabilnim troškovima po jedinici proizvoda razmak između obima proizvodnje koji se ostvaruje pri optimalnom korišćenju kapaciteta i obima proizvodnje koji je potreban za ostvarenje donje tačke rentabilnosti (tj. za ostvarenje neutralnog finansijskog rezultata) zavisi od fiksnih troškova, pri čemu najveći deo tih fiksnih troškova potiče od ulaganja u osnovna sredstva u vidu amortizacije. Znači, sa stanovišta troškova taj razmak između pomenuta dva obima proizvodnje može se jedino povećati smanjenjem ulaganja u sama osnovna sredstva, tj. ostvarenjem ekonomičnosti ulaganja u osnovna sredstva. Smanjenje ulaganja u osnovna sredstva može se postići putem:

- skraćivanja ciklusa ulaganja i
- favorizovanja ulaganja u osnovna sredstva koja direktno učestvuju u procesu proizvodnje proizvoda nove upotrebne vrednosti na štetu ulaganja u osnovna sredstva koja stvaraju uslove za proizvodnju proizvoda nove upotrebne vrednosti.

Skraćenje ciklusa ulaganja. Što je ciklus ulaganja u osnovna sredstva duži, odnosno, što je protok vremena od momenta početka pribavljanja osnovnih sredstava do momenta njihovog osposobljavanja za proces proizvodnje i uključivanje u proces reprodukcije duži, to će ukupna ulaganja u osnovna sredstva biti veća i obrnuto. Ulaganja u osnovna sredstva povećavaju se u srazmeri sa trajanjem ciklusa ulaganja po više osnova. Ako

¹¹⁸ Primera radi, pomenimo da je u Jugoslaviji pri izgradnji fabrika celuloze upravo zanemaren kapacitet krupnih svetskih proizvođača tako da su pojedinačni jugoslovenski kapaciteti znatno ispod krupnih svetskih proizvođača, što je jugoslovenskim fabrikama otežalo izlazak na svetsko tržište.

se osnovna sredstva finansiraju iz pozajmljenog kapitala, tačnije kredita, jasno je da će interkalarna kamata biti u apsolutnom iznosu utoliko veća što je ciklus ulaganja, a time i period u kome se obračunava interkalarna kamata, duži. Osim toga, i troškovi osnivačkog ulaganja povećavaju se srazmerno trajanju ciklusu ulaganja iz prostog razloga — što ovi troškovi, takoreći, nastaju svakodnevno neovisno od intenziteta ulaganja u osnovna sredstva, tačnije, neovisno od intenziteta pribavljanja osnovnih sredstava. Najzad, u uslovima inflacije cene rastu, što dovodi do povećanja ulaganja u osnovna sredstva u vrednosnom izrazu, pri čemu je to povećanje pri datoj stopi porasta cena utoliko veće ukoliko je duži ciklus ulaganja. Iz ovog jasno izlazi da se svi ovi troškovi ulaganja u osnovna sredstva mogu smanjiti, ako ne i potpuno izbeći, samo ako se skрати ciklus ulaganja. Skraćenje ciklusa ulaganja, pak, moguće je ostvariti:

- ako su pripreme za ulaganja u tehničkom, komercijalnom, finansijskom i pravnom pogledu potpuno izvršene pre samog ulaganja,
- ako postoji sinhronizacija svih poslova u vezi sa ulaganjem;
- ako su sa izvođačem ulaganja ugovoreni fiksni rokovi za završetak pojedinih faza ulaganja i
- ako su ugovorene fiksne cene.

Potpuno izvršenje priprema u tehničkom smislu podrazumeva da su predviđeni svi tehnički detalji u pogledu izgradnje i montaže, odnosno osposobljavanja osnovnih sredstava za upotrebu, kao i da su predviđeni svi tehničko-tehnološki detalji same eksploatacije, odnosno proizvodnje proizvoda nove upotrebne vrednosti uz korišćenje novih osnovnih sredstava. Potpuno izvršenje priprema u komercijalnom smislu podrazumeva da su dobavljači, odnosno izvođači radova poznati, da su poznati njihovi uslovi (cene, eventualni popusti, rokovi isporuke), da su poznati transportni uslovi pribavljanja i da su poznate mogućnosti plasmana proizvoda nove upotrebne vrednosti. Potpuno izvrše-

nje priprema u finansijskom smislu podrazumeva da se unapred zna ukupan obim ulaganja, da je poznata dinamika ulaganja (faze ulaganja) i da su u potpunosti obezbeđeni sigurni izvori finansiranja koji moraju da odgovaraju, da budu jednaki ulaganjima i po ukupnom obimu i po dinamici ulaganja. Potpuno izvršenje pripreme u pravnom smislu podrazumeva da se pre otpočinjanja ulaganja reše svi imovinsko-pravni odnosi s pravnim i fizičkim licima i da su pribavljene sve propisane pismene saglasnosti urbanističkih, komunalnih i drugih službi.

Sinhronizacija izvršenja svih poslova u vezi sa ulaganjem treba da eliminiše zastoje u toku samog ulaganja, do kojih neminovno dolazi ako redosled i vreme izvršenja jednog posla nije usklađeno sa redosledom i vremenom izvršenja drugog posla. Ovaj problem se najuspešnije rešava mrežnim planom.

Ugovaranje fiksnih rokova za izvršenje pojedinih faza ulaganja omogućava da se stalno drži pod kontrolom završetak ukupnog ulaganja, što primorava izvođača da svaku fazu ulaganja izvrši o roku, jer u protivnom slede penali, a investitoru daje mogućnost da u toku ulaganja nesolidnog izvođača zameni drugim za naredne faze. Taj postupak jedino može obezbediti završetak ukupnog ulaganja o roku i time smanjiti sama ulaganja. Ugovaranje samo krajnjeg roka ukupnog ulaganja nije preporučljivo jer se u takvim okolnostima ne može vršiti kontrola dinamike ulaganja niti se izvođač može primorati na ugovoreni završetak ukupnih ulaganja, kao što je slučaj sa fiksnim rokovima po fazama ulaganja. Tada izvođaču uvek pretila opasnost ne samo od penala za produženje pojedinih faza nego i od gubitka posla u narednim fazama, što ga objektivno primorava da ulaže velike napore da održi rok svake faze. Isto tako, i fiksne cene u uslovima inflacije sprečavaju povećanja ulaganja a istovremeno primoravaju izvođača ne samo da okonča radove o roku već i da ih skрати, jer njegove nabavne

cene rastu a prodajne ne rastu, one su fiksne, što znači da se produžetkom izvođenja radova sve više smanjuje finansijski rezultat. Istini za volju, u uslovima visoke stope inflacije i dugih rokova ulaganja (odnosno izgradnje) izvođač će teško prihvatiti fiksne cene za ukupna ulaganja. U ovakvim okolnostima fiksne cene mogu se utvrđivati (ugovarati) etapno za svaku fazu ulaganja, odnosno izgradnje, pri čemu se etapna fiksna cena utvrđuje neposredno pre otpočinjanja naredne faze ulaganja, tj. kada je sasvim izvesna trenutno vladajuća nabavna cena, odnosno stopa inflacije i rok trajanja ulaganja u narednu fazu.¹¹⁹

Favorizovanje ulaganja u osnovna sredstva koja direktno učestvuju u procesu proizvodnje na štetu osnovnih sredstava koja stvaraju uslove za obavljanje procesa proizvodnje. Ovde se zapravo radi o tome da se ulaganja u osnovna sredstva koja se direktno ne koriste u proizvodnji proizvoda nove upotrebne vrednosti svedu na najmanju moguću meru. To su, po pravilu, građevinski objekti (proizvodne hale, skladišta, poslovne prostorije) i kancelarijski inventar. To se može postići adaptacijom postojećih (starih) građevinskih objekata ili izgradnjom novih ali bez luksuza, pri čemu je luksuz svako ulaganje koje prevazilazi nivo koji je nužan za stvaranje neophodnih, minimalnih uslova za proizvodnju. To isto vredi i za kancelarijski inventar. Osim toga, posebnu pažnju treba posvetiti osnivačkim ulaganjima, odnosno troškovima osnivanja. Nije retko da se o

ovim troškovima nedovoljno vodi računa, da izmiču kontroli i da se na njihov račun „tovare“ troškovi kao da oni nikada neće postati rashodi.¹²⁰ Jedini način da se spreče prekomerni troškovi osnivanja jeste da se oni planiraju (budžetiraju) i da se na taj način stalno drže pod kontrolom.

Smanjenje ulaganja u osnovna sredstva koja se neposredno ne koriste za proizvodnju proizvoda nove upotrebne vrednosti i u osnivačke troškove dovešće do pomeranja strukture ulaganja u osnovna sredstva u korist osnovnih sredstava koja se neposredno koriste za proizvodnju proizvoda nove upotrebne vrednosti. Posledica toga će biti da će budući fiksni rashodi po osnovu amortizacije biti manji bez uticaja na smanjenje kapaciteta, što znači da će delovati na povećanje razmaka između obima proizvodnje pri optimalnom korišćenju kapaciteta i obima proizvodnje pri neutralnom finansijskom rezultatu.

1.2. Ubrzanje mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva

Ubrzanje mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva postiže se skraćivanjem amortizacionog perioda ispod veka trajanja osnovnih sredstava, odnosno većim stopama amortizacije i primenom degresivne metode obračuna amortizacije. Ubrzanje mobilizacije sredstava uložених u osnovna sredstva pozitivno deluje na finansijsku snagu po osnovu: stvaranja uslova za održanje likvidnosti i stvaranja uslova za finansiranje no-

119 Dobar primer za fazno ugovaranje rokova predstavlja izgradnja Olimpijskog sela u Minhenu 1972. godine. Tada su jugoslovenska građevinska preduzeća kao izvođači građevinskih radova ugovorila sa nemačkom stranom fiksne fazne rokove uz penale za prekoračenje tih rokova. Neka građevinska preduzeća ostvarila su gubitak na ovom poslu iako su ukupne radove izvršile o roku. Do gubitka je došlo zbog prekoračenja fiksnih rokova pojedinih faza, što je izazvalo penale od kojih nemačka strana nije odustala iako su ukupni radovi završeni o roku. Dakle, investitor ne samo da je izbegao dodatne troškove koji bi nastali u slučaju prekoračenja krajnjeg roka ulaganja već je snizio predviđena ulaganja zahvaljujući fiksnim rokovima etape i penalima za njihovo prekoračenje.

120 U jednoj klanici podizan je potpuno novi kapacitet čijom izgradnjom je ugašen postojeći stari kapacitet. Klanica je ostvarivala negativan finansijski rezultat i kad je koristila stari i kad je koristila novi kapacitet. Pozitivan finansijski rezultat ostvarila je samo u dve godine, i to u one dve godine u kojima je koristila stari kapacitet i istovremeno podizala novi. Lako je bilo doznati zašto je do toga došlo. Trebalo je pogledati samo račun osnivačkih ulaganja koji je u te dve godine enormno narastao.

vih ulaganja iz sopstvenih izvora, odnosno amortizacije. Osim toga, ubrzana mobilizacija uložених sredstava u osnovna sredstva smanjuje rizik od ekonomske zastarelosti, što u dugom roku takođe deluje pozitivno na finansijsku snagu jer se izbegava otpis u visini sadašnje vrednosti ekonomski zastarelih osnovnih sredstava.

Ubrzana mobilizacija uložених sredstava u osnovna sredstva predstavlja pozitivan doprinos likvidnosti jer se na taj način dugoročno uložena sredstva posredstvom prodaje i naplate gotovog proizvoda, kao nosioca troška amortizacije, transformišu u novac iz koga se plaćaju dospele obaveze. Lako je shvatljivo da više na ovaj način stvorenog novca omogućuje isplatu većih obaveza. Da li će novac koji potiče iz mobilizacije osnovnih sredstava, odnosno amortizacije biti upotrebljen za isplatu obaveza ili za finansiranje novih ulaganja, zavisi od stanja dugoročne finansijske ravnoteže. Ako dugoročna finansijska ravnoteža postoji, što znači da postoji jednakost između dugoročno uložених sredstava (osnovnih sredstava, dugoročnih plasmana i stalnih obrtnih sredstava) i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja, onda će ubrzana mobilizacija uložених sredstava u osnovna sredstva pomerati dugoročnu finansijsku ravnotežu ka izvorima; sopstveni kapital uvećan za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja će biti veći od dugoročno uložених sredstava. Ta razlika između sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja i dugoročno uložених sredstava može se ponovno dugoročno uložiti a da se time ne pogoršaju uslovi za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja. Ako se ta razlika ponovno dugoročno ne uložiti, onda će ona biti de facto korišćena za finansiranje kratkoročno uložених sredstava, što će dovesti do sigurnosti u održavanju likvidnosti po osnovu dugoročnog finansiranja. Ako je dugoročna

finansijska ravnoteža već pomerena u korist izvora, ubrzanje mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva pomerace dalje dugoročnu finansijsku ravnotežu u korist izvora. Ako nema novih dugoročnih ulaganja, ovo znači da će se sigurnost za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja povećati srazmerno pomeranju dugoročne finansijske ravnoteže u korist izvora. Ako se ponovno dugoročno uložiti sredstva u visini daljeg pomeranja dugoročne finansijske ravnoteže u korist izvora, sigurnost za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja ostace nepromenjena. Sigurnost za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja neće postojati samo ako se ukupna razlika između sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja i dugoročno uložених sredstava ponovno dugoročno uložiti, što znači da tada postoji dugoročna finansijska ravnoteža a time i uslovi za održavanje likvidnosti sa stanovišta dugoročnog finansiranja ali ne postoji i sigurnost za održavanje likvidnosti. Najzad, ako je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena u korist dugoročno uložених sredstava, to znači da je dugoročnim finansiranjem likvidnost ugrožena, jer se u visini razlike između dugoročno uložених sredstava i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja dugoročna ulaganja finansiraju iz kratkoročnih izvora koji pre dospevaju za otplatu nego što se izvrši mobilizacija dugoročno uložених sredstava. Ubrzana mobilizacija uložених sredstava u osnovna sredstva u takvim okolnostima postepeno će voditi ka uspostavljanju dugoročne finansijske ravnoteže a time i eliminisati ugrožavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja, naravno, pod uslovom da nema ponovnog dugoročnog ulaganja koje bi bilo finansirano iz amortizacije.

Dakle, i zbog likvidnosti, i zbog finansiranja novih dugoročnih ulaganja, i zbog sma-

njenja rizika od ekonomske zastarelosti, odnosno otpisa ekonomski zastarelih osnovnih sredstava ubrzanje mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva je nužno. Međutim, pošto amortizacija predstavlja fiksni trošak, odnosno rashod perioda, ubrzana mobilizacija uložених sredstava u osnovna sredstva dovodi do povećanja fiksnih troškova što, videli smo u prethodnom odeljku, sužava raspon između obima proizvodnje koji se ostvaruju pri optimalnom korišćenju kapaciteta i obima proizvodnje koji obezbeđuje donju tačku rentabilnosti, odnosno neutralan finansijski rezultat. Pošto je veoma bitno da raspon između ova dva obima proizvodnje bude što veći, postavlja se pitanje da li zbog toga treba odustati od ubrzanja mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva. Ako se ima u vidu šta se postiže ubrzanjem mobilizacije — likvidnost, finansiranje i smanjenje rizika — odgovor na postavljeno pitanje mora da bude negativan. Ublaženje negativnog dejstva ubrzane mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva na pomeranje donje tačke rentabilnosti ka obimu proizvodnje pri optimalnom korišćenju kapaciteta može se ostvariti putem selektivnog ubrzanja mobilizacije pojedinih vrsta osnovnih sredstava. Ovo, drugim rečima, znači da na ubranu mobilizaciju treba ići kod onih osnovnih sredstava kod kojih je rizik od ekonomske zastarelosti najveći. To je, po pravilu, oprema. Kažemo po pravilu stoga što i u okviru opreme, kao agregata različitih sredstava za rad, postoje veoma različiti uređaji sa stanovišta stepena rizika ekonomske zastarelosti. Otuda svako preduzeće mora podvrći ubrzanju mobilizaciji upravo onu opremu kod koje je najveći stepen rizika ekonomske zastarelosti. Ostala osnovna sredstva (građevinski objekti, dugogodišnji zasadi, šume, osnovno stado i sl.) nisu izložena riziku ekonomske zastarelosti uopšte (npr. šume, dugogodišnji zasadi i osnovno stado) ili je to vrlo mali rizik jer se, kao što je to slučaj sa građevinskim objektima, i u slučaju promene tehnolo-

gije proizvodnje mogu uz relativno male troškove prilagoditi novoj tehnologiji. Naravno, kod onih preduzeća gde je relativno velik raspon između obima proizvodnje pri optimalnom kapacitetu i obima proizvodnje na donjoj tački rentabilnosti blagotvorno je podvrći ubrzanju mobilizaciji ulaganja u sva osnovna sredstva pazeći pri tome da se time preduzeće ne dovede u gubitak.

1.3. Očuvanje supstance uložene u osnovna sredstva

U uslovima inflacije neizbežno dolazi do gubitka supstance sredstava uložених u osnovna sredstva u vidu tzv. propuštene amortizacije. Do toga dolazi iz prostog razloga — što krajnja revalorizaciona vrednost osnovnog sredstva (tj. revalorizovana vrednost osnovnog sredstva na kraju njegovog veka trajanja), koja reprezentuje njegovu tržišnu vrednost u momentu zamene, nije bila osnovica za obračun amortizacije od početka korišćenja osnovnog sredstva. Otuda je na kraju veka trajanja osnovnog sredstva zbir ukupno obračunate amortizacije plus, eventualno, likvidaciona vrednost uvek manji od kranje revalorizovane vrednosti, što znači da je propuštena amortizacija, a time i gubitak supstance, na kraju veka trajanja osnovnog sredstva ravna razlici između krajnje revalorizovane vrednosti i zbira ukupno obračunate amortizacije plus likvidaciona vrednost. U toku veka trajanja osnovnog sredstva propuštena amortizacija je ravna razlici između revalorizovane i nerevalorizovane ispravke vrednosti. Visina propuštene amortizacije zavisi od visine revalorizacionog koeficijenta, koji reprezentuje porast cene osnovnog sredstva, stepena otpisanosti osnovnog sredstva, tačnije, zavisi od starosti osnovnog sredstva i od učestalosti revalorizacije. Što je revalorizacioni koeficijent viši i propuštena amortizacija će biti viša i obrnuto, ali budući da je revalorizacioni koeficijent odraz stope inflacije odnosno porasta cena, preduzeće na njega ne može uticati. Što je

osnovno sredstvo starije, što je više proteklo vremena od momenta nabavke do momenta revalorizacije, propuštena amortizacija je veća i obrnuto. Ovo zbog toga što je u periodu od momenta nabavke do momenta revalorizacije osnovnog sredstva osnovica za amortizaciju bila niža pa je samim tim i raskorak između krajnje revalorizovane vrednosti i ukupno obračunate amortizacije plus likvidaciona vrednost, odnosno između revalorizovane i nerevalorizovane ispravne vrednosti veći, a taj raskorak reprezentuje propuštenu amortizaciju, odnosno izgubljenu supstancu. Na smanjenje gubitka supstance po ovom osnovu preduzeće može delovati jedino ubrzanjem mobilizacije uložених sredstava u osnovna sredstva, o čemu je već bilo reči u prethodnom odeljku. Najzad, što je češća re-

valorizacija to je manja i propuštena amortizacija, odnosno, manji je gubitak supstance uložene u osnovna sredstva.

Ilustracije radi, uzmimo dva hipotetična primera — preduzeće A i B. Pretpostavimo da oni imaju isto osnovno sredstvo X čija je nabavna vrednost 90.000 dinara, da osnovno sredstvo nema likvidacionu vrednost, da preduzeće A amortizuje osnovno sredstvo za 4 godine a preduzeće B za 3 godine, da je godišnji porast cena u odnosu na prethodnu godinu 6%, što znači da je revalorizacioni koeficijent za prvu godinu 1,06, za drugu $1,1236 = (1+0,6)^2$, za treću $1,191016 = (1+0,6)^3$ i za četvrtu $1,2624709 = (1+0,6)^4$ i da je preduzeće A vršilo revalorizaciju svake druge godine a preduzeće B svake godine.

Preduzeće A

Godina	Osnovica za obračun amortizacije	Amortizacija
I	90.000	22.500
II	101.124	25.281
III	101.124	25.281
IV	113.623	28.156
Ukupno:		101.218

Preduzeće B

I	95.400	31.800
II	101.124	33.708
III	107.191	35.730
Ukupno:		101.238

Propuštena amortizacija iznosi kod preduzeća A 12.405 dinara (113.623-101.218), a kod preduzeća B samo 5.953 dinara (107.191-101.238).

Pretpostavimo sada da je i preduzeće B odredilo amortizacioni period 4 godine ali da je svake godine vršilo revalorizaciju.

Godina	Osnovica za obračun amortizacije	Amortizacija
I	90.000	23.850
II	101.124	25.281
III	107.623	26.791
IV	113.335	28.406
Ukupno:		104.335

U ovom slučaju propuštena amortizacija iznosi 9.288 dinara (113.335 — 104.335), što znači da je veća nego kada je vek trajanja bio manji (3 godine), ali je ona ipak manja nego u slučaju kada se revalorizacija ne vrši svake godine. Iz ovih podataka možemo utvrditi dejstvo permanenentne (stalne godišnje) revalorizacije na smanjenje propuštene amortizacije, odnosno smanjenje gubitka supstance uloženo u osnovna sredstva, ono iznosi 3.117 dinara (12.415 — 9.288), i dejstvo ubrzanja na smanjenje propuštene amortizacije odnosno smanjenje gubitka supstance uložene u osnovna sredstva, ono iznosi 3.335 dinara (9.288 — 5.953). Saglasno tome, najbolji efekat očuvanja supstance uložene u osnovna sredstva postiže se pri ubrzanju mobilizacije i permanentnoj revalorizaciji.

2. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA DUGOROČNIH PLASMANA

Dugoročni plasmani mogu da budu u finansijskom obliku (plasman gotovine na dugi rok) i u robnom obliku (prodaja robe na dugi rok). Dejstvo dugoročnih plasmana na finansijsku snagu može da bude pozitivno i negativno. Pozitivno dejstvo dugoročnih finansijskih plasmana na finansijsku snagu ogleda se u tome što svaki dugoročni finansijski plasman odbacuje neki prinos u vidu kamate ili udela u finansijskom rezultatu dužnika (dividenda na kupljene deonice ili naknada za uloge), što deluje na povećanje imovine odnosno rentabilnosti. S druge strane, kada se putem dugoročnih plasmana proširuje nabavno ili prodajno tržište, oni deluju pozitivno na finansijsku snagu jer se na taj način povećava stepen iskorišćenja optimalnog, odnosno realnog kapaciteta, što dovodi do povećanja neto dobitka a time i do uvećanja imovine.

Negativno dejstvo dugoročnih plasmana na finansijsku snagu dolazi po osnovu likvi-

dnosti i finansiranja novih ulaganja zbog toga što se radi o dugoročnom ulaganju pa se sredstva sporo mobilišu (pretvaraju u novac), te u dužem razdoblju nisu sposobna ni za isplatu obaveza ni za ponovno ulaganje. S druge strane, uvek postoji stanoviti rizik povraćaja uložених sredstava kako u smislu naplate dospelih potraživanja o roku tako i u smislu naplate potraživanja uopšte. Naplata o roku zavisi od likvidnosti dužnika a naplata potraživanja uopšte, makar i iz stečajne mase, zavisi od odnosa stečajne mase i obaveza u krajnjem likvidacionom bilansu dužnika. U prvom slučaju to negativno deluje na likvidnost i finansiranje a u drugom slučaju dolazi do gubitka sredstava, tj. umanjenja imovine. Najzad, u uslovima inflacije na dugoročnim plasmanima preduzeće trpi inflatorne gubitke. Do inflatornih gubitaka dolazi zbog toga što se za iznos naplaćenih dugoročnih plasmana u momentu naplate može kupiti manje realnih dobara (robe) nego što je to bilo moguće u momentu plasmana. Ovo zbog toga što su u periodu od momenta plasmana do momenta povraćaja (naplate) cene usled inflacije porasle, pa je otuda inflatorni gubitak utoliko veći ukoliko je duži period povraćaja i ukoliko je veća stopa inflacije. Dakle, u ovom slučaju radi se o smanjenju supstance sredstava dugoročno uložених u plasmane po osnovu inflacije. Da bi dugoročni plasmani više doprinosili nego štetili finansijskoj snazi, finansijska strategija i taktika dugoročnih plasmana treba da teži:

- smanjenju rizika,
- maksimiranju prinosa i
- očuvanju supstance uložene u dugoročne plasmane.

2. 1. Smanjenje rizika dugoročnih plasmana

Smanjenje rizika naplate dugoročnih plasmana postiže se pomoću:

- analize kreditne sposobnosti dužnika i
- posebnim obezbeđenjima naplate dugoročnih plasmana.

Analiza kreditne sposobnosti dužnika.

Pre zaključenja aranžmana o dugoročnom plasmanu (odnosno pre zaključenja ugovora o kreditu ili ugovora o ulaganju na bazi učešća u finansijskom rezultatu ili kupovine deonice ili obveznice) budući poverilac, odnosno deoničar mora analizirati kreditnu sposobnost dužnika. Analiza kreditne sposobnosti dužnika daje ocenu o njegovoj finansijskoj sposobnosti da vrati budući dug, odnosno da plati buduću obavezu. Pošto se radi o dugoročnom plasmanu, odnosno o dugoročnoj obavezi, sa stanovišta dužnika analiza kreditne sposobnosti obuhvata:

- analizu razvoja dugoročne finansijske ravnoteže,
 - analizu i,
 - analizu održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala,
 - analizu rentabilnosti i
 - analizu reproduktivne sposobnosti
- pri čemu osnovu za ove analize čine stvarni i planski bilans stanja i bilans uspeha.

Analiza razvoja dugoročne finansijske ravnoteže u prošlosti vrši se na temelju nekoliko uzastopnih bilansa stanja, a analiza razvoja dugoročne finansijske ravnoteže u budućnosti vrši se na temelju poslednjeg stvarnog bilansa stanja i raspoloživih planskih bilansa stanja. Obe ove analize vrše se sa ciljem da se utvrdi tendencija kretanja dugoročne finansijske ravnoteže u prošlosti i u budućnosti, tj. da se utvrdi da li dugoročna finansijska ravnoteža pokazuje tendenciju poboljšanja, pogoršanja ili je konstantna, nepromenjena. Ako dugoročna finansijska ravnoteža pokazuje tendenciju poboljšanja, to ide u prilog povoljne ocene o kreditnoj sposobnosti. Suprotno tome, ako dugoročna finansijska ravnoteža pokazuje tendenciju pogoršanja, to sugerise negativnu ocenu o kreditnoj sposobnosti. Nepromenjena dugoročna finansijska ravnoteža mogla bi budućeg dužnika kvalifikovati kao kreditno sposobnog uz uslov da je u prethodnim pos-

matranim godinama bio likvidan, što znači da se u ovom slučaju u analizu uključuje i likvidnost u prethodnim godinama za koje se analizira stvarni bilans stanja. Ukoliko je u tim godinama budući dužnik bio nelikvidan, to upućuje na negativnu ocenu njegove kreditne sposobnosti.

Analiza zaduženosti podrazumeva utvrđivanje odnosa sopstvenog kapitala i pozajmljenih izvora finansiranja dužnika, odnosno utvrđivanje strukture pasive sa stanovišta vlasništva; pri tome se analiza ne oslanja samo na tradicionalno pravilo strukture pasive 1:1, već uzima u obzir organski sastav sredstava, vladajuću stopu inflacije, rentabilnost i likvidnost. I ovde je korisno utvrditi tendenciju kretanja strukture pasive u prošlosti i budućnosti, što znači da se analiza vrši na temelju nekoliko uzastopnih stvarnih bilansa stanja i raspoloživih planskih bilansa stanja. Što je struktura pasive više pomerena ka sopstvenom kapitalu i, uz to, ako pokazuje tendenciju povećanja učešća sopstvenog kapitala ili pokazuje bar nepromenjeno učešće, to upućuje na zaključak da je budući dužnik sa ovog stanovišta kreditno sposoban i obrnuto, što je struktura pasive više pomeravana ka pozajmljenim izvorima finansiranja i ako uz to pokazuje tendenciju pogoršanja, tj. smanjenja učešća sopstvenog kapitala, ocena je nepovoljnija. Koji odnos sopstvenog kapitala i pozajmljenih izvora finansiranja treba da bude prihvatljiv, zavisi ne samo od tradicionalnog pravila i tendencije kretanja strukture pasive već i od organskog sastava sredstava, visine vladajuće stope inflacije, rentabilnosti i likvidnosti. Što je organski sastav sredstava viši (veći udeo osnovnih sredstava u ukupnim sredstvima), nužno je veće učešće sopstvenog kapitala u pasivi, odnosno nužno je veće respektovanje tradicionalnog pravila i obrnuto, što je viša vladajuća stopa inflacije, nužno je takođe veće učešće sopstvenog kapitala u pasivi čak i iznad zahteva tradici-

onalnog pravila. Suprotno tome, visoka rentabilnost i permanentna likvidnost dozvoljavaju pomeranje strukture pasive ka pozajmljenim izvorima finansiranja a da se pri tome dà pozitivna ocena o kreditnoj sposobnosti sa ovog stanovišta. Treba, međutim, imati u vidu da visina organskog sastava sredstava i visina vladajuće stope inflacije primarno, a visoka rentabilnost i permanentna likvidnost sekundarno determinišu prihvatljivu strukturu pasive sa stanovišta vlasništva.

Analizom održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala utvrđuje se zapravo da li se realna vrednost neto sopstvenog kapitala (neto sopstveni kapital ravan je razlici između sopstvenog kapitala i iskazanog gubitka u aktivu) povećava, ostaje nepromenjena ili se smanjuje. Ova analiza se vrši na osnovu nekoliko uzastopnih stvarnih bilansa stanja. Ako neto sopstveni kapital raste po stopi iznad stope inflacije, realna vrednost sopstvenog kapitala se povećava; ako neto sopstveni kapital raste po stopi koja je jednaka stopi inflacije, realna vrednost sopstvenog kapitala se održava ali ne povećava, ako neto sopstveni kapital raste po stopi koja je niža od stope inflacije, realna vrednost sopstvenog kapitala se smanjuje. Samo u uslovima kada se realna vrednost sopstvenog kapitala povećava ili kada barem ostaje nepromenjena, može se dati povoljna ocena o kreditnoj sposobnosti sa tog stanovišta.

Analiza rentabilnosti takođe podrazumeva analizu rentabilnosti: u prošlosti — na temelju nekoliko stvarnih uzastopnih bilansa uspeha i u budućnosti — na temelju raspoloživih planskih bilansa uspeha. Obe ove analize podrazumevaju utvrđivanje strukture ukupnog prihoda, utvrđivanje strukture rasporeda ukupnog prihoda i udela finansijskog rezultata u njemu, utvrđivanje strukture,

tačnije, izvora neto finansijskog rezultata, analizu rizika ostvarenja finansijskog rezultata (poslovni rizik, finansijski rizik, ukupni rizik), utvrđivanje donje tačke rentabilnosti i utvrđivanje stope rentabilnosti. Što je struktura ukupnog prihoda više pomerena ka redovnim prihodima, što u okviru redovnih prihoda više učestvuju prihodi od izvoza, što je veći udeo neto dobitka u ukupnom prihodu pri čemu neto dobitak potiče iz redovnog poslovanja, što je manji rizik ostvarenja finansijskog rezultata, što se donja tačka rentabilnosti ostvaruje sa manje redovnih prihoda i što je stopa rentabilnosti viša — veća je kreditna sposobnost budućeg dužnika i obrnuto.

Analiza reproduktivne sposobnosti vrši se na osnovu stvarnog bilansa stanja i bilansa uspeha. Ovom analizom utvrđuje se zapravo da li budući dužnik iz sopstvenih sredstava može ili ne može finansirati prostu reprodukciju i da li iz sopstvenih sredstava može finansirati pored proste i proširenu reprodukciju. Samo onaj budući dužnik koji iz sopstvenih sredstava može finansirati prostu reprodukciju može se smatrati kreditno sposobnim a ako iz sopstvenih sredstava može finansirati i deo proširene reprodukcije s povećanjem njegovog udela u finansiranju proširene reprodukcije, njegova kreditna sposobnost raste.¹²¹

Pored ovih analiza za ocenu kreditne sposobnosti budućeg dužnika, s obzirom da se radi o dugoročnom plasmanu, korisno je prikupiti informacije o:

- tretmanu proizvoda na tržištu koje proizvodi budući dužnik i njegovi konkurenti i položaj proizvoda budućeg dužnika u odnosu na proizvode konkurencije na tržištu,
- trendu razvoja u toj delatnosti,
- vrsti potrošača (kupaca) proizvoda budućeg dužnika,

121 O svim navedenim analizama detaljnije vidi: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, „Ekonomika“, Novi Beograd, 1990, str. 347-447.

- mogućnosti snabdevanja budućeg dužnika i njegovi važniji dobavljači,
- planu razvoja budućeg dužnika,
- strukturi budućeg dužnika,
- poslovnim jedinicama, filijalama budućeg dužnika,
- vodećim radnicima budućeg dužnika,
- međusobnim odnosima radnika budućeg dužnika,
- bankarskim vezama budućeg dužnika,
- raspodeli neto dobitka budućeg dužnika,
- poreskom statusu budućeg dužnika i
- o realnosti bilansa budućeg dužnika.

Na kraju, konačna ocena kreditne sposobnosti budućeg dužnika u dobroj meri zavisi od sposobnosti subjektivnog rasuđivanja lica koje vrši analizu i daje ocenu kreditne sposobnosti, što se stiče ličnim saznanjem i iskustvom. Ovo zbog toga što ne postoje unapred utvrđeni kvantitativni pokazatelji za ocene kreditne sposobnosti čije bi ostvarenje automatski budućeg dužnika kvalifikovalo kao kreditno sposobnog.¹²²

Posebna obezbeđenja naplate dugoročnog plasmana. Naplata dugoročnog plasmana u vidu kredita ili kupovine obveznice može se obezbediti:

- hipotekom,
- garancijom trećeg lica i
- izborom dužnika sa neograničenom odgovornošću deoničara.

Ako preduzeće plasira finansijska sredstva u vidu dugoročnog kredita ili kupovine obveznice ili prodaje svoje proizvode na robni dugoročni kredit a kreditna sposobnost budućeg dužnika je sumnjiva, preduzeće će težiti da svoja dugoročna potraživanja obezbedi hipotekom na nekretninama dužnika. Pri tome treba birati one nekretnine čija prometna vrednost ne opada srazmerno vremenu korišćenja, odnosno upotrebe (zemljiš-

te) ili veoma sporo opada usled dugog veka trajanja (građevinski objekti). Naravno, hipoteka zahteva upis u sudske knjige o nekretninama, zabranu otuđenja imovine od strane dužnika sve dok se dug ne isplati. Ako dužnik ne plati dug, poverilac prodaje njegovu imovinu pod hipotekom i naplaćuje svoja potraživanja, čime izbegava rizik naplate.

Ako preduzeće plasira finansijska sredstva u vidu dugoročnih kredita ili kupovinom obveznice, ili, pak, prodaje svoje proizvode na dugoročni robni kredit a kreditna sposobnost budućeg dužnika je sumnjiva, preduzeće može zahtevati garanciju trećeg lica. U takvim okolnostima nužna je ocena kreditne sposobnosti ne samo budućeg dužnika već i garanta, odnosno trećeg lica, jer ako je kreditna sposobnost garanta slaba, postoji objektivna opasnost da se naplata neće moći izvršiti ni od garanta mada se on obavezao da će platiti dug glavnog dužnika ako to ovaj ne učini u momentu dospeća obaveza. Garancija se može dati u vidu akcepta, avala menice ili u vidu pismene izjave trećeg lica da garantuje isplatu obaveza glavnog dužnika. Naravno, za glavnog dužnika ovo, po pravilu, izaziva dodatne troškove u vidu plaćanja provizije garantu pa otuda glavni dužnik nerado prihvata pribavljanje garancije trećeg lica. Ali za poverioca garancija bitno smanjuje rizik naplate njegovih dugoročnih plasmana i otuda on mora na njoj insistirati utoliko više što je kreditna sposobnost glavnog dužnika slabija.

Kod deoničarskih društava deoničari prema preduzeću mogu imati ograničenu i neograničenu odgovornost. U prvom slučaju deoničari garantuju za obaveze deoničarskog društva samo u visini uloženog (deoničarskog) kapitala a u drugom slučaju garantuju za obaveze deoničarskog društva i sa uloženim (de-

122 Dr Dragan Krasulja: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980, str. 228.

oničarskim) kapitalom i sa celom sopstvenom imovinom. Razumljivo je da je u ovom drugom slučaju pri datoj kreditnoj sposobnosti rizik poverilaca za naplatu svojih potraživanja osetno manji, jer ako nivo gubitka pređe visinu sopstvenog kapitala deoničarskog društva, poverioci još uvek imaju potencijalnu mogućnost da naplate svoja potraživanja od vlasnika deonica.

2.2. *Maksimiranje prinosa na dugoročne plasmane*

Šta je prinos na dugoročne plasmane? Generalno rečeno to je prihod koji se ostvaruje po osnovu dugoročnih plasmana. Taj prihod može da bude direktan (vidljiv) i indirektan (nevidljiv). Vidljiv je kada se iskazuje u knjigovodstvu na posebnim računima a nevidljiv je kada se ne iskazuje u knjigovodstvu na posebnim računima. Kada su dugoročni plasmani u vidu kredita ili u vidu kupljene obveznice, prihod se ostvaruje po osnovu kamate i to je direktan (vidljiv) prihod. Kada su dugoročni plasmani u vidu kupljenih deonica ili uloga, prihod se ostvaruje u vidu dividende (na deonice) odnosno naknade za ulog i to je direktan (vidljiv) prihod. Razlika između prihoda po osnovu kamate i prihoda po osnovu dividende i naknada jeste u tome što je kamatna stopa obično fiksna a stopa dividende i naknade je, po pravilu, varijabilna, zavisi od veličine ostvarenog neto dobitka. Kažemo da je kamatna stopa obično fiksna zbog toga što teorijski može da bude i varijabilna, tj. može se ugovoriti da kamatna stopa varira u skladu sa promenom kamatnih stopa na tržištu kapitala ili u skladu sa stopom inflacije. Kažemo da je stopa dividende i naknada, po pravilu, varijabilna zbog toga što ona može da bude i fiksna ako je u pitanju preferencijalna deonica ili ako se ugovori ulog sa fiksnom naknadom.

Indirektan (nevidljiv) prihod ostvaruje se kada se po osnovu dugoročnog plasmana,

koji u načelu može da bude u svim pomenu-tim oblicima, proširuje nabavno ili prodajno tržište, što kod kreditora (odnosno deoničara, odnosno ulagača) dovodi do povećanja stepena iskorišćenja kapaciteta a preko toga dovodi do povećanja finansijskog rezultata. To povećanje finansijskog rezultata treba pripisati dugoročnim plasmanima kao indirektan (nevidljiv) prihod jer je do njega došlo zahvaljujući proširenju nabavnog ili prodajnog tržišta, što je prouzrokovano dugoročnim plasmanom sredstava kod dobavljača (proširenje nabavnog tržišta) uz pomoć kojih je ovaj povećao svoj kapacitet i time obezbedio povećanu nabavku materijala ili energije od kreditora (deoničara, odnosno ulagača), odnosno od kupca (proširenje prodajnog tržišta) uz pomoć kojih je ovaj povećao svoj kapacitet i time obezbedio povećanu prodaju kreditora (deoničara, odnosno ulagača).

Kako izmeriti stopu prinosa na dugoročne plasmane? U načelu, i ovde se mogu primeniti sve metode za ocenu efikasnosti investicija. Međutim, ipak izgleda najprihvatljivija metoda računovodstvene stope prinosa. Ovo zbog toga što je kod dugoročnih plasmana problematično definisati cenu izvora kao stopu kriterija, jer preduzeće iz sopstvenog kapitala, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza finansira ukupna dugoročna ulaganja (osnovna sredstva, dugoročne plasmane i stalna obrtna sredstva) pa je teško utvrditi koji se konkretno izvor koristi za dugoročne plasmane. Drugi razlog koji ide u prilog računovodstvenoj stopi prinosa jeste u tome što je ona uporediva sa stvarnom stopom rentabilnosti, tj. sa stopom rentabilnosti koju već ostvaruje kreditor (deoničar odnosno ulagač). Upoređenje računovodstvene stope prinosa sa stvarnom stopom rentabilnosti daje osnov za zaključivanje da li je sa stanovišta rentabilnosti prihvatljiv dugoročni plasman ili ne. Prihvatljiv je ako je stopa prinosa na dugoročni plasman veća ili barem jednaka stvarnoj stopi rentabilnosti. Ukoliko postoji

alternativa za dugoročni plasman, razumljivo, prihvatljivija je ona alternativa koja odbacuje veću stopu prinosa.

Da bi se izračunala računovodstvena stopa prinosa na dugoročne plasmane, treba kvantificirati prosečna godišnja ulaganja u dugoročne plasmene i prosečni godišnji neto dobitak koji će se ostvariti po osnovu dugoročnih plasmana.

Prosečna godišnja ulaganja u dugoročne plasmane kvantificiraju se na sledeći način:

- dugoročni krediti i oročeni ulogi, budući da nemaju rezidualnu vrednost, dele se sa 2, što daje prosečan godišnji iznos dugoročnih kredita i oročenih uloga,
- nominalna vrednost kupljenih deonica i vrednost trajnih uloga, budući da su to trajna ulaganja kod kojih je rezidualna vrednost jednaka uloženoj vrednosti, dodaje se prosečnom godišnjem iznosu dugoročnih kredita i oročenih uloga, što daje prosečni godišnji iznos dugoročnih plasmana.

Neto dobitak koji potiče od dugoročnih plasmana nešto je složenije utvrditi jer ovde spada i direktan i indirektan prihod od dugoročnih plasmana. Direktan prihod od dugoročnih plasmana po osnovu plasiranih dugoročnih kredita i kupljenih obveznica izračunava se na osnovu amortizacionog plana za sve godine trajanja plasmana. To su, u stvari, ukupni prihodi od kamata koji istovremeno predstavljaju bruto dobitak budući da ne postoje troškovi koji bi teretili te prihode. Ako se ukupni bruto dobitak podeli brojem godina trajanja plasmana, dobiće se prosečni godišnji bruto dobitak ostvaren direktnim prihodom od dugoročnih plasmana u vidu kredita i kupljenih obveznica. Godišnji bruto dobitak pomnožen zbirnom stopom po-

reza (i doprinosa) na finansijski rezultat daje godišnji iznos poreza (i doprinosa) koji otpada na godišnji bruto dobitak. Godišnji bruto dobitak umanjen za godišnji iznos poreza (i doprinosa) daje godišnji neto dobitak po osnovu direktnog prihoda na date dugoročne kredite i kupljene obveznice.

Godišnji neto dobitak po osnovu direktnog prihoda na date dugoročne kredite i kupljene obveznice uvećava se sa godišnjom očekivanom dividendom na kupljene deonice i godišnjom očekivanom naknadom za uloge,¹²³ što daje ukupan godišnji neto dobitak ostvaren po osnovu direktnih prihoda od svih dugoročnih plasmana. Iz odnosa ukupnog godišnjeg neto dobitka i prosečnih godišnjih plasmana dobija se stopa rentabilnosti ostvarena po osnovu direktnih prihoda od dugoročnih plasmana.

Neto dobitak iz indirektnog prihoda dugoročnog plasmana utvrđuje se uz pomoć planskog bilansa uspeha. Pri tome se sačinjavaju dva bilansa uspeha — jedan bez proširenja nabavnog ili prodajnog tržišta po osnovu dugoročnog plasmana a drugi sa proširenjem nabavnog ili prodajnog tržišta uz pomoć dugoročnog plasmana. Oba planska bilansa uspeha ne obuhvataju direktne prihode od dugoročnog plasmana niti bilo koje druge prihode osim prihoda od prodaje i to proizvoda čije se prodajno ili nabavno tržište proširuje. Razumljivo je da se uzimaju samo oni rashodi koji otpadaju na taj proizvod. Ovde se misli na ukupne rashode, tj. na rashode koji potiču od direktnih i indirektnih troškova. Oba planska bilansa uspeha obuhvataju period trajanja plasmana. Razlika neto dobitka koja se dobije kada se od neto dobitka iskazanog u planskom bilansu uspe-

123 Prihod i od dividende i naknade za uloge ne ulaze u poresku osnovicu na finansijski rezultat, jer potiču iz neto dobitka preduzeća kod koga je izvršeno ulaganje.

ha sa proširenjem tržišta odbije neto dobitak iskazan u planskom bilansu uspeha bez proširenja tržišta jeste ukupan neto dobitak ostvaren iz indirektnog prihoda dugoročnog plasmana. Prosečni godišnji neto dobitak iz indirektnog prihoda dobije se kada se ukupni neto dobitak podeli brojem godina trajanja dugoročnog plasmana, odnosno brojem godina koje obuhvataju planski bilans uspeha. Budući da se ovde radi o više-

godišnjem planskom bilansu uspeha, treba zanemariti zalihe gotovih proizvoda stoga što je logično pretpostaviti da će u višegodišnjem periodu svi proizvedeni proizvodi biti prodati. Dakle, oba planska bilansa uspeha sačinjavaju se na osnovu ukupno očekivane proizvodnje čije se tržište proširuje. Šematski predstavljeno planski bilans uspeha izgleda ovako:

Red. broj	Element	Iznos		Razlika (3-4)
		pri proširenju tržišta	bez proširenja tržišta	
1	2	3	4	5
1.	Prihodi			
2.	Rashodi			
3.	Bruto dobitak (1-2)			
4.	Korekcija bruto dobitka pri utvrđivanju poreske osnovice			
5.	Poreska osnovica (3±4)			
6.	Zbirna stopa poreza (i doprinosa) iz finansijskog rezultata			
7.	Porezi (i doprinosi) na finansijski rezultat (5 × 6)			
8.	Neto dobitak (3-7)			

Ilustracije radi, uzmimo da preduzeće namerava da dugoročno plasira 2 miliona dinara na pet godina. Pri tome može da plasman izvrši u vidu kredita s godišnjom kamatnom stopom od 10% (varijanta A) ili u vidu oročenog uloga sa očekivanom stopom naknada od 8%, pri čemu proširuje prodajno tržište, što povećava neto dobitak za pet godina po osnovu indirektnog prihoda za 100.000 dinara (varijanta B). Petogodišnji prihod od kamate u slučaju varijante A je 600.000 dinara. Uz pretpostavku da je zbirna stopa poreza (i doprinosa) iz finansijskog rezultata 20%, petogodišnji neto dobitak iz direktnog prihoda je 480.000 dinara, što je i ujedno i petogodišnji neto dobitak iz indirektnog prihoda. Dakle, prosečni godišnji dobitak kod varijante A je 96.000 dinara ($\frac{480.000}{5}$), a kod varijante B 116.000 dinara $\left[\frac{(480.000 + 100.000)}{5} \right]$. Iz ovog sledi da je

računovodstvena stopa prinosa na dugoročni plasman:

$$\text{kod varijante A} = \frac{96.000 \cdot 100}{\frac{2.000.000}{2}} = 9,60\%$$

$$\text{kod varijante B} = \frac{116.000 \cdot 100}{\frac{2.000.000}{2}} = 11,60\%$$

Budući da je računovodstvena stopa prinosa veća kod varijante B, jasno je da je ona prihvatljivija ali uz uslov da je ta stopa viša ili barem jednaka stopi rentabilnosti koju već ostvaruje kreditor (ulagač). Insistiranje na ovoj polazi od sledeće logike: ako je stopa prinosa na dugoročni plasman iznad stvarne stope rentabilnosti, stvarna stopa rentabilnosti će se pod tim uticajem povećati; ako su ove dve stope jednake, stvarna stopa rentabilnosti će ostati nepromenjena; najzad, ako je stopa prinosa na dugoročni plasman niža od stvarne stope rentabilnosti, pod tim uticajem stvarna

stopa rentabilnosti će pasti, što je s finansijske tačke gledišta neprihvatljivo.

Preduzeće uvek treba da teži da maksimira prinos na dugoročni plasman, a to će postići ako uspe da plasira sredstva sa stopom prinosa iznad stvarne stope rentabilnosti. Plasiranje sredstava pri stopi prinosa koja je jednaka stvarnoj stopi rentabilnosti prihvatljivo je ako za to postoje neki nefinansijski razlozi ili ako se slobodna sredstva ne mogu upotrebiti na bolji način.

2.3. Očuvanje supstance uložene u dugoročne plasmane

U uslovima inflacije sredstva uložena u dugoročne plasmane podložna su obezvređenju. Dolazi do inflatornih gubitaka jer se za plasirani iznos sredstava u momentu plasmana može kupiti više robe nego što se za taj isti iznos sredstava može kupiti u momentu naplate, odnosno mobilizacije dugoročno uložених sredstava.

Do inflatornih gubitaka na dugoročnim plasmanima dolazi ako sa ne vrši revalorizacija dugoročnih plasmana a uz to je godišnja stopa prinosa na dugoročne plasmane niža od godišnje stope inflacije. Ako se vrši revalorizacija dugoročnih plasmana uz uslov da revalorizacioni koeficijent odražava stvarnu stopu inflacije, realna vrednost se održava revalorizacijom, pri čemu u takvim okolnostima prinos po osnovu dugoročnih plasmana predstavlja realan prihod. U uslovima kada se ne vrši revalorizacija dugoročnih plasmana, realna vrednost se održava pod uslovom da je stopa prinosa na dugoročne plasmane viša od stope inflacije. Primera radi, uzmimo da preduzeće ima tri dugoročna plasmana (A, B i C) koji se ne revalorizuju i da je stopa prinosa (na primer, godišnja kamatna stopa ili godišnja stopa dividende ili, pak, godišnja stopa naknade na ulog) 25% (A), 20% (B) i 18% (C) pri čemu je godišnja stopa inflacije 20%. Iz ovih podataka može se izračunati realna stopa prinosa (pr) po obrascu:

$$pr = \left(\frac{pn - i}{1 + i} \right) \cdot 100$$

gde je:

pn = nominalna stopa prinosa izražena decimalnim brojem i

i = stopa inflacije izražena decimalnim brojem.

U našem primeru realna stopa prinosa je: plasman A

$$pr = \left(\frac{0,25 - 0,20}{1 + 0,20} \right) \cdot 100 = \left(\frac{0,05}{1,20} \right) \cdot 100 = 4,1667\%$$

plasman B

$$pr = \left(\frac{0,20 - 0,20}{1 + 0,20} \right) \cdot 100 = \left(\frac{0}{1,20} \right) \cdot 100 = 0\%$$

plasman C

$$pr = \left(\frac{0,18 - 0,20}{1 + 0,20} \right) \cdot 100 = \left(\frac{-0,02}{1,20} \right) \cdot 100 = -1,6667\%$$

Dakle, kod plasmana A realna stopa prinosa je 4,1667%, kod plasmana B realna stopa prinosa je nula, a kod plasmana C realna stopa prinosa je negativna za 1,6667%, što znači da se kod plasmana C ostvaruje inflatorni gubitak.

Sve što je prethodno rečeno o realnoj vrednosti dugoročnih plasmana vredi za dinarske dugoročne plasmane i za dugoročne plasmane u stranoj valuti, s tim što se u ovom drugom slučaju uzima stopa inflacije zemlje čija je valuta plasirana. U uslovima kada je domaća stopa inflacije viša od stope inflacije zemlje u čijoj je valuti izražen dugoročni plasman, na takvim dugoročnim plasmanima se ostvaruju inflatorni dobici (pozitivne kursne razlike) u visini razlike između vrednosti plasmana obračunatog po kursu strane valute u odnosu na dinar na dan naplate i obračunatog po kursu strane valute u odnosu na dinar na dan plasmana.

Kako izbeći ili barem smanjiti inflatorne gubitke na dugoročnim plasmanima? Prvo, kod dugoročnih plasmana po osnovu kupljenih deonica i uloga u druga preduzeća treba insistirati da deoničarsko društvo, odnosno preduzeće korisnik uloga održava realnu vrednost sopstvenog kapitala (u okviru koga je i deoničarski

kapital i ulog trećeg lica) putem revalorizacije.¹²⁴ Ovo zato što je neizvestan prinos (dividenda odnosno naknada) na ta ulaganja jer zavisi od ostvarenog neto dobitka. Kod dugoročnih plasmana u vidu finansijskog ili robnog kredita ili kupljenih obveznica treba ugovarati ili revalorizaciju, ili promenljivu kamatnu stopu u zavisnosti od stope inflacije (o načinu utvrđivanja ove kamatne stope biće reči u narednom poglavlju). Pri tome treba imati u vidu da revalorizacija zajedno s kamatom obezbeđuje veća nominalna primanja nego realna pozitivna kamatna stopa mada su u realnom izrazu primanja u oba slučaja jednaka (o čemu će takođe biti reči u narednom poglavlju). Otuda je za poverioca prihvatljivija revalorizacija. Drugo, ako postoji izvesnost da će doći do inflatornih gubitaka na dugoročnim plasmanima jer dužnici ne žele prihvatiti uslove u rečenom smislu, treba ih izbeći. Treće, ako na dugoročnom plasmanu ipak dođe do inflatornih gubitaka jer je propuštena zaštita u izloženom smislu, takve dugoročne plasmane treba nastojati što pre mobilisati (naplatiti) putem skraćanja roka naplate dugoročnih kredita, prodaje deonica i obveznica.

3. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA SOPSTVENOG KAPITALA, DUGOROČNO POZAJMLJENOG KAPITALA I DUGOROČNIH REZERVISANJA

Sopstveni kapital čini nominirani kapital (akumulirani dobiti preduzeća, deoničarski kapital, trajni ulozi, inokosni kapital) i ne-nominirani kapital (statutarne i zakonske rezerve, neraspoređeni dobiti iz ranijih godina), dugoročno pozajmljeni kapital je pribavljeni kapital putem dugoročnog kredita, emisijom obveznica i dugoročno oročenih uloga trećih lica, a dugoročna rezervisanja su re-

zervisanja za garancije za dobro i o roku izvršen posao, za pokriće postproizvodnih troškova u garantnom roku, za obnavljanje šuma i za regeneraciju zemljišta. Uticaj svih ovih izvora finansiranja na finansijsku snagu je višestruk. Posmatrani zajedno s dugoročnim ulaganjem (u osnovna sredstva, dugoročne plasmane i stalna obrtna sredstva) oni čine temelj finansijske stabilnosti, a time i finansijske snage. U narodu se kaže „kakav temelj kuće, takva i kuća“. Prevedeno na poslovne finansije to bi moglo da znači: kakvo je dugoročno finansiranje, takva je finansijska stabilnost.

Sopstveni kapital, dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročna rezervisanja utiču na finansijsku snagu na više načina. Oni stvaraju uslove za likvidnost i za finansiranje; oni omogućavaju ali i otežavaju uvećanje imovine (rentabilnosti). Finansijska strategija i taktika sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja treba da:

- uskladi obim sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja i da podesi njihovu strukturu prema obimu i strukturi dugoročnih ulaganja,
- smanji finansijske rashode,
- izbegne dodatne finansijske rashode u uslovima inflacije i
- održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala u uslovima inflacije.

3.1. Usklađivanje obima i strukture sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja i obima i strukture dugoročnih ulaganja

Ako pođemo od pretpostavke da je finansijska strategija i taktika iskoristila sve šanse, sve mogućnosti u pogledu obima i strukture dugoročnih ulaganja, onda ostaje da ona dejstvuje na sopstveni kapital, dugoro-

124 Vidi o tome: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, „Ekonomika“, Novi Beograd, 1990, str. 127.

čno pozajmljeni kapital i dugoročna rezervisanja kako bi se u oblasti dugoročnog finansiranja stvorili što povoljniji uslovi za održavanje likvidnosti i finansiranje novih dugoročnih ulaganja. Da bi se to postiglo, prvo treba obim sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja uskladiti sa obimom dugoročnih ulaganja a potom prilagoditi njihovu strukturu strukturi dugoročnih ulaganja.

Usklađivanje obima sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja sa obimom dugoročnih ulaganja. Kada je sopstveni kapital uvećan za dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročna rezervisanja manji od dugoročnih ulaganja, budući da se dugoročna ulaganja ne mogu smanjiti, radi uspostavljanja dugoročne finansijske ravnoteže, a time i stvaranja uslova za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja, napor se moraju usmeriti na povećanje ovih izvora. To se može postići:

- prvo, odlaganjem raspodele dobitka iz ranijih godina, neukidanjem dugoročnih rezervisanja kada su ona veća od troškova koji terete dugoročna rezervisanja i reprogramiranjem dugoročnih kredita, čime se zaustavlja daljnje pogoršanje dugoročne finansijske ravnoteže;
- drugo, povećanim dugoročnim rezerviranjem na teret tekućih prihoda, odlaganjem raspodele neto dobitka tekuće za kasnije godine, neisplaćivanjem dividende na preferencijalne deonice, transformacijom dividende na obične deonice u dividendne deonice i konverzijom kratkoročnih u dugoročne kredite, čime se poboljšava dugoročna finansijska ravnoteža,
- treće, emisijom nove serije deonica, emisijom nove serije obveznica ili novim, dodatnim zaduženjem po osnovu dugoročnog kredita, što poboljšava dugoročnu finansijsku ravnotežu, i
- četvrto, maksimiranjem neto dobitka uz odlaganje njegove raspodele za naredne godine, što takođe poboljšava dugoročnu finansijsku ravnotežu.

Koji će se od navedenih postupaka koristiti za povećanje sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja, zavisi od internih i eksternih ograničenja. Uz to, treba imati u vidu da dodatno dugoročno zaduženje putem uzimanja dugoročnih kredita ili emisijom obveznica pomera finansijsku strukturu ka pozajmljenom kapitalu, što povećava zavisnost preduzeća, odnosno sužava njegovu autonomiju, povećava rizik povećanja i povećava finansijski rizik jer rastu rashodi finansiranja. Upravo to i jesu razlozi da se kad je god moguće izbegava dodatno dugoročno zaduženje.

Kad je sopstveni kapital uvećan za dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročna rezervisanja veći od dugoročnih ulaganja i to ima za posledicu da novčana sredstva premašuju rezervna likvidna sredstva, treba nešto učiniti da se taj nesklad između sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročna rezervisanja i dugoročno uložених sredstava smanji. To se može učiniti na dva načina: (a) povećanjem dugoročnih ulaganja ili (b) smanjenjem dugoročno pozajmljenog kapitala putem otplate pre roka dospeća, raspodelom dobitka iz ranijih godina, isplatom akumulirane dividende iz ranijih godina na preferencijalne deonice i ukidanjem dugoročnog rezervisanja u korist prihoda, ali prethodno, naravno, treba utvrditi koliko će dugo biti raspoloživa ta sredstva, tj., treba proveriti ne predstoji li skoro zamena osnovnih sredstava ili otplata dospelih obaveza po osnovu dugoročno pozajmljenog kapitala, čime bi se sam po sebi eliminisao nesklad između sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročna rezervisanja i dugoročno uložених sredstava. Ako se na taj način neće eliminisati nesklad, onda najpre treba ispitati mogućnosti novog dugoročnog ulaganja i utvrditi stopu prinosa koja bi ta ulaganja odbacila. Tu stopu prinosa treba uporediti sa cenom (kamatnom stopom ili stopom naknada koja se plaća po osnovu

korišćenja uloga trećih lica) najskupljeg dugoročno pozajmljenog izvora. Ako je stopa prinosa veća od najviše cene pozajmljenog dugoročnog izvora, treba se opredeliti na nova ulaganja. Suprotno, ako je stopa prinosa niža od cene najskupljeg pozajmljenog dugoročnog izvora, treba se opredeliti za njegovu otplatu. Ovo ne znači da će najskuplji izvor biti u potpunosti otplaćen, jer to zavisi od visine raspoloživih sredstava za dugoročno ulaganje, ali makar i njegova delimična otplata smanjiće buduće finansijske rashode a time će se smanjiti finansijski rizik i povećati neto dobitak.

Usklađivanja strukture sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja sa strukturom dugoročnih ulaganja. Jednom uspostavljena ravnoteža između dugoročnih ulaganja i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital i dugoročna rezervisanja teško se održava ako struktura tih izvora finansiranja ne odgovara strukturi dugoročnih ulaganja. Ovo stoga što ritam mobilizacije dugoročnih ulaganja ne odgovara ritmu smanjenja sopstvenog kapitala po osnovu raspodele dobitka iz ranijih godina, isplate akumulirane dividende na preferencijalne deonice, smanjenja dugoročno pozajmljenog kapitala po osnovu dospele glavnice i smanjenja dugoročnih rezervisanja bilo zbog njihovog iskorišćenja za pokriće troškova koji ih terete, bilo zbog njihovog ukidanja u korist prihoda. Kad god se pomenuti izvori finansiranja brže smanjuju po navedenim osnovama nego što se vrši mobilizacija dugoročno uložених sredstava, ruši se dugoročna finansijska ravnoteža, što ugrožava likvidnost. U takvim okolnostima, ako se ne uspe pribaviti novi sopstveni kapital emisijom nove serije deonica ili dugoročno pozajmljeni kapital putem novog dugoročnog zaduženja, što je malo verovatno, jer se ne radi o novim dugoročnim ulaganjima, mora se povećati sopstveni kapital iz neto dobitka da bi se ponovo uspostavila dugoročna finansijska ravnoteža. Time, u krajnjoj liniji, dolazi do supstitucije dugoročno pozajmljenog kapitala sopstvenim kapitalom. Ta supstitucija može da

bude i nemoguća ako neto dobitak nije dovoljno visok, a njegova visina je prilično neizvesna, naročito u dugom roku. Da bi se olakšala supstitucija a time i održavanje dugoročne finansijske ravnoteže i uslova za održavanja likvidnosti, mora se težiti da najdugoročnija ulaganja budu finansirana iz sopstvenog kapitala. Najdugoročnija ulaganja su ulaganja u zemljište, stalna obrtna sredstva, građevinske objekte, osnovno stado, kupljene deonice i trajni ulozi u druga preduzeća. Ulaganje u zemljište praktično se nikad ne mobilise u novac, osim ako se zemljište ne proda, jer ne podleže amortizaciji budući da mu se upotrebom ne smanjuje vrednost. Stalna obrtna sredstva pri nepromenjenom kapacitetu takođe se nesmanjuju osim ako padnu nabavne cene. Ulaganje u građevinske objekte vrlo sporo se mobilise jer je njihov vek trajanja veoma dug, često više desetaka godina. Ulaganje u osnovno stado se takođe sporo mobilise jer je visoka likvidaciona vrednost (ovde je likvidaciona vrednost ravna klaničnoj vrednosti) tako da je niska osnovica za amortizaciju, a samim time mala je i mobilizacija putem amortizacije u toku veka trajanja osnovnog stada. Trajni ulozi u druga preduzeća se nikada ne mobilisu. Ulozi u kupljene deonice takođe se nikad ne mobilisu osim ako se deonice ne prodaju, što zavisi od njihove kotacije na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti ali i od posledica izazvanih gubitkom udela u upravljanju preduzećem čije se deonice prodaju. Pribavljanje pozajmljenog kapitala na ovako duge rokove objektivno nije moguće, pa otuda ova dugoročna ulaganja zahtevaju finansiranje iz sopstvenog kapitala.

Saglasno prethodnom, svako preduzeće koje uspe da najdugoročnija ulaganja (zemljište, stalna obrtna sredstva, građevinske objekte, osnovno stado, kupljene deonice i trajni ulozi u druga preduzeća) pokrije iz sopstvenog kapitala olakšaće supstituciju dugoročno pozajmljenog sopstvenim kapitalom i time olakšati održavanje dugoročne finansijske ravnoteže i uslova za održavanje likvidnosti. Kažemo da će olakšati supstituciju zbog toga što je ona veoma

često nužna i pri potpunom pokriću najdugoročnijih ulaganja iz sopstvenog kapitala. Naime, supstitucija je nužna i neizbežna kada god se mobilizacija drugih dugoročnih ulaganja (ulaganja u druga osnovna sredstva izvan zemljišta, građevinskih objekata i osnovnog stada i dugoročne plasmane) sporije vrši nego što dospevaju obaveze po dugoročno pozajmljenom kapitalu kojim su pokrivena ta ulaganja. Razumljivo je da je ovu supstituciju lakše ostvariti ako su najdugoročnija ulaganja finansirana iz sopstvenog kapitala. Supstitucija uvek teško pada ne samo zbog ograničenih mogućnosti po osnovu visine neto dobitka nego i zbog toga što ona ne predstavlja nikakvo novo ulaganje, nikakav novi kapacitet mada su u pitanju najkvalitetnija sredstva — akumulacija. Naprotiv, supstitucija praktično znači ulaganje akumulacije u već postojeći kapacitet, a tek ako ostvarena akumulacija bude veća od supstitucije, ta razlika predstavlja novi vlastiti izvor koji se može uložiti u novi kapacitet ili u proširenje postojećeg, ili uložiti u novi dugoročni plasman. Otuda veća supstitucija istovremeno znači i veće ograničenje novih dugoročnih ulaganja.

3.2. *Smanjenje finansijskih rashoda*

Finansijski rashodi su, u stvari, troškovi finansiranja. Težnja da se oni smanje motivisana je time što se na taj način povećava raspon između obima proizvodnje koji se ostvaruje pri optimalnom korišćenju kapaciteta i obima proizvodnje neophodnog za ostvarene neutralnog finansijskog rezultata, tačnije, bruto dobitka, a taj raspon treba da bude što veći iz razloga o kojima je bilo reči u poglavlju o finansijskoj strategiji i taktici osnovnih sredstava, odnosno iz razloga povećanja neto dobitka. Prva mogućnost za smanjenje finansijskih rashoda leži u jačanju sopstvenog kapitala. Otuda preduzeća koja imaju srazmerno velika ulaganja u osnovna sredstva, što izaziva velike fiksne troškove odnosno rashode perioda, moraju imati veće učešće sopstvenog kapi-

tala; iz sopstvenog kapitala nije dovoljno finansirati samo najdugoročnija ulaganja, o čemu je bilo reči u prethodnom odeljku, već je nužno finansirati iz sopstvenog kapitala i deo opreme i drugih osnovnih sredstava kako bi se smanjili ukupni fiksni troškovi, odnosno rashodi perioda i time postigao veći raspon između obima proizvodnje pri optimalnom korišćenju kapaciteta i obima proizvodnje neophodnog za ostvarenje neutralnog finansijskog rezultata, tj. bruto dobitka. Međutim, finansijski rashodi mogu se smanjiti i izborom dugoročno pozajmljenog kapitala sa nižom cenom. Cena dugoročno pozajmljenog kapitala je, u stvari, kamatna stopa, odnosno stopa naknade za korišćenje oročenih uloga trećih lica. Pre rasprave o visini cene dugoročno pozajmljenog kapitala valja upozoriti na nominalnu i stvarnu cenu zbog toga što je stvarna cena uvek viša od nominalne, što se često gubi iz vida. Razliku između nominalne i stvarne cene pozajmljenog kapitala objasnićemo na kamatnoj stopi, jer se ona tu i javlja. Dakle, treba razlikovati nominalnu i stvarnu kamatnu stopu kao cenu kredita.

Razlike između nominalne i stvarne kamatne stope nema u slučaju kada se kamata obračunava dekurzivno, kada banka ne zahteva da korisnik kredita oroči u banci određenu sumu novca, kada ne zahteva da se za vreme korišćenja kredita uvek na depozitnom računu (žiro-računu) ne drži stanovita suma novca i kada se ne primenjuje relativna kamatna stopa. Kada ma i jedan od ovih uslova nije ispunjen, razlika između nominalne i stvarne kamatne stope postoji, pri čemu je stvarna kamatna stopa, dakako, uvek viša od nominalne. Ilustrujmo to hipotetičnim primerima.

Prvi primer. Preduzeće je uzelo kredit od milion dinara na pet godina uz kamatnu stopu od 12%, pri čemu se kamata obračunava i plaća anticipativno. Dakle, ovde je nominalna kamatna stopa 12%, a kolika je stvarna?

Godina	Iznos kredita	Iznos kamate	Stvarno raspoloživa sredstva po osnovu kredita (2-3)
1	2	3	4
I	1.000.000	120.000	880.000
II	800.000	96.000	704.000
III	600.000	72.000	528.000
IV	400.000	48.000	352.000
V	200.000	24.000	176.000
Ukupno		360.000	2.640.000
Godišnji prosek (ukupno podeljeno sa 5)		72.000	528.000

$$\text{Stvarna kamatna stopa} = \frac{72.000 \cdot 100}{528.000} = 13,64\%$$

Drugi primer. Preduzeće je uzelo kredit od milion dinara na pet godina uz kamatnu stopu do 12% sa tim što je kod banke oročilo

200.000 dinara na pet godina uz kamatnu stopu od 6%. Kamata se u oba slučaja obračunava dekurzivno. Kolika je stvarna kamatna stopa?

Godina	Kredit		Oročeni depozit		Neto dug (2-4)	Neto kamata (3-5)
	Iznos	Kamata	Iznos	Kamata		
1	2	3	4	5	6	7
I	1.000.000	120.000	200.000	12.000	800.000	108.000
II	800.000	96.000	200.000	12.000	600.000	84.000
III	600.000	72.000	200.000	12.000	400.000	60.000
IV	400.000	48.000	200.000	12.000	200.000	36.000
V	200.000	24.000	200.000	12.000	0	12.000
Ukupno					2.000.000	300.000
Godišnji prosek (ukupno podeljeno sa 5)					400.000	60.000

$$\text{Stvarna kamatna stopa} = \frac{60.000 \cdot 100}{400.000} = 15\%$$

Treći primer. Preduzeće je uzelo kredit od milion dinara na pet godina uz kamatnu stopu od 12% dekurzivno, sa tim što se obavezalo da će na svom žiro-računu stalno držati

najmanje 150.000 dinara. Na depozite po viđenju ne plaća se kamata. Kolika je stvarna kamatna stopa?

Godina	Iznos			Stvarno raspoloživa sredstva po osnovu kredita (3-2)
	Deopozita	Kredita	Kamate	
1	2	3	4	5
I	150.000	1.000.000	120.000	850.000
II	150.000	800.000	96.000	650.000
III	150.000	600.000	72.000	450.000
IV	150.000	400.000	48.000	250.000
V	150.000	200.000	24.000	50.000
Ukupno			360.000	2.250.000
Godišnji prosek (ukupno podeljeno sa 5)			72.000	450.000

$$\text{Stvarna kamatna stopa} = \frac{72.000 \cdot 100}{450.000} = 16\%$$

Izloženi primeri dokazuju da je u sva tri slučaja stvarna kamatna stopa viša od nominalne kamatne stope. Pri istoj nominalnoj kamatnoj stopi stvarna kamatna stopa je najniža ako se anticipativno računa; kod oročenog depozita ona zavisi od razlike između aktivne kamatne stope (kamata na kredit) i pasivne kamatne stope (kamata na depozit), veća razlika veća stvarna kamatna stopa, i od visine oročenog depozita, veći oročeni depozit veća stvarna kamatna stopa, a kod depozita po viđenju stvarna kamatna stopa zavisi od visine tog depozita, veći depozit po viđenju veća stvarna kamatna stopa. Naravno, moguće su i kombinacije između ovih uslova kredita, što bi još više povećalo stvarnu kamatnu stopu. Tako, npr., ako bi preduzeće uzelo pomenuti iznos kredita sa kamatnom stopom od 12% anticipativno uz obavezu držanja depozita po viđenju od 150.000 dinara (kombinacija prvog i trećeg primera), onda bi stvarna kamatna stopa iznosila čak $19,05\% = \left[\frac{72.000 \cdot 100}{528.000 - 150.000} \right]$. Kad nominalna kamatna stopa raste po aritmetičkoj progresiji, stvarna kamatna stopa raste po geometrijskoj progresiji i može dostići apsurdnu visinu. Tako, npr., ako je nominalna kamatna stopa 40% anticipativno uz 20% obaveznog depozita po viđenju od uzetog kredita, stvarna kamatna stopa je čak $100\% = \left(\frac{40 \cdot 100}{100 - 40 - 20} \right)$. O relativnoj kamatnoj stopi biće kasnije reći.

Pri izboru dugoročnih izvora finansiranja po osnovu kredita treba, dakle, uzeti u obzir stvarnu kamatnu stopu kao cenu pozajmljenih izvora a ne nominalnu kamatnu stopu, jer viša nominalna kamatna stopa može da dâ, u stvari, nižu cenu pozajmljenih izvora ako se obračunava dekurzivno, ako banka ne uslovljava davanje kredita sa držanjem depozita (oročenog ili po viđenju) i ako se ne primenjuje relativna kamatna stopa. Uvek, naravno, treba izabrati onaj kredit čija je cena

najniža, a to je kredit sa najnižom stvarnom kamatnom stopom. Na taj način biće, daka-

Pri izboru alternative da li dugoročni izvor finansiranja pribaviti iz kredita ili putem oročenog uloga trećih lica, treba upoređivati stvarnu kamatnu stopu i stopu naknada za korišćenje uloga.

Uporedivost ovih dveju stopa zavisi od tretmana naknade za ulog u poreskom bilansu. Ako se naknada za ulog u poreskom bilansu tretira isto kao i kamate, tj. kao rashodi, što znači da ne ulazi u poresku osnovicu, onda je stopa naknada uporediva sa nominalnom kamatnom stopom pod uslovom da se obračun kamata vrši dekurzivno i da se kredit koristi bez depozita, odnosno, uporediva je sa stvarnom kamatnom stopom ako se kamata obračunava anticipativno ili ako se kredit koristi uz depozit. Ako se naknada za ulog u poreskom bilansu ne priznaje kao rashod, što znači da ulazi u poresku osnovicu, tada se stopa naknade, da bi bila uporediva sa nominalnom odnosno stvarnom kamatnom stopom, povećava za procent poreza na finansijski rezultat. Ovo zato što je porez na finansijski rezultat veći ako se naknada za korišćeni ulog uključuje u poresku osnovicu. Pokažimo to na hipotetičnom primeru koji je dat u tabeli na sledećoj strani.

Ovaj primer pokazuje da je u sve tri varijante — dugoročno pozajmljeni kapital u istom iznosu, kamatna stopa odnosno stopa naknade je ista, iznos kamate odnosno naknade je isti, poslovni dobitak je isti i poreska stopa je ista. Kod varijante A i B rashode finansiranja — kamatu (varijanta A) odnosno naknadu (varijanta B) — priznaje poreski bilans, pa je stoga ista i poreska osnovica i neto dobitak. Kod varijante C rashode finansiranja ne priznaje poreski bilans, pa je otuda u odnosu na varijantu A i B poreska osnovica viša, viši je i porez na finansijski rezultat a niži neto dobitak. Neto dobitak je niži za 20.000 dinara, tj. za onoliko koliko je viši porez na finansijski rezultat. Prema tome, kod varijante C uporediva stopa na-

	Varijanta A	Varijanta B	Varijanta C
1. Dugoročni kredit sa dekurzivnim obračunom kamate dobijen bez depozita	1.000.000		
2. Dugoročni oročeni ulog trećeg lica pri čemu naknada ne ulazi u poresku osnovicu		1.000.000	
3. Dugoročni oročeni ulog trećeg lica pri čemu naknada ulazi u poresku osnovicu			1.000.000
4. Nominalna kamatna stopa, odnosno stopa naknade za ulog trećeg lica	10%	10%	10%
5. Iznos kamate, odnosno naknade	100.000	100.000	100.000
6. Poslovni dobitak	500.000	500.000	500.000
7. Rashodi finansiranja koje priznaje poreski bilans	100.000	100.000	
8. Bruto dobitak = poreska osnovica (6-7)	400.000	400.000	500.000
9. 20% poreza na bruto dobitak	80.000	80.000	100.000
10. Rashodi finansiranja koje ne priznaje poreski bilans			100.000
11. Neto dobitak	320.000	320.000	300.000

knada nije 10%, već se ona uvećava za procent poreza na finansijski rezultat, stvarna stopa naknade je $12\% = (10 \times 1,20)$, jer se stvarni trošak za finansiranje od 100.000 dinara uvećava za plaćeni porez na finansijski rezultat na taj trošak od 20.000 dinara, tako da je uporediva stvarna stopa naknada $12\% = \left(\frac{100.000 + 20.000}{1.000.000} \cdot 100 \right)$.

Stopa naknada na oročeni ulog trećih lica može da bude fiksna i varijabilna, pri čemu u ovom drugom slučaju visina stope naknade zavisi od ostvarenog finansijskog rezultata. Kad je stopa naknada varijabilna, treba na temelju planskog bilansa uspeha utvrditi očekivanu stopu naknade, pri čemu stvarna stopa naknade može da bude i viša i niža od očekivane jer zavisi od ostvarenog finansijskog rezultata. Otuda i nastaje dilema da li će da bude ispravna odluka o izboru izvora ako se upoređuje stvarna kamatna stopa i očekivana stopa naknada. Međutim, tu dilemu nije moguće prevazići iz objektivnih razloga. Sa stanovišta maksimiranja razmaka između obima proizvodnje pri optimalnom korišćenju kapaciteta i obima proizvodnje za ostvarenje neutralnog finansijskog rezultata, tj. bruto dobitka, povoljnije je finansiranje iz oročenog uloga trećeg lica s varijabilnom stopom

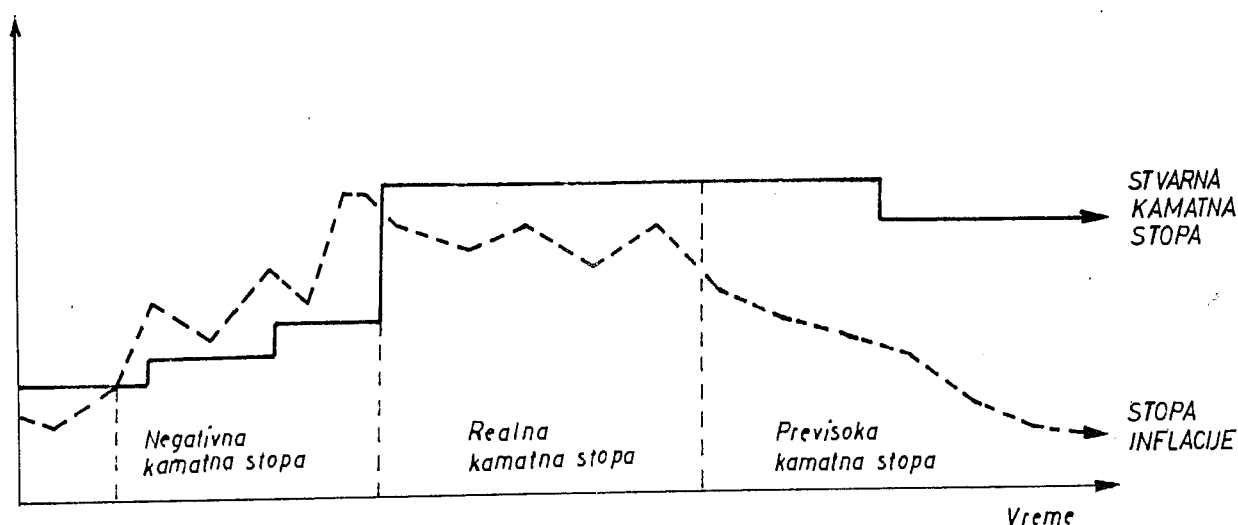
naknada nego s fiksnom stopom naknada ili iz kredita, jer naknada za korišćenje uloga trećeg lica nema karakter fiksnog troška finansiranja, ona je varijabilna, ali zato ostvarena stopa naknade može da bude i viša od stvarne kamatne stope. Dakle, ovde se radi o klasičnom riziku u pogledu visine cene pozajmljenog kapitala, koji se može ublažiti jedino tako što će se odluka o izboru izvora doneti na temelju stvarne kamatne stope i očekivane stope naknada, a ako se u realizaciji te odluke pokaže da je ostvarena stopa naknada iznad stvarne kamatne stope, treba nastojati da se taj izvor (obaveza po ulogu trećeg lica) što pre otplati sa ciljem da se na taj način poveća akumulacija.

3.3. Izbegavanje dodatnih rashoda u uslovima inflacije

Pod kojim uslovima u periodu inflacije preduzeće na dugoročnom pozajmljenom kapitalu ostvaruje inflatorne dobitke? Pre odgovora na ovo pitanje najpre treba pogledati kretanje stope inflacije i stvarne kamatne stope koja je definisana i kvantificirana u prethodnom odeljku. Prikazaćemo to sledećim grafikonom:

Stvarna kamatna
stopa

Stopa inflacije



Iz ovog grafičkog prikaza moguće je zaključiti: kad je stopa inflacije u uzlaznoj fazi dolazi do toga da stopa inflacije bude veća od stvarne kamatne stope. Tada je kamatna stopa realno negativna, preduzeće na dugoročnim obavezama ostvaruje inflatorne dobitke. U tom periodu probitačno je uzimati nove dugoročne kredite. Kada stopa inflacije dostigne neprihvatljive razmere, monetarne vlasti, po pravilu, podižu kamatnu stopu sa ciljem da se i na taj način utiče na sniženje stope inflacije i izbegnu inflatorni gubici na potraživanjima kreditora. U tom periodu stvarna kamatna stopa biva viša od stope inflacije mada je stopa inflacije još uvek visoka, ali je razmak između stvarne kamatne stope i stope inflacije relativno mali. Tada je stvarna kamatna stopa realna, realno pozitivna je, viša je od stope inflacije, ali ne mnogo. U tom periodu preduzeće, naravno, ne ostvaruje inflatorne dobitke. Potom sledi period opadanja stope inflacije dok stvarna kamatna stopa stagnira ili znatno sporije pada od stope inflacije. Tada je stvarna kamatna stopa previsoka, osetno je viša od stope inflacije, ona izaziva visoke rashode finansiranja. Upravo zbog toga u periodu visokih kamatnih stopa nije preporučljivo uzimati kredite, naročito dugoročne, sa fiksnom kamatnom stopom, jer je realno oče-

kivati da će stopa inflacije znatnije opasti pre otplate dugoročnog kredita, a to će dovesti da stvarna kamatna stopa postane previsoka, što znatno povećava rashode finansiranja.

Kada se kamata obračunava u toku godine za kraća vremenska razdoblja u uslovima kad je poznata godišnja kamatna stopa, primenjuje se takozvana relativna kamatna stopa. Relativna kamatna stopa dobija se tako što se godišnja kamatna stopa deli brojem vremenskih perioda u godini, što daje relativnu kamatnu stopu za vremenski period. Primera radi, ako je godišnja kamatna stopa 12%, relativna kamatna stopa je: za pola godine 6% = $(12:2)$, za kvartal 3% = $(12:4)$ za mesec 1% = $(12:12)$ i za dan 0,032877% = $(12:365)$. U uslovima primene relativne kamatne stope u toku godine suma obračunate kamate za celu godinu je veća od kamate koja se dobija pri obračunu na kraju godine primenom godišnje kamatne stope. Ta razlika je utoliko veća što je godišnja kamatna stopa viša i što je broj obračuna kamata (kapitalisanja) u toku godine veći. Primera radi, uzmimo da je osnovica za obračun kamate 100 dinara, da je godišnja kamatna stopa 10% (varijanta 1), odnosno 100% (varijanta 2) i da je kapitalisanje: godišnje, polugodišnje, kvartalno i mesečno. Kamata na godišnjem nivou iznosi:

Vrsta obračuna	Varijanta 1	Varijanta 2
Godišnji	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{10}{100} \right) - 1 \right] = 10,0$	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{100}{100} \right) - 1 \right] = 100$
Polugodišnji	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{5}{100} \right)^2 - 1 \right] = 10,25$	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{50}{100} \right)^2 - 1 \right] = 125$
Kvartalni	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{2,5}{100} \right)^4 - 1 \right] = 10,38$	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{25}{100} \right)^4 - 1 \right] = 144,14$
Mesečni	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{0,833}{100} \right)^{12} - 1 \right] = 10,47$	$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{8,33}{100} \right)^{12} - 1 \right] = 161,30$

Prethodni primeri pokazuju da se primenom relativne kamatne stope za obračun kamata u toku godine godišnja kamatna stopa povećava:

- ako je godišnja kamatna stopa 10%, povećava se na 10,25% (polugodišnji obračun), 10,38% (kvartalni obračun) i 10,47% (mesečni obračun);
- ako je godišnja kamatna stopa 100%, povećava se na 125% (polugodišnji obračun), 144,14% (kvartalni obračun) i 161,30% (mesečni obračun).

Dakle, primenom relativne kamatne stope obračunata kamata u toku godine, a time i godišnja stvarna kamatna stopa, povećava se utoliko više što je godišnja kamatna stopa iz koje je izvedena relativna kamatna stopa viša i što je broj obračuna kamata u toku

godine (broj kapitalisanja) veći. Pri niskim kamatnim stopama u praksi to se toleriše, jer su razlike između godišnje stvarne kamatne stope i godišnje kamatne stope iz koje je izvedena relativna kamatna stopa male, ali pri visokim kamatnim stopama, što obično biva u doba inflacije, razlike su ogromne pa se stoga za obračun kamate u toku godine ne primenjuje relativna kamatna stopa već konformna kamatna stopa. Primena konformne kamatne stope obezbeđuje da se kamata obračunata u toku godine ne povećava u odnosu na kamatu obračunatu na godišnjem nivou, a time je i stvarna kamatna stopa jednaka godišnjoj kamatnoj stopi. Konformna kamatna stopa (K_s) utvrđuje se iz godišnje kamatne stope po sledećim obrascima:

$$\text{Polugodišnja konformna kamatna stopa: } K_s = 100 \cdot \left[\sqrt[2]{\left(1 + \frac{P}{100} \right)} - 1 \right] \text{ ili: } K_s = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{P}{100} \right)^{\frac{1}{2}} - 1 \right]$$

$$\text{Kvartalna konformna kamatna stopa: } K_s = 100 \cdot \left[\sqrt[4]{\left(1 + \frac{P}{100} \right)} - 1 \right] \text{ ili: } K_s = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{P}{100} \right)^{\frac{1}{4}} - 1 \right]$$

$$\text{Mesečna konformna kamatna stopa: } K_s = 100 \cdot \left[\sqrt[12]{\left(1 + \frac{P}{100} \right)} - 1 \right] \text{ ili: } K_s = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{P}{100} \right)^{\frac{1}{12}} - 1 \right]$$

$$\text{Dnevna konformna kamatna stopa: } K_s = 100 \cdot \left[\sqrt[365]{\left(1 + \frac{P}{100} \right)} - 1 \right] \text{ ili: } K_s = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{P}{100} \right)^{\frac{1}{365}} - 1 \right]$$

Konformna kamatna stopa za određeni

$$\text{broj dana: } K_s = 100 \cdot \left[\sqrt[365]{\left(1 + \frac{P}{100} \right)^d} - 1 \right] \text{ ili: } K_s = 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{P}{100} \right)^{\frac{d}{365}} - 1 \right] \text{ gde je:}$$

p = godišnja kamatna stopa iz koje se izvodi konformna kamatna stopa i

d = broj dana za koji se računa kamata.

Ako je godišnja kamatna stopa 100% onda je konformna kamatna stopa za :

polugodište:

$$Ks = 100 \cdot \left[\sqrt{1 + \frac{100}{100}} - 1 \right] = 41,4214\%$$

kvartal:

$$Ks = 100 \cdot \left[\sqrt[4]{1 + \frac{100}{100}} - 1 \right] = 18,9207\%$$

mesec:

$$Ks = 100 \cdot \left[\sqrt[12]{1 + \frac{100}{100}} - 1 \right] = 5,9463\%$$

Ako uzmemo da je osnovica za obračun kamate 100 dinara, godišnji iznos kamate uz primenu konformne kamatne stope će biti:

$$\text{Godišnji obračun: } 100 \cdot \left[\left(1 + \frac{100}{100} \right) - 1 \right] = 100$$

Polugodišnji obračun:

$$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{41,4214}{100} \right)^2 - 1 \right] = 100$$

Kvartalni obračun:

$$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{18,9207}{100} \right)^4 - 1 \right] = 100$$

Mesečni obračun:

$$100 \cdot \left[\left(1 + \frac{5,9463}{100} \right)^{12} - 1 \right] = 100$$

Dakle, primena konformne kamatne stope pri obračunu kamate u toku godine obezbeđuje da je zbir kamata obračunat u toku godine jednak kamatama obračunat za celu godinu, odnosno da je nominalna kamatna stopa jednaka stvarnoj kamatnoj stopi.

U uslovima inflacije često se ugovara realna kamatna stopa. U takvim uslovima nominalna kamatna stopa se utvrđuje alternativno:

- ili dodavanjem ugovorne realne kamatne stope na stopu inflacije,
- ili revalorizacijom ugovorne realne kamatne stope sa indeksom inflacije podeljenim sa 100 a potom se sabira sa stopom inflacije.

Kada je stopa inflacije niska, kad se meri jednocifrenim brojem, primenjuje se prvi način. Suprotno, kada je stopa inflacije visoka, primenjuje se drugi način. U prvom slučaju stvarna realna kamatna stopa je, u stvari, ispod ugovorene. Primera radi, uzmimo da je ugovorena realna kamatna stopa 10% i da je stopa inflacije 5%, što znači da

je nominalna kamatna stopa 15% = (10+5), a stvarna realna kamatna stopa je 9,5238% = $\left(\frac{0,15 - 0,05}{1 + 0,05} \cdot 100 \right)$. U drugom slučaju stvarna realna kamatna stopa je jednaka ugovorenoj. Primera radi, neka je ugovorena realna kamatna stopa 10% pri stopi inflacije od 50%, što znači da je nominalna kamatna stopa 65% = (10 x 1,50 + 50), a stvarna realna kamatna stopa je takođe 10% = $\left(\frac{0,65 - 0,50}{1 + 0,50} \cdot 100 \right)$. Prema tome, za dužnika je prihvatljiviji prvi a za poverioca drugi način utvrđivanja nominalne kamatne stope na bazi ugovorene realne kamatne stope i stope inflacije.

U uslovima inflacije može se ugovoriti alternativno:

- ili revalorizacija glavnice i obračun ugovorene realne kamatne stope na revalorizovanu glavicu (dug),
- ili, pak, bez revalorizacije glavnice uz obračun kamate po nominalnoj kamatnoj stopi, koja je ravna revalorizovanoj ugovorenoj realnoj kamatnoj stopi plus stopa inflacije, pri čemu se postavlja pitanje šta je povoljnije za dužnika. Kad je dug s rokom vraćanja do godinu dana, ukupna suma izdavanja (glavnica plus kamata) je i u apsolutnom i u realnom iznosu ista u oba slučaja. Uzmimo, primera radi, da je dug s rokom vraćanja od godinu dana 100 dinara, da je ugovorena realna kamatna stopa 10% i da je stopa inflacije 50%, što znači da je nominalna kamatna stopa ako se ne vrši revalorizacija 65% = (10 x 1,50 + 50). Ukupno izdavanje za otplatu duga i kamate prikazano je na tabeli na narednoj strani.

Međutim, kad se radi o višegodišnjem duhu, nominalna izdavanja su različita a realna izdavanja su ista. Primera radi, uzmimo da je dug 100 dinara s rokom vraćanja nakon dve godine, da je ugovorena realna kamatna stopa 10%, da je stopa inflacije u prvoj godini 50%, što znači da je nominalna kamatna stopa u prvoj godini 65% = (10 x 1,50 + 50), da je stopa inflacije u drugoj godini 60%, što kumulativno za dve godine iznosi 140% (1,50 x 1,60 x

	Sa revalorizacijom glavnice	Bez revalorizacije glavnice
1. Dug	100	100
2. Koefficient revalorizacije	1,50	1,0
3. Revalorizovani dug (1 x 2)	150	100
4. Kamatna stopa	10%	65%
5. Kamata	15	65
6. Ukupno nominalno izdavanje (3+5)	165	165
7. Ukupno realno izdavanje	$110 = \left(\frac{165}{1,50} \right)$	$110 = \left(\frac{165}{1,50} \right)$

100 - 100), pa je otuda nominalna kamatna stopa za drugu godinu $84\% = (10 \times 2,40 + 60)$.

Ukupno izdavanje za otplatu duga i kamate je:

	Sa revalorizacijom glavnice	Bez revalorizacije glavnice
1. Dug	100	100
2. Koefficient revalorizacije u prvoj godini	1,50	1,0
3. Koefficient revalorizacije u drugoj godini	1,60	1,0
4. Revalorizovani dug na kraju prve godine (1 x 2)	150	100
5. Revalorizovani dug na kraju druge godine (4 x 3)	240	100
6. Kamatna stopa za prvu godinu	10%	65%
7. Kamatna stopa za drugu godinu	10%	84%
8. Kamata za prvu godinu	$15 = (4 \cdot 6)$	$65 = (4 \cdot 6)$
9. Kamata za drugu godinu	$24 = (5 \cdot 7)$	$84 = (5 \cdot 7)$
10. Ukupna nominalna izdavanja (5+8+9)	279	249
11. Ukupna realna izdavanja	$120 = \left(\frac{15}{1,50} + \frac{24}{2,4} + \frac{240}{2,40} \right)$	$120 = \left(\frac{65}{1,50} + \frac{84}{2,4} + \frac{100}{2,40} \right)$

Navedeni primer pokazuje:

- da su ukupna nominalna izdavanja veća kada se revalorizuje glavnica i
- da su ukupna realna izdavanja jednaka bez obzira da li se glavnica revalorizuje ili ne.

S tim u vezi postavlja se pitanje šta je za dužnika prihvatljivije. Odgovor na ovo pitanje zahteva da se uzme u obzir i način bilansiranja efekata revalorizacije glavnice. Po pravilu, efekti revalorizacije glavnice dugoročnih obaveza terete pozitivne efekte revalorizacije aktive i rashoda. Ako propisi o bilansiranju zahtevaju održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala a ostatak pozitivnih efekata revalorizacije aktive i rashoda posle pokrića negativnih efekata revalorizacije dugoro-

čnih obaveza ne obezbeđuje održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala, onda se razlika između efekata revalorizacije sopstvenog kapitala i ostatka pozitivnih efekata revalorizacije aktive i rashoda prenosi na teret rashoda a u korist povećanja sopstvenog kapitala po osnovu efekata revalorizacije. Time se realna vrednost sopstvenog kapitala održava, o čemu će u narednom odeljku više biti reči. A šta biva s finansijskim rezultatom? Da bismo odgovorili na ovo pitanje, poći ćemo od pretpostavke da ostatak pozitivnih efekata revalorizacije aktive i rashoda obezbeđuje održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala i s tim u vezi uključićemo u hipotetični primer bilansa uspeha kamate pri reva-

lorizaciji glavnice (varijanta 1), odnosno kamate bez revalorizacije glavnice (varijanta 2), pri čemu polazimo od pretpostavke da je bruto dobitak jednak poreskoj osnovici; uz

to, pretpostavićemo da bilans uspeha obuhvata period od dve godine jer je obračun kamata takođe za dve godine.

	Varijanta 1	Varijanta 2
1. Prihodi	5.000	5.000
2. Varijabilni rashodi	3.000	3.000
3. Fiksni rashodi bez kamata	1.500	1.500
4. Kamate	39	149
5. Marža pokrića (1-2)	2.000	2.000
6. Poslovni dobitak (5-3)	500	500
7. Bruto dobitak (6-4)	461	351
8. Porezi na rezultat (40%)	184	140
9. Neto dobitak	277	211

Prethodni podaci pokazuju:

- da se rashodi finansiranja znatno povećavaju ako se glavnica dugoročne obaveze ne revalorizuju, čime se dakako povećava i finansijski rizik ostvarenja bruto dobitka;
- da je porez iz finansijskog rezultata bez revalorizacije glavnice dugoročnih obaveza manji i
- da je neto dobitak bez revalorizacije glavnice dugoročnih obaveza manji.

Ako sada uzmemo u obzir da treba izvršiti i supstituciju otplaćene glavnice dugoročne obaveze iz raspodele neto dobitka, pri revalorizaciji glavnice supstitucija je 240 dinara a ostatak neto dobitka 37 dinara (277-240), a bez revalorizacije glavnice supstitucija je 100 dinara a ostatak neto dobitka 111 dinara (211-100). Iz svega proizlazi da je za dužnika bolja solucija bez revalorizacije glavnice jer je ukupni nominalni izdatak manji, manji su porezi na rezultat (ostvaruje se ušteda) i lakša je supstitucija otplaćene glavnice mada se finansijski rizik povećava.

Sve što je prethodno rečeno odnosi se na domaće kredite, odnosno na domaću inflaciju i kamate. Kako stoji stvar sa inostranim kreditima? U svakoj inostranoj zemlji kretanje stope inflacije i stvarne kamatne stope, naravno, odvija se kako je grafički prikaza-

no. Iz toga sledi da u pogledu uzimanja novog dugoročnog kredita važe isti zaključci kao i kod domaćeg kredita uz uslov da je stopa inflacije zemlje kreditora jednaka ili veća od stope inflacije zemlje korisnika kredita. Kada taj uslov nije ispunjen, tj. kada je stopa inflacije zemlje kreditora niža od stope inflacije zemlje korisnika kredita, tada se inostrani kredit stihijski revalorizuje opadajućim kursom domaće valute. Pretpostavimo da je domaće preduzeće uzelo kredit od 500.000 dolara i da je kurs dolara u vreme uzimanja kredita bio 30 dinara a u vreme otplate kredita 35 dinara. Preduzeće je po osnovu kredita dobilo 15.000.000 dinara (500.000×30) a za otplatu glavnice mora da da 17 500.000 dinara (500.000×35). Dakle, ostvaren je inflatorni gubitak od 2.500.000 dinara ($17.500.000 - 15.000.000$). Taj inflatorni gubitak može se izbeći ili barem umanjiti na više načina.

Prvo, treba izbegavati uzimanje inostranih kredita kada je domaća inflacija viša od stope inflacije zemlje kreditora. *Drugo*, ranije uzete inostrane kredite treba nastojati otplatiti pre devalvacije domaće valute, što znači otplatiti i pre dospeća roka otplate pa makar se morao uzeti domaći kredit radi sup-

stitucije inostranog. Oba ova načina potpuno otklanjaju opasnost od inflatornog gubitka po osnovu inostranog kredita. *Treće*, sredstva dobijena iz inostranog kredita treba isključivo koristiti za pribavljanje osnovnih sredstava, nikako za pribavljanje obrtnih, odnosno stalnih obrtnih sredstava. Ovo zbog toga što se u uslovima inflacije osnovna sredstva, po pravilu, revalorizuju, što nije slučaj ili ne mora biti sa obrtnim sredstvima. Revalorizacioni efekat na osnovnim sredstvima koji je ravan razlici između revalorizovane i nerevalorizovane sadašnje vrednosti osnovnog sredstva jeste, u stvari, inflatorni dobitak na osnovnim sredstvima. Taj inflatorni dobitak suprotstavlja se inflatornom gubitku na inostranom kreditu. Ako su oni jednaki, što može da bude samo slučajnost, onda je inflatorni gubitak u celini pokriven inflatornim dobitkom. Kada je inflatorni dobitak veći od inflatornog gubitka, ostvarena je pozitivna razlika koja će u vidu amortizacije ostati privrednom subjektu. Suprotno tome, kada je inflatorni gubitak veći od inflatornog dobitka, ostvarena je negativna razlika koja mora pasti na teret prihoda, što će umanjiti neto dobitak. U slučaju kada bi iz inostranog kredita bila pribavljena obrtna sredstva, onda bi ukupan inflatorni gubitak pao na teret prihoda. *Četvrto*, inostrani kredit treba, po pravilu, da koristi preduzeće koje izvozi svoje proizvode i da pri tome nastoji da uzme kredit u što mekšoj valuti (valuti čija je vrednost sklona padu) a da prodaje u što čvršćoj valuti (valuti čija je vrednost sklona rastu) ili barem da uzme kredit u onoj stranoj valuti u kojoj prodaje svoje proizvode. Na ovaj način preduzeće može takođe izbeći inflatorne gubitke na inostranom kreditu uz uslov da otplatu inostranog kredita vrši isključivo iz priliva deviza po osnovu izvoza. Ovo zbog toga što u slučaju devalvacije preduzeće ostvaruje inflatorni dobitak na devizama iz koga se, u stvari, pokriva inflatorni gubitak na inostranom kreditu. Kažemo da, po pravilu, inostrani kredit treba da koristi izvoznik zbog toga što u izve-

snim okolnostima on može biti ipak prihvatljiv i za druga preduzeća, pa čak i za uvoznika. Ako se uvoznik putem inostranog kredita oslobađa uvoza materijala, npr. putem izgradnje vlastitog kapaciteta finansiranog iz inostranog kredita delimično ili potpuno, preduzeće će imati usled devalvacije domaće valute inflatorni gubitak na inostranom kreditu, ali efekti devalvacije neće pogađati njegove troškove materijala jer ga on više ne uvozi.

U pogledu obaveza po osnovu uloga stranog lica u slučaju devalvacije domaće valute domaće preduzeće takođe trpi inflatorne gubitke. Da bi oni bili izbegnuti ili barem smanjeni, slično kao i kod inostranih kredita, može se postupiti na više načina. *Prvo*, ako je moguće, ulog treba vratiti pre devalvacije domaće valute. *Drugo*, iz uloga treba finansirati samo osnovna sredstva jer inflatorni dobici na osnovnim sredstvima smanjuju ili potpuno eliminišu inflatorne gubitke na obavezama po ulozima. *Treće*, finansiranje iz uloga stranog lica prihvatljivo je ako korisnik uloga izvozi robu ili eliminiše uvoz materijala jer će na taj način lakše podneti teret devalvacije domaće valute, o čemu je već bilo reči kod inostranog kredita.

3.4. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala u uslovima inflacije

U uslovima inflacije realna vrednost sopstvenog kapitala može ili da padne, ili da ostane nepromenjena, ili, pak da se povećava. U uslovima inflacije sopstveni kapital se povećava i po osnovu efekta revalorizacije, i po osnovu raspodele neto dobitka. Stopa rasta sopstvenog kapitala po oba osnova i stopa inflacije, teorijski, mogu da imaju sledeće relacije:

- (1) Stopa rasta sopstvenog kapitala = stopa inflacije
- (2) Stopa rasta sopstvenog kapitala > stopa inflacije

(3) Stopa rasta sopstvenog kapitala < stopa inflacije

U prvom slučaju (1) realna vrednost sopstvenog kapitala je održana. Primera radi, stopa inflacije merena cenama korpe roba i usluga decembra tekuće prema decembru prethodne godine je 180%, sopstveni kapital krajem prethodne godine je 5.000.000 dinara a njegovo uvećanje krajem tekuće godine po osnovu efekata revalorizacije i raspodele neto dobitka je za 9.000.000 dinara, odnosno za $180\% = \left(\frac{9.000.000}{5.000.000} \cdot 100\right)$.

Iz toga sledi da se za sopstveni kapital može krajem tekuće godine kupiti ista količina roba i usluga iz korpe čijim se cenama meri stopa inflacije, koja se mogla kupiti krajem prethodne godine.

U drugom slučaju (2) realna vrednost sopstvenog kapitala je povećana. Primera radi, ako je uz navedenu stopu inflacije i navedeni sopstveni kapital krajem prethodne godine sopstveni kapital krajem tekuće godine povećan po osnovu efekata revalorizacije i raspodele neto dobitka za 10.000.000 dinara, odnosno za $200\% = \left(\frac{10.000.000}{5.000.000} \cdot 100\right)$, onda je realna vrednost sopstvenog kapitala povećana za 20 procentnih poena (200-180), odnosno za $7,14\% = \left(\frac{15.000.000}{14.000.000} \cdot 100\right) - 100$.

Iz toga sledi da se iz sopstvenog kapitala može kupiti roba i usluga, čijim se cenama meri stopa inflacije, više krajem tekuće nego prethodne godina za 7,14%.

U trećem slučaju (3) realna vrednost sopstvenog kapitala je pala. Ako je uz navedenu stopu inflacije i sopstveni kapital krajem prethodne godine, primera radi, sopstveni kapital na kraju tekuće godine povećan po osnovu efekata revalorizacije i raspodele neto dobitka za 8.500.000 dinara, odnosno za $170\% = \left(\frac{8.500.000}{5.000.000} \cdot 100\right)$ onda je realna vrednost sopstvenog kapitala smanjena za 10

procentnih poena (170-180), odnosno za $3,57\% = \left[\left(\frac{14.000.000 - 13.500.000}{14.000.000}\right) \cdot 100\right]$.

Iz toga sledi da se za sopstveni kapital može kupiti manje roba i usluga čijim se cenama meri stopa inflacije krajem tekuće nego krajem prethodne godine za 3,57%.

Ako pada realna vrednost sopstvenog kapitala, preduzeće jednostavno ne može obnoviti u nesmanjenom fizičkom obimu utrošene realitete (osnovna sredstva i zalihe) koje je finansiralo iz sopstvenog kapitala. Otuda preduzeće mora ili smanjiti fizički obim poslovanja, ili se dodatno zadužiti u visini izgubljene vrednosti sopstvenog kapitala da bi održalo nesmanjeni fizički obim poslovanja. I jedno i drugo se negativno održava na neto dobitak, tačnije, neto dobitak se smanjuje jer ako se u fizičkom smislu smanji obim proizvodnje i prodaje, fiksni troškovi po jedinici proizvoda rastu, a ako obim proizvodnje i prodaje u fizičkom smislu ostaju nepromenjeni, povećaće se rashodi finansiranja zbog dodatnog zaduženja, što će opet smanjiti neto dobitak. Pri tome treba imati u vidu da pri nesmanjenom fizičkom obimu proizvodnje i prodaje do dodatnog zaduženja u visini izgubljene vrednosti sopstvenog kapitala dolazi odmah po izgubljenoj vrednosti sopstvenog kapitala ako je sopstveni kapital uložen u zalihe, a ako je uložen u osnovna sredstva, do dodatnog zaduženja će doći kada ta osnovna sredstva usled dotrajalosti bude trebalo zameniti. Uz to, da se ne bi pogoršala dugoročna finansijska ravnoteža, dodatno zaduženje bi trebalo biti dugoročno.

Da li će se u uslovima inflacije održati ili neće realna vrednost sopstvenog kapitala, ponajviše zavisi od propisa o bilansiranju. Ako je vrhunski cilj bilansiranja u uslovima inflacije održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala po osnovu efekata revalorizacije, sopstveni kapital će rasti tačno po stopi inflacije; revalorizacijom se održava realna vrednost sopstvenog kapitala a prirast sopstvenog kapitala po osnovu raspodele neto dobitka u

takvim okolnostima, naravno, predstavlja njegovo realno uvećanje. Ako propisi o bilansiranju ne obezbeđuju održavanje realne vrednosti kapitala, finansijska strategija i taktika mora se usmeriti na održavanje realne vrednosti kapitala na sledeći način. Težiće se da se ostvaruju što viši pozitivni revalorizacioni efekti po osnovu revalorizacije aktive i rashoda a što niži negativni revalorizacioni efekti po osnovu revalorizacije obaveza (naravno, u granicama propisa o bilansiranju) kako bi se razlikom između pozitivnih i negativnih efekata revalorizacije održala realna vrednost sopstvenog kapitala. Ako se na taj način ne može održati realna vrednost sopstvenog kapitala, treba se truditi da se iz raspodele neto dobitka poveća sopstveni kapital u iznosu koji obezbeđuje njegovo održavanje realne vrednosti.

4. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA ZALIHA

4.1. Zalihe sirovina i materijala

Zalihe sirovina i materijala, uključujući ovde i gorivo, mazivo, auto-gume, ambalažu i sitan inventar, treba da omoguće iskorišćenje optimalnog, odnosno realnog kapaciteta i odvijanje procesa proizvodnje bez zastoja. Da bi se to ostvarilo, raspoložive zalihe sirovina i materijala moraju biti uvek prisutne u stanovitom iznosu u preduzeću. Samo prisustvo zaliha sirovina i materijala dejstvuje višestruko na finansijsku snagu. Njihovo pozitivno dejstvo sastoji se u tome što one omogućuju proizvodnju, a potom i prodaju i preko toga ostvarenje pozitivnog finansijskog rezultata, tj. uvećanje imovine. Negativno dejstvo ogleda se u tome što su zalihe sirovina i materijala, dakako, nelikvidni oblik sredstava, što negativno utiče na likvidnost i mogućnost finansiranja, što prouzrokuju tzv. troškove zaliha, kao što su: troškovi finansiranja, troškovi osiguranja, troškovi skladištenja (u okviru troškova skladištenja su: troškovi sortiranja i manipulacije u samom skladištu, kod specifičnih mate-

rijala, npr. voća za preradu, troškovi energije za održavanje nižih temperatura, eventualno, troškovi zakupa skladišnog prostora i troškovi kvara i loma materijala u skladištu) — a svi ti troškovi umanjuju finansijski rezultat.

Saglasno prethodno izloženom, finansijska strategija i taktika zaliha sirovina i materijala treba da obezbede: održavanje zaliha sirovina i materijala na nivou koji omogućuje iskorišćenje optimalnog, odnosno realnog kapaciteta na planiranom nivou bez prekida kontinuiteta procesa proizvodnje i da se pri tome troškovi izazvani zalihama svedu na minimum. Da bi se to ostvarilo, prvo se mora odrediti nivo zaliha sirovina i materijala koji mora da bude uvek prisutan u okviru preduzeća. Taj nivo zaliha sirovina i materijala jeste optimalan, optimum zaliha, jer omogućuje, kao što smo rekli, iskorišćenje kapaciteta i odvijanje kontinuiteta procesa proizvodnje bez zastoja i svodi troškove prouzrokovane zalihama (troškovi finansiranja, troškovi osiguranja i troškovi skladištenja) na minimum. Sam optimum zaliha sirovina i materijala nije fiksna, on se kreće između minimuma i maksimuma zaliha. To znači da su zalihe na nivou optimuma kada nisu manje od minimalnih ni veće od maksimalnih. Pad zaliha sirovina i materijala ispod minimuma dovešće ili do sniženja stepena iskorišćenja kapaciteta (tj. smanjenja obima proizvodnje), ili do prekida kontinuiteta procesa proizvodnje iz prostog razloga — što nema osnovnog materijala da se proizvodi proizvod nove upotrebne vrednosti (smanjenje obima proizvodnje) ili nema nekog materijala da se dovrši proizvodnja proizvoda nove upotrebne vrednosti (period kontinuiteta). U prvom slučaju ukupan obim proizvodnje biće manji, a time će biti manji i obim prodaje i, dakako, finansijski rezultat. U drugom slučaju zalihe nedovršene proizvodnje će se povećati, što će izazvati dodatne troškove finansiranja i eventualno skladištenja nezavršenih proizvoda, a to će opet smanjiti finansijski rezultat. Porast zaliha sirovina i ma-

terijala iznad maksimuma prouzrokuje dodatne troškove finansiranja, osiguranja i skladištenja, što opet umanjuje finansijski rezultat.

Samo utvrđivanje minimuma i maksimuma zalihe nije nimalo jednostavan problem. U literaturi ovaj problem se rešava uz pomoć optimalne veličine narudžbine izražene brojem jedinice materijala koji se poručuje jednom narudžbinom. Optimalna veličina narudžbine je ona koja troškove narudžbine i troškove zaliha svodi na minimum. Optimalna veličina narudžbine (N_{opt}) dobija se po sledećoj formuli:¹²⁵

$$N_{opt} = \sqrt{\frac{2 \cdot G_u \cdot T_n}{C_n \cdot S_t}}$$

gde je:

G_u = godišnji utrošak materijala količinski izražen,

T_n = troškovi lansiranja jedne narudžbine,

C_n = nabavna cena po jedinici materijala,

S_t = stopa troškova zaliha izražena decimalnim brojem, koja se dobije iz odnosa troškova zaliha i prosečne vrednosti zaliha.

Kada bi se proces nabavke odvijao po principu optimalne veličine narudžbine, stvarne zalihe bi na dan kada treba da prispe materijal lansirane narudžbine pale na nulu. Ako bi izvršenje narudžbine zakasnilo (bilo zbog toga što dobavljač nije poslao materijal po prijemu narudžbe, bilo zbog toga što su nastale smetnje u transportu koje su izazvale usporenje prevoza), to bi u procesu proizvodnje izazvalo prekid proizvodnje (ako je osnovni materijal u pitanju), što znači da bi obim proizvodnje bio smanjen, ili bi izazvalo usporavanje dovršenja proizvoda nove upotrebne vrednosti (ako je neki drugi materijal u pitanju), što bi dovelo do usporavanja ritma proizvodnje a time i do nagomilavanja zaliha nedovršene proizvodnje. Očito da ovakav rizik nije prihvatljiv jer on često može da bude katastrofalan, a katastrofalan je ako, npr.,

stane visoka peć, pa i svaka druga proizvodnja. Da bi se taj rizik izbegao, utvrđuju se rezervne zalihe, a rezervne zalihe su u stvari minimalne zalihe. Minimalne zalihe se utvrđuju tako što se optimalna veličina narudžbine množi procentom rizika blagovremenog izvršenja narudžbine. Taj procent svako preduzeće određuje na temelju empirijskog iskustva o urednosti izvršenja isporuke dobavljača i brzini transporta pošiljke. Iz toga sledi da je minimum zaliha (Z_{min}) jednak:

$$Z_{min} = N_{opt} \cdot S_r$$

gde je:

N_{opt} = optimalna veličina narudžbine i

S_r = procent rizika blagovremenog izvršenja narudžbine izražen decimalnim brojem.

Maksimum zalihe (Z_{max}) je jednak zbiru minimalne zalihe i optimalne veličine narudžbine, tj.:

$$Z_{max} = Z_{min} + N_{opt}$$

Ako se narudžbine izvršavaju blagovremeno (bez zakašnjenja), stvarne zalihe na dan prispeća materijala po lansirnoj narudžbini biće na nivou maksimuma a na prethodni dan biće na nivou minimuma. Iz tog sledi da će optimum zalihe biti ravan minimalnim zaliham plus polovina optimalne veličine narudžbine. Naravno, ako bi prispeće materijala po lansirnoj narudžbini zakasnilo, stvarne zalihe bi pale ispod minimalnih a nesmanjeni obim proizvodnje i kontinuitet proizvodnje održavao bi se sve dotle dok se ne utroše minimalne zalihe.

Celi problem, dakle, svodi se na utvrđivanje optimalne veličine narudžbine, a ona zavisi od visine troškova narudžbine i visine troškova zaliha, koje nimalo nije jednostavno proceniti i kvantitativno izraziti. U troškove narudžbine spadaju:

a) direktni troškovi narudžbine pojedine vrste materijala — varijabilni troškovi (troš-

¹²⁵ Dr Dragan Krasulja: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980, str. 259.

kovi kancelarijskog materijala koji nastaju u različitim službama pri svakom naručivanju, poštanski, telefonsko-telegrafski i troškovi bankarskih usluga);

b) opšti troškovi naručivanja koji u izvesnoj meri variraju prema broju narudžbina — relativno fiksni troškovi (troškovi ličnih dohoda svih onih radnika koji obavljaju neki posao u vezi sa narudžbinom i izvršenjem narudžbine — to su radnici u nabavnoj, skladišnoj, finansijskoj i knjigovodstvenoj službi i materijalni troškovi koje nije moguće povezati sa pojedinom narudžbom) i

c) opšti fiksni troškovi (troškovi ličnih dohoda rukovodećih radnika u službama koje se bave naručivanjem, amortizacija osnovnih sredstava koja koriste te službe, troškovi opravke i osiguranja tih osnovnih sredstava).¹²⁶

Deljenjem svih ovih troškova brojem narudžbina dobijaju se prosečni troškovi narudžbine.

Troškove zalihe čine:

a) troškovi finansiranja koji su ravni umnošku prosečne (ponderisane) cene izvora finansiranja i prosečnih zaliha i

b) troškovi držanja zaliha koji obuhvataju sve troškove skladišta — materijalne troškove, amortizaciju, lične dohotke radnika u skladištu, osiguranje i opravku osnovnih sredstava u skladištu — i troškove samih zaliha — troškovi osiguranja zaliha i troškovi loma i kvara.

$$\text{Optimalna veličina narudžbine} = \sqrt{\frac{2 \cdot 120 \cdot 1.500}{1.000 \cdot 0,15}} = \sqrt{\frac{360.000}{150}} = \sqrt{2.400} = 49$$

Dakle, optimalna veličina narudžbine je 49 tona. To znači da bi dva vagona (recimo da se radi o tečnom gorivu koje se prevozi cisternama čiji je kapacitet 20 tona) bila puna a u

Kada se godišnji zbir troškova zaliha stavi u odnos sa prosečnim zalihama, dobije se stopa troškova zaliha.¹²⁷

Iz pobrojanih vrsta troškova narudžbine i zaliha, naročito troškova narudžbine, nije teško zaključiti da je ovaj postupak teško prihvatljiv za praksu. Istina, kao olakšanje preporučuje se da se ovaj postupak ne primenjuje na sve vrste materijala već samo na one koji imaju najveće učešće u vrednosti ukupnih zaliha.¹²⁸ Uprkos tome, ostaje problem realnosti procene troškova narudžbine i troškova zaliha a od njih bitno zavisi veličina narudžbine a time i visina zaliha.¹²⁹ Osim toga, po navedenoj formuli optimalne narudžbine može se dobiti veličina narudžbine koja bi dovela do povećanja nabavne cene po osnovu transportnih troškova. To će biti u onom slučaju kada se transportna cena plaća bruto za neto, što je gotovo redovno kod vagonskih pošiljki bilo da se otpremaju vagonom ili kamionom. Primera radi, uzmimo da je godišnja potreba nekog materijala 120 tona, da su troškovi narudžbine 1.500 dinara, da je nabavna cena 1.000 dinara po toni i da je stopa troškova zaliha 0,15. Na temelju ovih podataka optimalna veličina narudžbine će biti:

trećem samo 9 tona, pri čemu bi se troškovi prevoza platili za 20 tona jer je transportna cena bruto za neto. Očito da bi to dovelo do povećanja nabavne cene. Optimalna veličina narudžbine, podsetimo se, svodi troškove

126 Dr Ivan Turk: *Računovodstvene informacije kao podloga za donošenje poslovnih odluka*, „Informator“, Zagreb, 1971, str. 154.

127 Detaljnije o tome vidi: Dr Radivoj Tepšić, *Obrtna sredstva*, Informator, Zagreb, 1979, str. 84.

128 Vidi o tome citirana dela: Turk (str. 153), Krasulja (str. 253) i Tepšić (str. 83).

129 Detaljnije o tome vidi: Dr Josef Löffelholz, *Repetitorium der Betriebswirtschaftslehre*, Dr Th. Gabler, Wiesbaden, 1971, str. 323 i 367.

nabavke i troškove zaliha na minimum, ali u ovom slučaju podiže se nabavna cena, što znači da ukupni troškovi — nabavna vrednost plus troškovi narudžbine plus troškovi zaliha — nisu minimalni. U stvari, u ovakvim okolnostima trebalo bi analizom utvrditi za koliko su povećani troškovi transporta i da li su oni veći ili manji od razlike između troškova narudžbine i troškova zaliha u uslovima kada bi optimalna narudžbina bila na nivou potpunog iskorišćenja transportnog vozila i tih istih troškova u uslovima optimalne veličine narudžbe. Očito da bi takva analiza bila dug i zametan posao i uz to nerealna zbog problema realnog procenjivanja troškova zaliha i troškova narudžbine, naročito ovih potonjih.

Budući da su troškovi narudžbine najvećim delom fiksni, smatramo da se ovaj problem može jednostavnije prevazići. Kod krupnih materijala koji se prevoze vagonima ili kamionima i u uslovima kada se prevoz plaća bruto za neto, najpre treba proveriti da li je povećanje transportnih troškova zbog plaćanja bruto za neto veće ili manje od povećanja troškova po osnovu zaliha i to samo onih troškova koji variraju sa nivoom zaliha, a to su troškovi finansiranja, troškovi kvara i loma, troškovi osiguranja i eventualno još neki specifični troškovi. Ako je povećanje troškova transporta po osnovu plaćanja bruto za neto veće od povećanja troškova zaliha, što će verovatno biti najčešći slučaj, onda se minimalne zalihe mogu utvrditi na sledeći način:

$$Z_{\min} = \frac{G_u \cdot T_u}{T_r} \cdot S_r \quad (1)$$

gde je:

G_u = godišnji utrošak količinski izražen,
 T_u = broj dana koji protekne dok se potroši jedna pošiljka čiji je obim određen nosivošću transportnog sredstva,
 T_r = broj radnih dana u godini,
 S_r = procent rizika blagovremenog izvršenja narudžbe izražen decimalnim brojem.

Vratimo se našem prethodno navedenom primeru, prema kome je godišnji utrošak

120 tona, jedna pošiljka je 20 tona, broj radnih dana u godini je 300, što znači da je dnevna potrošnja 0,4 tone (120:300) iz čega izlazi da je jedna pošiljka dovoljna za potrošnju od 50 dana (20:0,4). Uz pretpostavku da je procenjeni rizik blagovremene isporuke 20%, minimalna zaliha je:

$$Z_{\min} = \frac{120 \cdot 50}{300} \cdot 0,20 = 20 \cdot 0,20 = 4$$

Maksimalna zaliha je ravna minimalnoj zalihi plus jedna pošiljka, koja se dobija iz izraza $\frac{G_u \cdot T_u}{T_r}$ obrasca 1. Dakle, maksimalna zaliha u našem primeru je:

$$Z_{\max} = Z_{\min} + \frac{G_b \cdot T_u}{T_r} = 4 + \frac{120 \cdot 50}{300} = 4 + 20 = 24 \quad (1a)$$

Iz ovih proračuna izlazi da će se stvarne zalihe kretati od 4 tone (minimum) do 24 tone (maksimum), a optimalna zaliha biće 14 tona $\left(\frac{4 + 24}{2}\right)$.

Kod sirovina i materijala koje se doprema ju denčanim pošiljkama ili se transportni troškovi ne plaćaju po principu bruto za neto, minimum zalihe može se utvrditi po obrascu:

$$Z_{\min} = \frac{G_u \cdot T_n}{T_r} \cdot S_r \quad (2)$$

gde je:

G_u = godišnji fizički utrošak,
 T_n = broj dana koji protekne od momenta naručivanja do momenta prijema u skladište,
 T_r = broj radnih dana u godini
 S_r = procent rizika blagovremenog izvršenja narudžbine izražen decimalnim brojem,

iz čega sledi da je maksimum zalihe:

$$Z_{\max} = Z_{\min} + \frac{G_u \cdot T_n}{T_r} \quad (2a)$$

Optimum zalihe biće, naravno, ravan zbiru minimuma i maksimuma podeljen sa 2.

U uslovima sezonskog utroška materijala T_r u obrascima 1, 1a, 2 i 2a označava broj radnih dana u sezoni, odnosno broj dana trošenja materijala u sezoni. Ako se u toku godine sezona ponavlja dva ili više puta, što

znači da postoje dva ili više ciklusa trošenja materijala, G_u u obrascima 1, 1a, 2 i 2a označava količinu utroška materijala u toku jednog ciklusa, odnosno u toku jedne sezone. Iz ovog izlazi da se u ovom slučaju minimum, maksimum i optimum zaliha utvrđuju za svaki ciklus, odnosno sezonu posebno. Kod materijala čija je vrednost u ukupnim zalihama relativno mala a broj vrsta relativno veliki, to su oni materijali koji po sistemu ABC spadaju u grupu C i eventualno u grupu B, proračun minimuma, maksimuma i optimuma zaliha vrši se, po pravilu, samo u vrednosnom izrazu. To znači da se u obrascima 1, 1a, 2 i 2a godišnji utrošak (G_u) ne izražava godišnjim fizičkim utroškom, odnosno fizičkim utroškom u toku jedne sezone nego vrednošću godišnjeg utroška, odnosno vrednošću utroška u toku jedne sezone, pri čemu se ta vrednost dobije, naravno, umnoškom fizičkog utroška i nabavne cene.

Da bi se zalihe sirovina i materijala održavale u granici između minimuma i maksimuma, odnosno na nivou optimuma, pored proračuna minimuma i maksimuma zaliha, nužno je znati momenat naručivanja odnosno momenat lansiranja narudžbine i veličinu narudžbine. Momenat lansiranja narudžbine određen je visinom minimalnih zaliha, vremenom izvršenja narudžbine i količinom dnevnog utroška. Naime, narudžbina se lansira kada se ukupne stvarne zalihe (Z stvarne) izjednače sa umnoškom vremena izvršenja narudžbine (T_n) i količinom dnevnog utroška (D_u) plus minimalna zaliha. Dakle, momenat naručivanja je:

$$\text{Stvarna zaliha} = T_n \cdot D_u + Z_{\min} = \text{momenat naručivanja}$$

Veličina narudžbine određena je razlikom između maksimalne i minimalne zalihe, tj.

$$Z_{\max} - Z_{\min} = \text{veličina narudžbine}$$

U navedenom primeru već smo konstatovali da je minimalna zaliha 4 a maksimalna 24 tone, da je dnevni utrošak 0,4 tone. Uz pretpostavku da je vreme izvršenja narudžbe 20 dana, momenat naručivanja je onda kada stvar-

ne zalihe padnu na nivo od 12 tona ($20 \times 0,4 + 4$) a veličina narudžbine je 20 tona ($24 - 4$). Dok se narudžbina izvrši, stvarne zalihe će pasti na minimalne ($4 \text{ tone} = 12 - 20 \times 0,4$) a potom će porasti na maksimalne ($24 \text{ tone} = 4 + 20$); dakle, zalihe će se kretati između minimuma i maksimuma.

U uslovima inflacije preduzeća su sklona da prekorače nivo maksimalnih zaliha sirovina i materijala, čime se prosečne zalihe podižu iznad optimuma, što ima za posledicu povećanje troškova zaliha. Sklonost prekoračenja nivoa maksimalnih zaliha sirovina i materijala dolazi zbog težnje da se izbegne nabavka po višim cenama, odnosno da se pre povećanja cena nabavi što više sirovina i materijala kako bi se na taj način izbeglo negativno dejstvo viših nabavnih cena na finansijski rezultat. Da li je ili nije prihvatljivo prekoračenje maksimuma zaliha, zavisi od relacije povećanja troškova zaliha i smanjenja finansijskog rezultata po osnovu povećanja nabavnih cena. Samo ako je povećanje troškova zaliha manje od smanjenja finansijskog rezultata po osnovu povećanja nabavnih cena, onda je opravdano prekoračenje nivoa maksimalnih zaliha. Sada dolazimo do problema kako kvantifikovati povećanje troškova zaliha i smanjenja finansijskog rezultata po osnovu povećanja nabavnih cena. Povećanje troškova zaliha može se kvantificirati na sledeći način:

$$[Q \cdot C_{n_0} - (Z_{\max} - Z_{\min}) \cdot C_{n_0}] \cdot S_t = \text{Povećanje troškova zaliha}$$

gde je:

Q = količina materijala koji se namerava nabaviti zbog povećanja nabavnih cena,

$Z_{\max}$ = zaliha maksimuma izražena fizičkom jedinicom mere,

$Z_{\min}$ = zaliha minimuma izražena fizičkom jedinicom mere,

C_{n_0} = nabavna cena pre povećanja i

S_t = stopa troškova zaliha izražena decimalnim brojem.

Troškovi zaliha, podsetimo se, obuhvataju: troškove finansiranja, troškove osiguranja i

troškove skladištenja. Kako ih kvantificirati u ovom slučaju? Uzmimo najpre troškove finansiranja. Troškovi finansiranja zaliha ne moraju se uopšte povećavati mada se zalihe povećavaju iznad maksimalnih. To će biti onda kada zalihe gotovih proizvoda padaju usled ubrzanja prodaje, o čemu će biti reči u odeljku o zalihama gotovih proizvoda, u obimu u kome se zalihe sirovina i materijala povećavaju usled prekoračenja maksimalnih zaliha. Tada nivo ukupnih zaliha (zaliha sirovina, materijala, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda) ostaje nepromenjen, menja se samo struktura zaliha, što znači da se troškovi finansiranja svih zaliha takođe ne menjaju. U takvim okolnostima ne bi trebalo uopšte uzeti u obzir troškove finansiranja zaliha za utvrđivanje relacije povećanja troškova zaliha i smanjenja finansijskog rezultata uz uslov da je najskuplji izvor finansiranja računat po stvarnoj kamatnoj stopi (o kojoj je bilo reči u poglavlju o finansijskoj strategiji i taktici sopstvenog kapitala, dugoročno pozajmljenog kapitala i dugoročnih rezervisanja) niži od stope bruto akumulacije računate iz odnosa zbiru neto dobitka i kamata prema prosečno angažovanim poslovnim sredstvima. Kada taj uslov nije zadovoljen, kada je stopa bruto akumulacije niža od stvarne kamatne stope najskupljeg izvora finansiranja, za potrebe obračuna troškova zaliha treba uzeti u obzir stvarnu kamatnu stopu najskupljeg izvora finansiranja bez obzira za šta su sredstva iz tog izvora finansiranja upotrebljena. Ovo zbog toga što u ovom slučaju postoji alternativa za upotrebu novca koji nastaje usled ubrzanja mobilizacije zaliha gotovih proizvoda; on se može upotrebiti ili za otplatu najskupljeg izvora finansiranja a time i smanjiti kamate i povećati finansijski rezultat, ili za povećanje zaliha sirovina i materijala i time izbeći više nabavne cene i povećati finansijski rezultat. Ukoliko povećanje zaliha sirovina i materijala zahteva pribavljanje novih izvora finansiranja, što znači da zalihe gotovih proizvoda nisu smanjene, onda troškove finansiranja zaliha treba računati

na bazi stvarne kamatne stope novog izvora finansiranja. Dakle, može se uzeti da je stopa troškova finansiranja zaliha (S_f) za obračun troškova zaliha: (a) ravna nuli ako je stvarna kamatna stopa najskupljeg izvora finansiranja niža do stope bruto akumulacije, (b) jednaka stvarnoj kamatnoj stopi najskupljeg izvora finansiranja (oba ova slučaja važe samo ako se ukupne zalihe ne povećavaju) i (c) jednaka stvarnoj kamatnoj stopi novog dodatnog izvora finansiranja (ovo vredi ako se ukupne zalihe povećavaju).

Troškovi osiguranja zaliha određeni su premijom osiguranja, što znači da se i ti troškovi mogu izraziti u vidu stope premije osiguranja (S_p). Najzad, ostaju još troškovi skladištenja. Ovde treba uzeti samo one troškove koji su direktno izazvani lagerovanjem materijala koji se namerava nabavljati iznad maksimuma zaliha; to su, npr. povećani troškovi kvara i loma, troškovi novog zakupa skladišnog prostora, povećani troškovi manipulacije u skladištu i sl. Kada se ovi troškovi stave u odnos sa vrednošću zaliha iznad maksimuma, koji je kvantitativno izražen rezultatom u okviru srednje zgrade prednjeg obrasca dobiće se stopa troškova lagerovanja zaliha (S_l). Prema tome, stopa troškova zaliha (S_t) je jednaka zbiru stope troškova finansiranja (S_f), stope troškova osiguranja (S_p) i stope troškova lagerovanja (S_l), tj. $S_t = S_f + S_p + S_l$.

Smanjenje finansijskog rezultata po osnovu povećanja nabavnih cena dobija se na sledeći način:

$$Q \cdot (C_{n_1} - C_{n_0}) = \text{smanjenje finansijskog rezultata po osnovu povećanja nabavnih cena}$$

gde je:

Q = količina materijala koja se namerava nabaviti zbog povećanja nabavnih cena,

C_{n_1} = očekivana nova (povećana) nabavna cena i

C_{n_0} = nabavna cena pre povećanja.

Visina zaliha sirovina i materijala u vrednosnom izrazu ne zavisi samo od toga da li su ove zalihe u fizičkom izrazu na nivou optimuma, već i od toga po kojim cenama su zalihe bilansirane u bilansu stanja. Zalihe u bilansu stanja mogu da budu bilansirane po prvim ulaznim cenama ako se obračun utroška zaliha vrši po LIFO metodi, po poslednjim ulaznim cenama ako se obračun utroška vrši po FIFO metodi, po najnižim cenama ako se obračun utroška vrši po HIFO metodi i po prosečnoj ceni ako se obračun utroška vrši po stvarnoj nabavnoj ceni ili ako se primenjuje planska nabavna cena. U interesu je preduzeća da vrednost zaliha i sirovina bude što niža jer će tada biti niži i troškovi finansiranja a, osim toga, lakše će se uspostaviti i održavati dugoročna finansijska ravnoteža jer što je vrednost ukupnih zaliha niža, niža je i vrednost stvarnih zaliha, što će dakako olakšati održavanje likvidnosti. S tim u vezi zalihe sirovina i materijala treba bilansirati po najnižim cenama, a to će se postići ako se:

- u uslovima stalnog rasta cena obračun utroška vrši po LIFO metodi,
- u uslovima stalnog pada cena obračun utroška vrši po FIFO metodi i
- u uslovima kada cene osciliraju čas na gore čas na dole obračun utroška vrši po HIFO metodi.

Osim toga, zalihe sirovina i materijala kao i rezervnih delova i sitnog inventara često postaju neupotrebljive bilo zato što se promenio proizvodni program, bilo zato što je nađena supstitucija sa drugim materijalom. Te zalihe su zastarele, ne koriste se u procesu proizvodnje, a izazivaju troškove finansiranja i držanja tih zaliha. Najlakše je opaziti prisustvo takvih zaliha posmatranjem izlaza svake vrste zaliha. Svaka vrsta zaliha koja u dužem razdoblju nema izlaz moguće je da je zastarela, što treba odmah ispitati i ukoliko

se stvarno radi o zastareloj zalihi, treba je što pre ukloniti bilo prodajom bilo otpisom, ako se prodati ne može.

4.2. Zalihe nezavršene proizvodnje

Zalihe nezavršene proizvodnje jesu, u stvari, troškovi nezavršene proizvodnje. Njihovo dejstvo na finansijsku snagu je višestruko. Razumljivo je da su zalihe nezavršene proizvodnje nelikvidan oblik sredstava, što negativno deluje na likvidnost i finansiranje, ali budući da su to istovremeno troškovi, odnosno budući rashodi a i budući prihodi u visini prodajne cene, one istovremeno deluju i na rentabilnost u visini razmaka između prihoda i rashoda.

Obim zaliha nezavršene proizvodnje zavisi od:

- veličine kapaciteta, tačnije, od stepena iskorišćenja optimalnog, odnosno realnog kapaciteta,
- dužine ciklusa proizvodnje i
- visine troškova proizvodnje.

Srazmerno povećanju stepena iskorišćenja kapaciteta povećavaju se zalihe nezavršene proizvodnje. Međutim, iako to negativno deluje na likvidnost i finansiranje, povećanje zaliha nezavršene proizvodnje po ovom osnovu je prihvatljivo sve do optimalnog stepena iskorišćenja kapaciteta. U tehničkom smislu optimalni stepen iskorišćenja kapaciteta jeste onaj nivo proizvodnje koji se dobije kada se od tehnički mogućeg nivoa proizvodnje oduzme obim proizvodnje koji se ne može ostvariti zbog neophodnih zastoja u proizvodnji po osnovu održavanja osnovnih sredstava, pripremnog i završnog vremena u procesu proizvodnje.¹³⁰ U ekonomskom smislu optimalni stepen iskorišćenja kapaciteta daje onaj obim proizvodnje koji čini najveći stepen udaljavanja od donje tačke rentabilnosti, a to istovremeno znači da se sa tim obimom

130 Detaljnije o tome vidi: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, Ekonomika, Novi Beograd, 1990, str. 207. Realni kapacitet je niži od optimalnog usled postojanja uskih grla, odnosno usled toga što pogonska spremnost nije na nivou optimuma.

proizvodnje ostvaruje najviši finansijski rezultat. I upravo zbog toga i jeste stalna težnja da se kapacitet koristi na nivou optimuma uprkos tome što to povećava zalihe nezavršene proizvodnje a time pojačava i negativan uticaj na likvidnost i finansiranje. Međutim, iskorišćenje kapaciteta na nivou optimuma i kada je realni kapacitet jednak optimalnom zavisi: od situacije na nabavnom tržištu (tačnije, od mogućnosti pribavljanja predmeta rada, energije i usluga u obimu koji je neophodan za obim proizvodnje na nivou optimalnog stepena iskorišćenja kapaciteta), od situacije na prodajnom tržištu (tačnije, od mogućnosti prodaje obima proizvodnje koji se dobija pri optimalnom stepenu iskorišćenja kapaciteta), i najzad, zavisi od situacije na novčanom tržištu (tačnije, od mogućnosti pribavljanja izvora finansiranja koji bi omogućili finansiranje pri optimalnom stepenu iskorišćenja kapaciteta, pri čemu ovde ne mislimo samo na finansiranje zaliha nezavršene proizvodnje već na finansiranje ukupnih zaliha i potraživanja po osnovi prodaje o čemu će više biti reči u narednom poglavlju). Uzimajući u obzir sva ova ograničenja iskorišćenja instaliranog kapaciteta na nivou optimuma svako preduzeće planira obim proizvodnje, koji je često niži od optimalnog obima proizvodnje, što znači da je planski stepen iskorišćenja kapaciteta niži od optimalnog stepena iskorišćenja kapaciteta, a u idealnim okolnostima oni se izjednačuju i tom idealu svako preduzeće teži. Dakle, kada je planiran stepen iskorišćenja kapaciteta, time je po tom osnovu određena i visina zaliha nezavršene proizvodnje.

Dužina ciklusa proizvodnje takođe deluje na visinu zaliha nezavršene proizvodnje, duži ciklus proizvodnje veće zalihe i obrnuto. Pri tome, dužina ciklusa proizvodnje može a i ne mora da ima uticaj na stepen iskorišćenja kapaciteta. On ima uticaja na stepen iskorišćenja kapaciteta u onom slučaju kada proces izrade dela proizvoda traje duže od tehnički potrebnog vremena za nje-

govu izradu, jer će za to vreme biti proizvedeno manje delova proizvoda a time će biti i niži stepen iskorišćenja kapaciteta. Međutim, ako sklapanje delova proizvoda vremenski traje duže nego što je to objektivno potrebno, onda će se zalihe nezavršene proizvodnje povećavati dok će stepen iskorišćenja kapaciteta koji služi za izradu delova ostati nepromenjen. Naravno, ukupan kapacitet, kapacitet svih osnovnih sredstava, i u ovom slučaju u datom odsečku vremena biće manje korišćen jer će obim završene proizvodnje biti ispod planiranog odnosno optimalnog obima. Ali u dužem vremenskom intervalu, u vremenskom intervalu od npr. godinu dana, i kad sklapanje proizvoda vremenski traje duže u pojedinim mesecima, ukupan kapacitet ne mora da bude smanjen, godišnji obim proizvodnje biće na nivou planiranog, ali će se zalihe nezavršene proizvodnje povećati. Iz ovog izlazi da je bitno što je moguće više skratiti ciklus proizvodnje i time postići veći stepen iskorišćenja kapaciteta i izbeći po tom osnovu povećanje zaliha nezavršene proizvodnje.

Troškovi proizvodnje zavise od visine utroška i cene utroška, a kada se posmatraju po jedinici proizvoda, fiksni i relativno fiksni troškovi zavise i od obima proizvodnje. Svako povećanje troškova istovremeno znači i povećanje zaliha nezavršene proizvodnje i obrnuto. Ali ne samo zbog povećanja zaliha nezavršene proizvodnje po osnovu troškova i njihovog negativnog dejstva na likvidnost i finansiranje već i zbog budućih rashoda, odnosno poboljšanja finansijskog rezultata, težnja je da troškovi proizvodnje budu što manji, odnosno da se održe na objektivno potrebnom nivou a to su standardni troškovi.

Finansijska strategija i taktika zaliha nezavršene proizvodnje treba, uzimajući u obzir izloženo, da optimira zalihe nezavršene proizvodnje, što znači da se unapred kvantitativno utvrdi optimum zaliha nezavršene proizvodnje i da se stvarne zalihe nezavršene proizvodnje usklađuju sa optimalnim, što

znači da su dozvoljena odstupanja koja doprinose povećanju finansijskog rezultata.

Optimalne zalihe nezavršene proizvodnje utvrđuju se za svaki proizvod (ZP_{opt}) na sledeći način:

$$ZP_{opt} = \frac{G_p \cdot T}{365}$$

gde je:

G_p = godišnja vrednost završene proizvodnje izražena standardnom cenom koštanja pri čemu je obim proizvodnje na nivou planskog iskorišćenja kapaciteta,

T = standardni broj dana trajanja tehnološkog procesa i

365 = broj dana u godini.

Kod sezone proizvodnje G_p označava vrednost završene proizvodnje u toku sezone a umesto 365 uzima se broj dana trajanja sezone.

Iz samog načina kvantificiranja optimalnih zaliha nezavršene proizvodnje jasno se može videti kada stvarne zalihe nezavršene proizvodnje odstupaju naviše ili naniže od optimuma. Stvarne zalihe nezavršene proizvodnje odstupaju naviše od optimuma: kada je stvarna cena koštanja viša od standardne, kada je stvarni broj dana trajanja tehnološkog procesa veći od standardnog i kada je stepen iskorišćenja kapaciteta iznad planiranog. Stvarne zalihe nezavršene proizvodnje odstupaju naniže od optimuma: kada je stvarna cena koštanja niža od standardne, kada je stvarni broj dana trajanja tehnološkog procesa manji od standardnog i kada je stepen iskorišćenja kapaciteta ispod planiranog.

Svako prekoračenje stvarnih zaliha nezavršene proizvodnje iznad optimuma izaziva dodatne troškove finansiranja i obrnuto, svako sniženje stvarnih zaliha nezavršene proizvodnje ispod optimuma izaziva smanjenje postojećih troškova finansiranja nezavršene proizvodnje. Pa ipak, odraz na finansijski rezultat ne zavisi samo od troškova finansiranja nezavršene proizvodnje. Kad stvarne zalihe nezavršene proizvodnje odstupaju od optimalnih naviše po osnovu više stvarne cene

koštanja od standardne cene koštanja i po osnovu produženja ciklusa proizvodnje iznad standardnog finansijski rezultat će biti manji i po osnovu dodatnih troškova finansiranja, i po osnovu prekoračenja standardne cene koštanja. Suprotno tome, kada stvarne zalihe nezavršene proizvodnje odstupaju naviše od optimalnih po osnovu prekoračenja planiranog stepena iskorišćenja kapaciteta pod uslovom da je planirani stepen iskorišćenja kapaciteta ispod optimuma, finansijski rezultat će se povećati uprkos dodatnih troškova finansiranja pod uslovom da je granični trošak još uvek niži ili jednak graničnom prihodu. Ukoliko bi granični trošak bio veći od graničnog prihoda, to bi dovelo do smanjenja finansijskog rezultata. Kada stvarne zalihe nezavršene proizvodnje odstupaju naniže od optimalnih po osnovu sniženja standardne cene koštanja i po osnovu smanjenja broja dana trajanja tehnološkog procesa, finansijski rezultat će biti veći ne samo zbog smanjenja troškova finansiranja već i zbog sniženja cene koštanja. Suprotno tome, kada stvarne zalihe nezavršene proizvodnje odstupaju naniže od optimalnih zbog sniženja stepena iskorišćenja kapaciteta ispod optimuma, mada će troškovi finansiranja zaliha nezavršene proizvodnje biti manji, biće manji i finansijski rezultat jer će biti manji obim proizvodnje a time i obim prodaje, što će delovati na smanjenje prihoda, a finansijski rezultat će biti manji kako zbog smanjenja prihoda tako i zbog prekoračenja cene koštanja po osnovu fiksnih troškova s naslova amortizacije, troškova organizacije, odnosno režijskih troškova.

Iz izloženog može se zapaziti da se pretpostavlja da stvarna cena koštanja varira naniže i naviše od standardne nezavisno od kretanja troškova finansiranja zaliha nezavršene proizvodnje. To je zbog toga što se ovde troškovi finansiranja tretiraju kao oportunitetni troškovi s ciljem da se vidi njihov odraz na finansijski rezultat.

Saglasno prethodnom, cilj finansijske strategije zaliha nezavršene proizvodnje jeste da se optimalne zalihe što realnije kvantificiraju i da se podstiču samo ona odstupanja stvarnih od optimalnih zaliha nezavršene proizvodnje bilo naviše, bilo naniže koja dovode do povećanja finansijskog rezultata, što se postiže nizom postupaka (taktika) koji dovode do iskorišćenja instaliranog kapaciteta na nivou optimuma, sniženja cene koštanja i skraćivanja broja dana trajanja tehnološkog procesa.

Odstupanje stvarnog broja dana trajanja tehnološkog procesa od standardnog u uslovima inflacije često dovodi do povećanja cena usluga iznad standardnih zbog toga što se usluge koriste posle povećanja njihovih cena, a to zakašnjenje korišćenja usluga prouzrokovano je upravo produženjem trajanja tehnološkog procesa iznad standardnog. Povećanje cena usluga, naravno, negativno deluje na finansijski rezultat i po osnovu povećanja troškova usluga i povećanja troškova finansiranja izazvanih odstupanjem stvarnih zaliha nezavršene proizvodnje od optimuma ne samo po osnovu produženja ciklusa proizvodnje već i po osnovu povećanja cena usluga.

Naravno, visina zaliha nezavršene proizvodnje u vrednosnom izrazu ne zavisi samo od stepena iskorišćenja kapaciteta, dužine trajanja ciklusa proizvodnje i visine cene koštanja već i od sistema obračuna troškova. Obračun troškova može da bude:

- po ukupnim troškovima, što znači da se svi (ukupni) troškovi uključuju u cenu koštanja,
- po proizvodnim troškovima, što znači da se u cenu koštanja uključuju samo direktni i opšti troškovi proizvodnje dok se opšti troškovi preduzeća i troškovi prodaje u momentu njihovog nastanka disponiraju na rashode, i
- po varijabilnim troškovima, što znači da se u cenu koštanja uključuju varijabilni troškovi proizvodnje i uprave preduzeća dok se fiksni, relativno fiksni troškovi i troškovi prodaje disponiraju na rashode u momentu njihovog nastajanja.

Obračun troškova po ukupnim troškovima daje najvišu, obračun po proizvodnim troškovima daje nižu a obračun po varijabilnim troškovima daje najnižu cenu koštanja. Saglasno tome, sa ovog gledišta zalihe nezavršene proizvodnje biće najviše pri obračunu po ukupnim troškovima, biće niže pri obračunu po proizvodnim troškovima i biće najniže pri obračunu po varijabilnim troškovima. Razumljivo je iz prethodno rečenog da je s finansijskog gledišta najprihvatljivije da zalihe nezavršene proizvodnje budu što niže, što obezbeđuje primena obračuna po varijabilnim troškovima; otuda treba taj sistem primeniti kad god je moguće ili eventualno sistem obračuna po proizvodnim troškovima. Drugim rečima, sistem obračuna po ukupnim troškovima treba izbeći sem kod preduzeća sezonskog karaktera proizvodnje ili prodaje, gde je primena ovog sistema obračuna neizbežna zbog obračuna periodičnog finansijskog rezultata. Naime, ako bi se kod ovih preduzeća primenio sistem obračuna po varijabilnim ili proizvodnim troškovima, pojavili bi se rashodi po osnovu direktno disponiranih troškova u momentu njihovog nastanka na rashode pre ostvarenja prihoda, što bi izazvalo pojavu gubitka u periodičnom obračunu koji objektivno ne postoji jer proizvod usled sezone ili još nije proizveden (sezonska proizvodnja) ili još nije prodat (sezonska prodaja). Isti problemi mogu se javiti i kod preduzeća sa dugim ciklusom proizvodnje (brodogradnja, građevinarstvo, na primer) ako nije ugovorena naplata po fazama proizvodnje investicionih dobara putem tzv. privremenih situacija.

Najzad, i u okviru zaliha nezavršene proizvodnje moguća je pojava zastarelih zaliha (na primer, delova proizvoda) i neupotrebljivih zaliha (na primer, kod prehrambene industrije) koje povećavaju vrednost nezavršene proizvodnje a time i troškove finansiranja i osiguranja. Otuda takve zalihe treba što pre ili prodati, ili otpisati.

4.3. Zalihe gotovih proizvoda

Zalihe gotovih proizvoda su, razumljivo, nelikvidan oblik sredstava koji samim tim negativno utiče na likvidnost i finansijski rezultat, odnosno deluje negativno na uvećanje imovine. U izvesnim okolnostima zalihe gotovih proizvoda mogu delovati i na troškove proizvodnje, što takođe utiče na finansijski rezultat, ali uz pomoć zaliha gotovih proizvoda, putem njihove prodaje, finansijski rezultat se i ostvaruje, što deluje na uvećanje imovine, razumljivo, kada je on pozitivan. Dakle, i ovde je dvojak uticaj zaliha na finansijsku snagu — kako pozitivan tako i negativan. Finansijska strategija i taktika zaliha gotovih proizvoda treba da minimizira negativne i maksimira pozitivne uticaje zaliha gotovih proizvoda na finansijsku snagu. Celi problem se svodi na to da se zalihe gotovih proizvoda održe na nivou optimuma, a optimum je onaj nivo zaliha koji izaziva najmanje troškove zaliha gotovih proizvoda, a kad one deluju i na troškove proizvodnje, optimalne zalihe gotovih proizvoda su one koje svode zbir troškova zaliha i troškova proizvodnje na najniži nivo.

Opšti obrazac za utvrđivanje optimuma zaliha gotovih proizvoda (ZG_{opt}) je:

$$ZG_{opt} = \frac{G_p \cdot T}{365}$$

gde je:

G_p = vrednost (ili količina) godišnje prodaje po ceni koštanja,

T = prosečan broj dana koji protekne od momenta prijema gotovog proizvoda iz proizvodnje do momenta otpreme kupcu i

365 = broj dana u godini.

Optimum zaliha gotovih proizvoda utvrđuje se za svaki proizvod posebno jer je različit prosečan broj dana zadržavanja u skladištu (T). Optimum se može utvrditi u fizičkom izrazu (ako se G_p izrazi fizičkim jedinicama mere) i u vrednosnom izrazu (ako se G_p izrazi vrednosno). Radi nadzora nad usklađenošću stvarnih zaliha sa optimumom korisno je optimum izraziti i u fizičkom i u vrednosnom

izrazu. Ovo zbog toga što se optimum u vrednosnom izrazu utvrđuje na bazi standardne cene koštanja, a stvarna zalihe se vrednuju po stvarnoj ceni koštanja (u stvari, svode se na stvarnu cenu koštanja) tako da se pri upoređenju ne može lako videti da li stvarne zalihe odstupaju od optimuma zbog odstupanja stvarne od standardne cene koštanja ili zbog razlike u broju jedinica, ili, pak, i zbog jednog i drugog. Celi problem se, naravno, pojednostavljuje kada se optimum iskazuje i vrednosno i količinski.

Pošto je u brojitelju obrasca prosečan broj dana zadržavanja gotovog proizvoda u skladištu (T) a u imenitelju broj dana u godini (365), radi se o inverznoj vrednosti godišnjeg koeficijenta obrtaja, optimum zaliha gotovih proizvoda je, u stvari prosečan, godišnji iznos zaliha. Otuda je on pri nadzoru uporediv sa stvarnim prosečnim zalihama, pri čemu optimum predstavlja normalu, pokazuje kolike treba da budu stvarne prosečne zalihe. Pošto i zalihe gotovih proizvoda prouzrokuju troškove zaliha — troškove finansiranja, troškove osiguranja i troškove skladišta (u principu to su isti troškovi kao i kod sirovina i materijala) — razumljiva je težnja da optimum bude što niži. Celi problem se svodi na smanjenje broja dana zadržavanja proizvoda u skladištu (T). Taj broj dana, u stvari, zavisi od usklađenosti obima proizvodnje i obima prodaje u kratkim vremenskim intervalima. Obim proizvodnje zavisi od kapaciteta, a obim prodaje zavisi od:

- globalne ponude i tražnje konkretnog proizvoda,
- kvaliteta konkretnog proizvoda,
- prodajne cene i
- uslova prodaje.

Obim proizvodnje i obim prodaje pri datoj globalnoj ponudi i tražnji, kvalitetu, prodajnoj ceni i uslovima prodaje konkretnog proizvoda u kratkim vremenskim razmacima su međusobno neusklađeni zbog:

- sezonske proizvodnje i kontinuirane prodaje

je konkretnog proizvoda ili obrnuto, zbog sezonske prodaje i kontinuirane proizvodnje,

- kompletiranja jedne pošiljke po obimu ili asortimanu i

- zbog težnje da se troškovi pripreme serije svedu na minimum.

Sezonska proizvodnja i kontinuirana prodaja ili obrnuto, kontinuirana proizvodnja i sezonska prodaja. Uzmimo hipotetični primer sezonske proizvodnje. Pretpostavimo da se radi o proizvodnji pšenice od 4.000 tona i da se prodaja obavlja od žetve do žetve, ravnomerno tokom cele ekonomske godine. Iz ovog sledi da je prosečan broj dana zadržavanja u skladištu (T) 182,5 dana ($365:2$). Optimalna zaliha će biti 2.000 tona $\left(\frac{4.000 \cdot 182,5}{365}\right)$.

Pretpostavimo sada da se sva proizvodnja proda za 30 dana, što znači da je T 15 dana ($30:2$). Optimalna zaliha će biti 164,38 tona $\left(\frac{4.000 \cdot 15}{365}\right)$. Uz pretpostavku da su troškovi zaliha 100 dinara po toni, oni će za godinu dana u prvom slučaju iznositi 200.000 dinara (2.000×100), a u drugom samo 16.438 dinara ($164,38 \times 100$). Razlika u troškovima zaliha iznosi 183.562 dinara ($200.000 - 16.438$) i zaista je visoka. Upravo zbog sniženja troškova zaliha nužno je smanjenje broja dana zadržavanja u skladištu. Međutim, to zavisi od globalne ponude i tražnje na tržištu svakog konkretnog proizvoda, a zatim u okviru globalne ponude i tražnje konkretnog proizvoda, kada se posmatra konkretan proizvođač, broj dana zadržavanja u njegovom skladištu zavisi od kvaliteta njegovog proizvoda, njegove prodajne cene i njegovih uslova prodaje. Dakle, konkretno preduzeće može delovati na smanjenje broja dana zadržavanja u skladištu (T) poboljšanjem kvaliteta, smanjenjem prodajne cene i povoljnijim uslovima prodaje. Naravno, naporu najpre moraju da budu usmereni na poboljšanje kvaliteta proizvoda a potom na prodajne uslove i prodajnu cenu. U narednom poglavlju biće reči o smanjenju zaliha

gotovih proizvoda putem povoljnijih uslova prodaje, a sada ćemo razmotriti smanjenje zaliha gotovih proizvoda putem sniženja prodajne cene.

Budući da smanjenje prodajne cene utiče na smanjenje finansijskog rezultata a smanjenje troškova zaliha gotovih proizvoda utiče na povećanje finansijskog rezultata, može se postaviti pitanje koliko je ekonomski opravdano sniziti prodajnu cenu. Ekonomski je opravdano snižavati prodajnu cenu sve dok je povećanje finansijskog rezultata po osnovu sniženja troškova zaliha veće od smanjenja finansijskog rezultata po osnovi sniženja prodajne cene. Vratimo se navedenom primeru. Ako je prosečan broj dana zadržavanja u skladištu 182,5, prosečno godišnje zalihe su 2.000 tona a godišnji troškovi zaliha su 200.000 dinara; ako je prosečan broj dana zadržavanja u skladištu 15, prosečna godišnja zaliha je 164,38 tona a godišnji troškovi zaliha 16.438 dinara. Razlika u godišnjim troškovima zaliha u ukupnom iznosu 183.562 dinara, a po toni to je 45,89 dinara ($183.562:4.000$). Znači, sniženje prodajne cene radi sniženja zaliha a time i troškova može da bude samo ispod 45,89 dinara. Pretpostavimo da je prodajna cena snižena za 45 dinara po toni i da je prodaja celokupne količine izvršena za 30 dana. To znači da su troškovi zaliha sniženi za 183.562 dinara, što predstavlja povećanje finansijskog rezultata, i da su prihodi smanjeni za 180.000 dinara (4.000×45), što predstavlja smanjenje finansijskog rezultata. Dakle, krajnji efekat jeste povećanje finansijskog rezultata od 3.562 dinara ($183.562 - 180.000$). Treba imati u vidu da će se ovaj krajnji efekat ostvariti samo ako se celokupna količina proda za 30 dana. Svako produženje tog broja dana dovelo bi do negativnog krajnjeg efekta. Upravo zbog toga dolazi do rizika prilikom sniženja prodajnih cena jer se ne zna hoće li to dovesti do očekivanog sniženja troškova zaliha. Taj rizik ne postoji jedino ako je celokupna proizvodnja prodana po sniženoj ceni.

U kontinuiranom procesu proizvodnje i sezonskoj prodaji takođe dolazi do toga da se proizvodi dugo zadržavaju u skladištu, što podiže nivo optimalnih, odnosno prosečnih zaliha. Ako pretpostavimo da se prethodno izloženi podaci odnose na fabriku veštačkih đubriva i da se godišnje proizvodi 4.000 tona a prodaja se vrši samo u jednom mesecu (u vreme prihranjivanja useva), onda ćemo doći do istog nivoa prosečnih, odnosno optimalnih zaliha kao u primeru sa pšenicom.

Kompletiranje jedne pošiljke po obimu i asortimanu. Kada je i proces proizvodnje i proces prodaje kontinuiran, optimalne zalihe gotovih proizvoda teže nuli, naročito ako se proizvodi po narudžbini. Kada je proizvodnja po narudžbini zalihe se zadržavaju u skladištu samo dok se ne kompletira pošiljka. U takvim uslovima su zalihe gotovih proizvoda utoliko manje ukoliko su pojedinačne pošiljke manje i obrnuto. Krupne pošiljke i ovde podižu nivo zaliha zbog toga što treba duže vremena da se kompletira pošiljka, a to znači da se gotovi proizvodi duže zadržavaju u skladištu. Primera radi, pretpostavimo da neko preduzeće godišnje proizvodi 7.300 tona, što znači da je dnevna proizvodnja 20 tona, i da se otprema vrši brodom u prekomorske zemlje pri čemu je najmanja nosivost broda 1.825 tona, što znači da je potrebno 91,25 dana ($1.825:20$) dok se brodska pošiljka kompletira. Iz ovog sledi da je prosečan broj dana zadržavanja gotovog proizvoda u skladištu 91,25 jer toliko treba vremena da se kompletira brodska pošiljka. Prema tome, optimalna (prosečna) zaliha je 1.825 tona ($\frac{7.300 \cdot 91,25}{365}$). Ako su troškovi zaliha 15 dinara po toni, onda su godišnji troškovi zaliha 27.375 dinara (1.825×15). Kada bi pojedinačna pošiljka bila 20 tona (isporuka vagonom ili kami-

onom), zalihe bi se zadržavale u skladištu samo jedan dan. Iz toga sledi da bi optimalna (prosečna) zaliha sada bila 20 tona ($\frac{7.300 \cdot 1}{365}$), a godišnji troškovi zaliha bili bi samo 300 dinara (20×15). U ovoj situaciji troškovi zaliha mogu se sniziti putem isporuke manjih pošiljki, ali to zavisi, naravno, od kupca.

Ista ili slična situacija je kada treba pošiljku kompletirati po asortimanu. U tom slučaju zalihe onih proizvoda koji sačekuju izlazak iz proizvodnje drugih proizvoda, da bi se pošiljka kompletirala, biće više nego kada se proizvodi odvojeno isporučuju. U ovom slučaju troškovi zaliha se mogu sniziti putem odvajanja isporuke proizvoda, ali to opet zavisi od kupca.

Težnja da se troškovi pripreme serije svedu na minimum. U serijskoj proizvodnji javljaju se troškovi pripreme serije. Ovi troškovi obuhvataju: troškove ispostavljanja i kompletiranja radnog naloga, troškove pripreme i proučavanja tehničke dokumentacije, troškove regulisanja mašina, troškove specifičnog alata i kalupa, troškove manipulacije sirovinama i materijalom kada nivo tih troškova zavisi od broja serija, troškove učenja ako je vreme proizvodnje za prvih nekoliko komada duže nego za proizvodnju ostalih komada i, eventualno, troškove prekovremenog rada i dodatnog kapaciteta da bi se nadoknadilo smanjenje proizvodnje za vreme regulisanja i kvara mašina.¹³¹ Ukupni godišnji troškovi pripreme serije zavise od broja serija. Sa toga stanovišta, da bi se ukupni godišnji troškovi pripreme serije sveli na minimum, trebalo bi proizvesti ukupnu godišnju količinu u jednoj seriji; dakle, treba lansirati samo jedan nalog za proizvodnju ukupne godišnje količine. Budući da se prodaja proizvoda vrši postepeno, tokom cele godine, to će dovesti do relativno

131 *Techniques in inventory Management*, Research Report No. 40. NAA 1964, New York, str. 15., prema dr Draganu Krasulji u navedenom delu pod 10. str. 250.

visokog nivoa prosečnih zaliha, što će imati za posledicu povećanje troškova zaliha gotovih proizvoda. Otuda se ne može zahtevati da se troškovi pripreme serije svedu na minimum zanemarujući troškove zaliha gotovih proizvoda. U ovom slučaju zahteva se da se zbir godišnjih troškova pripreme serije i godišnjih troškova zaliha gotovih proizvoda svedu na minimum. Veličina serije izražena brojem jedinica proizvoda, koja dovodi do minimuma zbira troškova pripreme serije i troškova zaliha dobija se po obrascu:¹³²

$$\text{Veličina serije} = \sqrt{\frac{2 \cdot A \cdot S}{i \cdot C}} \cdot \sqrt{\frac{P}{P - A}}$$

gde je:

A = procenjena godišnja proizvodnja proizvoda za koji se računa veličina serije izražena fizičkom jedinicom mere,

S = procenjeni troškovi pripreme jedne serije,

i = stopa procenjenih troškova zaliha gotovih proizvoda izražena decimalnim brojem od njihove cene koštanja,

C = cena koštanja jedinice proizvoda i

P = maksimalni godišnji kapacitet proizvodnje postrojenja na kojima se proizvodi proizvod za koji se računa veličina serije.

Naravno, u vrednosnom izrazu obim zaliha gotovih proizvoda zavisi i od sistema obračuna troškova. U vrednosnom izrazu zalihe gotovih proizvoda biće najniže ako se obračun troškova vrši po varijabilnim troškovima, više ako se obračun troškova vrši po proizvodnim troškovima i najviše ako se obračun troškova vrši po ukupnim troškovima. S finansijske tačke gledišta najprihvatljiviji je obračun troškova po varijabilnim troškovima a potom po proizvodnim troškovima, dok je najneprihvatljiviji obračun troškova po ukupnim troškovima. Primena sistema obračuna troškova, međutim, uslovljena je prirodom proizvodnje i prodaje. Sezonska proizvodnja, odnosno prodaja i proizvodnja u brodogradnji i građevinarstvu sa stanovišta periodičnog finansijskog rezultata zahteva primenu sistema obračuna po ukupnim troškovima, o čemu je bilo reči u odeljku o nezavršenoj proizvodnji.

Kod gotovih proizvoda takođe je moguća pojava zastarelih, odnosno nekurentnih proizvoda, što podiže vrednost gotovih proizvoda a time i troškove finansiranja i držanja zaliha. Otuda takve zalihe treba što pre likvidirati putem rasprodaje ili otpisa.

*

*

*

U uslovima inflacije zalihe u fizičkom smislu odstupaju naniže i naviše od optimalnih zaliha. Naglašavamo da je ovo relevantno u fizičkom smislu, jer odstupanja stvarnih od optimalnih zaliha u vrednosnom smislu u inflaciji ne daje realnu sliku zbog toga što su optimalne i stvarne zalihe vrednovane novčanim jedinicama različite kupovne moći: optimalne zalihe su vrednovane po standardnim (stalnim) cenama koštanja, a stvarne

po stvarnim (tekućim) cenama koštanja. Koji su razlozi za odstupanje stvarnih od optimalnih zaliha naniže i naviše i da li je ta strategija i taktika prihvatljiva, pokazaće naredna izlaganja.

Odstupanje stvarnih od optimalnih zaliha naniže. Mada su zalihe gotovih proizvoda realna imovina i saglasno tome nisu podložna obezvređivanju u uslovima inflacije, naprotiv, preduzeće, na zalihamo ostva-

132 *Techniques in inventory Management*, str. 45. str. 45, prema dr Draganu Krasulji u navedenom delu str. 263.

ruje inflatorne dobitke, ipak, u uslovima inflacije mnoga preduzeća teže da ubrzaju prodaju, što dovodi do smanjenja stvarnih zaliha u fizičkom izrazu. Mogućnosti ubrzanja prodaje u uslovima inflacije dolaze otuda što je opšta ponuda manja od opšte tražnje (ovo je naročito izraženo kada je uzrok inflacije monetarnog karaktera, odnosno kada je poremećena ravnoteža robnih i kupovnih fondova) ili što kupci žele nabaviti robu pre poskupljenja (o čemu je bilo reči kod zaliha sirovina i materijala) u većim količinama nego što im inače treba (što dolazi do izražaja čak i kada su uzroci inflacije na strani troškova). Prema tome, u uslovima inflacije tržišna situacija objektivno omogućuje ubrzanje prodaje, što ima za posledicu smanjenje, u fizičkom smislu, stvarnih zaliha gotovih proizvoda ispod optimuma. Takva strategija prihvatljiva je ne toliko zbog troškova zaliha, jer troškovi zaliha ne moraju se ni smanjiti, što se događa ako stvarne zalihe u vrednosnom smislu ostaju na nivou optimalnih mada su u fizičkom smislu smanjene, nego zbog stvaranja većeg priliva novca po osnovu prodaje i mogućnosti da se taj novac upotrebi tako da se u narednom periodu smanje troškovi, odnosno rashodi ili da se izbegnu inflatorni gubici. Ako se novac upotrebi za nabavku sirovina i materijala pre poskupljenja, troškovi, odnosno rashodi u narednom periodu će biti manji dok će finansijski rezultat biti veći. Ako se novac upotrebi za otplatu inostranog kredita pre devalvacije domaće valute, reshodi po osnovu negativnih kursnih razlika biće izbegnuti. Ako se uz pomoć novca izbegne uzimanje novog kredita kada je stvarna kamatna stopa previsoka, budući rashodi po osnovu kamatne stope biće izbegnuti. Najzad, ako se novac upotrebi za otplatu domaćeg kredita čija je stvarna kamatna stopa izrazito visoka, tekući rashodi po osnovu kamata biće smanjeni. Dakle, uz pomoć novca koji potiče od ubrzanja prodaje gotovih proizvoda mogu se izbeći rashodi po raznim osnovama, a zašta

će se opredeliti konkretno preduzeće, zavisi od njegove konkretne situacije. Svakako, njegov izbor upotrebe novca opredeliće visina smanjenja rashoda, tekućih ili budućih.

Odstupanje stvarnih od optimalnih zaliha na više. U uslovima inflacije pojedina preduzeća namerno usporavaju prodaju gotovih proizvoda, što dovodi do povećanja u fizičkom smislu stvarnih iznad optimalnih zaliha. To se čini kada je u izgledu povećanje prodajnih cena sa ciljem da se što više proizvoda proda posle povećanja prodajnih cena, što, naravno, dovodi do povećanja finansijskog rezultata. Ova strategija ponekad se primenjuje sa ciljem da se izvrši pritisak na odobrenje povećanja prodajnih cena kada to odobrenje daju organi za kontrolu cena, čime se postižu dva cilja — povišenje prodajne cene i povećanje finansijskog rezultata zbog usporavanja prodaje. Međutim, ova strategija nije prihvatljiva mada se, na žalost, u praksi sreće, i to iz više razloga. Prvo, nije u skladu s poslovnim moralom namerno usporavati prodaju i time dovoditi u težak položaj kupce. Drugo, takvo ponašanje svojih dobavljača kupci pamte i nastoje da se u prvoj povoljnoj prilici, takvih dobavljača otarase. Treće, često se zanemaruje povećanje troškova zaliha zbog povećanja zaliha gotovih proizvoda iznad optimuma, a naročito u vrednosnom smislu, i zanemaruju se efekti koji bi se mogli postići suprotnom strategijom, tj. smanjenjem zaliha gotovih proizvoda, o čemu je već bilo reči. Četvrto, u društvenim razmerama, ako veliki deo preduzeća namerno usporava prodaju, stvara se još veći poremećaj na tržištu, što razbuktava inflaciju mada ona, kao privredna bolest, nije prihvatljiva ni za koga pa ni za preduzeća koja namerno usporavaju prodaju gotovih proizvoda.

5. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA KRATKOROČNIH FINANSIJSKIH PLASMANA

Finansijska kratkoročna potraživanja su zapravo dati finansijski krediti s rokom naplate do godinu dana. Ako preduzeće raspolaze gotovinom iznad likvidne rezerve u datom vremenskom razdoblju kraćem od godinu dana, može je alternativno upotrebiti — za prevremenu uplatu kratkoročnih finansijskih obaveza, za kupovinu kratkoročnih hartija od vrednosti ili, pak, za kratkoročni finansijski plasman. Pri odlučivanju o upotrebi gotovine iznad likvidne rezerve prvo se polazi od uporedenja stope prinosa (kamatne stope) na kratkoročni finansijski plasman sa stopom prinosa po kratkoročnim hartijama od vrednosti (na primer, blagajnički zapis ili komercijalni zapis) i sa stvarnom kamatom na kratkoročne finansijske obaveze.

¹³³ Preduzeća će se opredeliti za onu upotrebu koja ima najvišu stopu jer će na taj način dobiti rentabilnosti biti najviši. Izuzetak od ovog pravila može da bude kada ne postoji potpuna sigurnost da će gotovina iznad likvidne rezerve zaista biti raspoloživa u datom vremenskom razdoblju, na primer, u naredna tri meseca. U takvim okolnostima prioritet upotrebe gotovine iznad likvidne rezerve ima kupovina kratkoročnih hartija od vrednosti čak i ako je stopa prinosa na hartije od vrednosti niža od kamatne stope na kratkoročni finansijski plasman, odnosno od stvarne kamatne stope na kratkoročne finansijske obaveze ali pod uslovom da kratkoročna hartija od vrednosti kotira na berzi, da se u svakom momentu može prodati (unovčiti). Time će se izbeći rizik nelikvidnosti, naravno, uz žrtvovanje maksimiranja rentabilnosti.

Kad se donese odluka da se gotovina iznad likvidne rezerve upotrebi za kratkoročni finansijski plasman, finansijska strategija je i taktika je usmerena na:

- smanjenje rizika naplate kratkoročnog finansijskog plasmana, i
- očuvanje supstance uložene u kratkoročne finansijske plasmane.

5.1. Smanjenje rizika naplate kratkoročnog finansijskog plasmana

Rizik naplate kratkoročnog finansijskog plasmana biće smanjen ako se detaljno oceni kreditna sposobnost budućih potencijalnih dužnika i izabere onaj dužnik koji ima solidnu kreditnu sposobnost. Ako kreditna sposobnost budućeg dužnika nije potpuno sigurna, neophodno je kratkoročni finansijski plasman obezbediti garancijom trećeg lica (akcept ili aval menice, na primer ili pismenom garancijom da će dug platiti garant ako dužnik ne plati dug o roku dospeća) ili zalogom zaliha, odnosno potraživanja dužnika. Ako se prihvati garancija trećeg lica, to zahteva ispitivanje kreditne sposobnosti i garanta i, naravno, garant se može prihvatiti samo ako je njegova kreditna sposobnost solidna. Prihvatanje zaloga zaliha kao obezbeđenje naplate kratkoročnog finansijskog plasmana zahteva ispitivanje kurentnosti založenih zaliha, pri čemu se, naravno, mogu prihvatiti samo one zalihe koje su na tržištu kurentne. Uz to, u okviru ispitivanja kurentnosti zaliha upoređuje se njihova knjigovodstvena cena sa vladajućom tržišnom cenom, pri čemu se založena zaliha procenjuje ispod vladajuće tržišne cene sa ciljem da se izbegne rizik pada tržišne cene u momentu eventualne prodaje zaliha radi naplate kratkoročnog finansijskog plasmana. Naravno, vrednost založenih zaliha

133 O utvrđivanju stvarne kamatne stope vidi poglavlje 4 ove glave.

procenjenih po nižoj ceni od vladajuće tržišne cene mora da bude u visini kratkoročnog finansijskog plasmana plus ugovorena kamata na taj plasman, tako da se prodajom zaliha obezbedi naplata glavnice i kamate.

Prilikom prihvatanja zaloga potraživanja nužno je proveriti bonitet založenih potraživanja. U obzir, naravno, dolaze samo ona potraživanja čiji je bonitet nesporan, pri čemu vrednost založenih potraživanja mora biti jednaka vrednosti kratkoročnog plasmana plus kamata.

Treba, međutim, imati u vidu da je s aspekta naplate kratkoročnog finansijskog plasmana o ugovorenom roku kao obezbeđenje naplate uvek bolje prihvatiti garanciju trećeg lica, naravno uz uslov da je njegova kreditna sposobnost solidna, nego zalog zaliha ili potraživanja. Ovo zato što će garant isplatiti dug glavnog dužnika u momentu dospeća duga ako glavni dužnik ne plati; dakle, poverilac će ipak naplatiti kratkoročni finansijski plasman o roku. Ako se, međutim, kratkoročni plasman naplaćuje prodajom založenih zaliha, naplata se neće izvršiti o roku dospeća, jer zalihe treba prvo prodati a potom i naplatiti, a prodaja se ne može vršiti pre roka dospeća naplate kratkoročnog finansijskog plasmana. Time se zapravo, u krajnjoj liniji, produžuje rok naplate kratkoročnog finansijskog plasmana za period vremena prodaje zaliha i naplate potraživanja po osnovu te prodaje, što, dakako, može ugroziti likvidnost poverioca. Slično je i sa naplatom založenih potraživanja jer se i ta naplata, u principu, vrši posle dospeća roka naplate korišćenog plasmana.

5.2. Očuvanje supstance uložene u kratkoročne finansijske plasmane

Već je rečeno kod dugoročnih plasmana da do inflatornih gubitaka na svim pa i na kratkoročnim finansijskim plasmanima dolazi ako je kamatna stopa ispod vladajuće stope inflacije, tj. kada je kamatna stopa realno negativna ili ako se kratkoročni plasman ne revalorizuje. To upravo jednako važi i za

kratkoročne finansijske plasmane u domaćoj valuti, pri čemu se upoređuje domaća stopa inflacije sa kamatnom stopom i za kratkoročne finansijske plasmane u stranoj valuti, pri čemu se tada upoređuje kamatna stopa sa stopom inflacije zemlje porekla valute. Naravno, izuze tak je kada je kratkoročni finansijski plasman u stranoj valuti, pri čemu je domaća stopa inflacije viša od stope inflacije zemlje porekla valute, kada se na kratkoročnim finansijskim plasmanima ostvaruju inflatorni dobiti.

Već iz rečenog jasno je da je jedini način zaštite kratkoročnih finansijskih plasmana od inflatornih gubitaka ugovaranje kamatne stope iznad stope inflacije, tj. realno pozitivne kamatne stope ili ugovaranje revalorizacije kratkoročnog plasmana. Međutim, pošto je u uslovima visoke inflacije, a naročito u doba hiperinflacije, stopa inflacije rastuća i u kratkom roku nemoguće je proceniti kolika će objektivno biti stopa inflacije u periodu kratkoročnog finansijskog plasmana da bi se ugovorila kamatna stopa iznad stope inflacije; otuda je jedini izlaz, da se u takvim okolnostima ugovori varijabilna realno pozitivna kamatna stopa. Realno pozitivna kamatna stopa može se utvrditi na dva načina:

- prvi, ostvarena stopa inflacije plus realna kamatna stopa i
- drugi, ostvarena stopa inflacije plus revalorizovana realna kamatna stopa sa ostvarenom stopom inflacije.

Prvi način dolazi u obzir pri niskoj stopi a drugi pri visokoj stopi inflacije, o čemu je bilo reči u prethodnom poglavlju.

6. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA KRATKOROČNIH POTRAŽIVANJA PO OSNOVU KOMERCIJALNIH ODNOSA

Kratkoročna potraživanja po osnovu komercijalnih odnosa čine:

- dati avansi dobavljačima,
- potraživanja od kupaca po osnovu prodaje

sa odloženim rokom plaćanja i

- potraživanja po osnovu kratkoročnih robnih kredita pri prodaji robe na kredit, pri čemu su najznačajnija potraživanja od kupaca i potraživanja po osnovu prodaje robe na kredit. Njihov značaj je u tome što su ti oblici u ukupnim kratkoročnim potraživanjima dominantni, imaju veoma visoko učešće, kao i u tome što su ti oblici potraživanja u korelacionoj vezi sa iskorišćenjem kapaciteta i nivoom zaliha gotovih proizvoda.

Kad je u pitanju izbor načina prodaje — da li prodaja kupcu sa uobičajenim rokom naplate ili prodajom putem kratkoročnih kredita — svakako da je prodaja sa uobičajenim rokom naplate prihvatljivija. Drugim rečima, svako preduzeće će rađe imati potraživanja od kupaca nego potraživanja po osnovu kratkoročnih robnih kredita. Ovo iz prostog razloga što se za isti obim prodaje na kredit daleko više angažuju sredstva u obliku kratkoročnih potraživanja a to negativno deluje na finansijsku snagu po osnovu likvidnosti, finansiranja i rentabilnosti, a osim toga, to je i veći rizik naplate jer je stepen rizika srazmeran dužini roka naplate potraživanja. Pa ipak, za izvesna preduzeća i oblik prodaje putem kratkoročnog robnog kredita je neizbežan iz prostog razloga što se na drugi način ne može prodati ona količina gotovih proizvoda koja bi omogućila optimalno iskorišćenje kapaciteta i održavanje zaliha gotovih proizvoda na nivou optimuma.

Sam optimum potraživanja od kupca, odnosno potraživanja po osnovu kratkoročnih robnih kredita, koji u kvantitativnom smislu predstavlja, u stvari, željeni (projektovani) prosečan iznos ovih potraživanja, determinisan je sa više faktora koji su često međusobno suprotni. Optimum potraživanja od kupaca, odnosno potraživanja po osnovu kratkoročnih robnih kredita treba da omogućiti optimalno iskorišćenje kapaciteta i održavanje stvarnih zaliha gotovih proizvoda na nivou optimuma, što upućuje na zaključak da optimum potraživanja treba da bude

što veći. S druge strane, sama potraživanja od kupaca, odnosno potraživanja po osnovu kratkoročnih robnih kredita kao nelikvidan oblik sredstava negativno utiču na likvidnost utoliko više ukoliko su ona viša; isto tako, ona izazivaju i određene troškove: troškove po osnovu finansiranja potraživanja i troškove po osnovu ispitivanja kreditne sposobnosti i naplate potraživanja kao i gubitke zbog nenaplaćenih potraživanja, koji su opet, po pravilu, utoliko viši ukoliko su potraživanja viša. Iz ovoga nije teško zaključiti da visina potraživanja deluje i pozitivno, i negativno na finansijsku snagu. Kako je visina potraživanja po osnovu prodaje (potraživanja od kupaca i potraživanja po kratkoročnim robnim kreditima) determinisana uslovima prodaje, to se uslovi prodaje moraju podesiti tako da krajnji, neto efekat potraživanja po osnovu prodaje bude pozitivan za finansijsku snagu, a potom je nužno još i smanjenje rizika i očuvanje supstance uložene u potraživanja po osnovu prodaje u uslovima inflacije, jer i jedno i drugo negativno deluje na finansijsku snagu.

6.1. Uslovi prodaje

6.1.1. Uslovi prodaje na otvoren kredit

Prodaja kupcu je, u stvari, prodaja na otvoren kredit. Taj kredit, kao obavezu prema dobavljaču, kupac koristi do momenta dospeća roka plaćanja i uz to u tom roku je taj kredit za kupca besplatan. Prema tome, za kupca su privlačniji oni dobavljači koji daju duži rok plaćanja, odnosno koji prodaju robu sa dužim rokom plaćanja jer je besplatni izvor (obaveza prema dobavljaču) duže raspoloživ. Drugi uslov prodaje, takode bitan za kupca, jeste visina kasa-skonta jer on je, u stvari, sniženje prodajne cene uz uslov da se plaćanja izvrše u utvrđenom roku, što za kupca predstavlja dodatni prihod, odnosno sniženje troškova i time i povećanje njegovog finansijskog rezultata. Dakle, za kupca je povoljniji dobavljač koji daje viši kasa-skonto. Ali za prodavca, za njegovu finansijsku

sku snagu, duži rok naplate potraživanja i veći kasa-skonto su nepovoljniji. Zbog toga se uvek postavlja pitanje koji je rok naplate potraživanja i koja visina kasa-skonta je prihvatljiva za preduzeće. Pri odgovoru na ovo pitanje mora se uzeti u obzir visina zaliha gotovih proizvoda, stepen iskorišćenja kapaciteta i uticaj na finansijsku snagu.

6.1.1.1. Rok naplate potraživanja

Svi prodavci iste robe obično uzimaju u obzir rok naplate potraživanja koji važi za tu robu, što znači da u jednoj grani proizvodnje kao odnos ponude i tražnje proizvoda te grane postoji prosečan rok plaćanja. Konkretni proizvođač, prodavac, odstupa od tog roka plaćanja zavisno od kvaliteta svog proizvoda i stepena iskorišćenja kapaciteta uzimajući uvek u obzir dejstvo na finansijsku snagu. Upravo zbog toga i jeste delikatno utvrditi rok plaćanja. Pri njegovom utvrđivanju treba da uzme učešće ne samo finansijska funkcija, koja je zainteresovana za finansijsku snagu, već i prodajna funkcija, koja je zainteresovana za obim prodaje, i proizvodna funkcija, koja je zainteresovana za stepen iskorišćenja kapaciteta. Naravno, ovde može doći do suprotnosti interesa pojedinih funkcija i upravo zbog toga nužno je učešće svih. Primera radi, prodajna funkcija može da tvrdi da je kvalitet proizvoda ispod kvaliteta konkurencije i da traži povoljnije rokove plaćanja da bi time olakšala izvršenje svog zadatka, koji se sastoji u prodaji proizvedene količine. Ali proizvodna funkcija zna kvalitet svog proizvoda tako da uz njeno prisustvo prodajna funkcija ne može namećnuti svoje mišljenje. Najzad, ako bi rok plaćanja utvrdila sama finansijska funkcija, prigovor bi morao da dođe i od proizvodne funkcije jer njeno mišljenje o kvalitetu proizvoda nije uzeto u obzir a ono je svakako meritornije nego mišljenje finansijske funkcije. No finansijska funkcija pre svega mora voditi računa kako će se rok plaćanja odraziti na finansijski rezultat (uvećanje imovine odnosno rentabilnost) i na likvidnost.

Taj odraz na finansijsku snagu ilustrujemo na hipotetičkom primeru. Proizvodi se 50.000 jedinica proizvoda, varijabilni troškovi proizvodnje su 5.000.000 dinara, a fiksni troškovi proizvodnje 2.500.000 dinara, što znači da je cena koštanja 150 dinara po jedinici proizvoda ($7.500.000 : 50.000$). Prosečan broj dana zadržavanja u skladištu je 20 dana, za stopu troškova finansiranja zaliha uzima se stopa bruto akumulacije od 15% (oportunitetni trošak), troškovi osiguranja zaliha obračunavaju se po stopi od 1%, a troškovi skladištenja su 2%, što znači da je zbirna stopa troškova zaliha 18%. Očekuje se prodaja svih 50.000 jedinica po prodajnoj ceni od 200 dinara po jedinici i u roku plaćanja od 15 dana kao prosečnom roku naplate za proizvod. Troškovi finansiranja potraživanja od kupaca obračunavaju se po stopi bruto akumulacije od 15%, pri čemu se ona primenjuje na potraživanja od kupaca računata po ceni koštanja jer su to stvarna ulaganja u potraživanja od kupaca. Na temelju ovih podataka možemo utvrditi finansijski rezultat, prosečne zalihe, prosečna potraživanja, troškove zaliha i troškove finansiranja potraživanja od kupaca. Nazovimo taj obračun varijantom A.

Varijanta A

1. Prihod 50.000×200	10.000.000
2. Troškovi 50.000×150	7.500.000
3. Finansijski rezultat (1-2)	2.500.000
4. Prosečne zalihe $\frac{7.500.000 \cdot 20}{365}$	410.959
5. Prosečna potraživanja od kupaca $\frac{10.000.000 \cdot 15}{365}$	410.959
6. Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca $\frac{7.500.000 \cdot 15}{365}$	308.219
7. Troškovi zaliha $410.959 \times 0,18$	73.973
8. Troškovi finansiranja potraživanja od kupaca $308.219 \times 0,15$	46.233
9. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca (7+8)	120.206

Pretpostavimo sada da se procenjuje da bi se uz rok plaćanja od 25 dana mogao smanjiti prosečan broj dana zadržavanja zaliha u skladištu na 10 dana. To je varijanta B. U ovoj varijanti menjaju se prosečne zalihe i njihovi troškovi, prosečna potraživanja od kupaca, prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca. Pogledajmo te iznose u varijanti B.

Varijanta B

1. Prosečne zalihe $\frac{7.500.000 \cdot 10}{365}$	205.479
2. Prosečna potraživanja od kupaca $\frac{10.000.000 \cdot 25}{365}$	684.932
3. Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca $\frac{7.500.000 \cdot 25}{365}$	513.699
4. Troškovi zaliha $205.479 \times 0,18$	36.986
5. Troškovi finansiranja potraživanja od kupaca $513.699 \times 0,15$	77.055
6. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca (4+5)	114.041

Da li je varijanta B prihvatljiva? Da bi smo odgovorili na ovo pitanje, prvo moramo videti kako se ona održava na finansijski rezultat po osnovu troškova zaliha i troškova finansiranja potraživanja od kupaca. Uticaj na finansijski rezultat ovih troškova utvrđuje se na temelju razlike između ukupnih troškova zaliha i troškova finansiranja potraživanja od kupaca utvrđenih po varijanti A i po varijanti B. Ako je ta razlika pozitivna, tj. ako se ukupi troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca po varijanti B manji nego po varijanti A, onda je varijanta B prihvatljiva jer ona doprinosi povećanju finansijskog rezultata u visini pozitivne razlike. U našem primeru imamo:

1. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca — varijanta A	120.206
2. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca — varijanta B	114.041
3. Razlika (1-2)	6.165

Varijanta B u ovom slučaju je prihvatljivija jer će ona povećati finansijski rezultat za 6.165 dinara. Kada bi ova razlika bila negativna, što bi bio slučaj da su ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca po varijanti B veći nego po varijanti A, onda varijanta B ne bi bila prihvatljiva jer ona dovodi do smanjenja finansijskog rezultata.

Tako, dakle, stoji stvar sa finansijskim rezultatom. A kako je sa likvidnošću? Uticaj varijante A i B na likvidnost i finansiranje cenićemo preko koeficijenta obrtaja računatog iz odnosa prihoda umanjenog za finansijski rezultat i prosečno angažovanih sredstava u obliku zaliha gotovih proizvoda i ulaganja u potraživanja od kupaca. U obe varijante ovaj koeficijent obrtaja je 10,43 ($7.500.000 : 719.178$). Ovo znači da su za obe varijante potrebni isti izvori finansiranja. Došlo je samo do promene strukture angažovanih sredstava kod varijante B, što se vidi iz sledećih podataka:

	Varijanta	
	A	B
1. Prosečne zalihe	410.959	205.479
2. Prosečna ulaganja od potraživanja od kupaca	308.219	513.699
3. Ukupno angažovana sredstva (1+2)	719.178	719.178

Za likvidnost je prihvatljiva varijanta B jer ona pomera strukturu angažovanih sredstava od sredstava s nižim stepenom likvidnosti (zalihe gotovih proizvoda) ka sredstvima s višim stepenom likvidnosti (potraživanja od kupaca).

Pretpostavimo sada da se 50.000 jedinica proizvoda „X“ proizvodi sa 80%-tnim stepenom iskorišćenja optimalnog kapaciteta, što znači da se pri 100% iskorišćenju optimalnog kapaciteta može proizvesti 60.000 jedinica. Uz pretpostavku da se može prodati svih 60.000 jedinica proizvoda „X“ uz rok plaćanja od 40 dana i prosečno zadržavanje proizvoda u skladištu od 20 dana, postavlja se pitanje da li je ova varijanta — varijanta C — prihvatljiva. Da bi se to utvrdilo, potrebni su relevantni podaci.

U ovom slučaju ukupni varijabilni troškovi se povećavaju za 1.000.000 dinara (10.000×100), što znači da ukupni varijabilni troškovi za 60.000 jedinica iznose 60.000.000 dinara, dok fiksni troškovi od 2.500.000 dinara ostaju, naravno, nepromenjeni tako da sada ukupna cena koštanja po jedinici proizvoda iznosi 141,67 dinara ($8.500.000 : 60.000$). U ovom slučaju treba uzeti u obzir troškove zaliha sirovina i materijala i troškove finansiranja zaliha nezavršene proizvodnje. Ovo zbog toga što se i te zalihe pri povećavanju obima proizvodnje povećavaju pa se povećavaju i pomenuti troškovi. Otuda najpre moramo kvantificirati troškove zaliha sirovina i materijala i troškove finansiranja zaliha nezavršene proizvodnje pre nameravanog povećanja obima proizvodnje. Pretpostavimo da je godišnji utrošak sirovina i materijala za proizvodnju 50.000 jedinica proizvoda „X“ 4.000.000 dinara, da je prosečan broj dana zadržavanja materijala u skladištu 20 dana, što znači da su prosečne zalihe materijala 219.178 dinara ($\frac{4.000.000 \cdot 20}{365}$). Pod pretpostavkom da je stopa troškova zaliha materijala 18%, troškovi zaliha i materijala su 39.452 dinara ($219.178 \times 0,18$) pre povećanja obima proizvodnje. Pošto se obim proizvodnje povećava sa 20%, naravno, treba u varijanti C računati sa povećanjem godišnjeg utroška materijala takođe za 20%, što znači da će godišnji utrošak materijala sada iznositi 4.800.000 dinara. Pod pretpostavkom da proces proizvodnje proizvoda „X“ traje 30 dana, prosečne zalihe nezavršene proizvodnje pre povećanja obima proizvodnje su 616.438 dinara ($\frac{7.500.000 \cdot 30}{365}$). Pod pretpostavkom da je stopa troškova finansiranja i osiguranja zaliha nezavršene proizvodnje 16%, troškovi ovih zaliha pre povećanja obima proizvodnje su 98.630 dinara ($616.438 \times 0,16$). Ostali relevantni podaci su:

Varijanta C

1. Prihod 600.000×200	12.000.000
2. Troškovi $60.000 \times 141,67$	8.500.000

3. Finansijski rezultat (1-2)	3.500.000
4. Prosečne zalihe sirovina i materijala $\frac{4.800.000 \cdot 20}{365}$	263.014
5. Prosečne zalihe nezavršene proizvodnje $\frac{8.500.000 \cdot 30}{365}$	698.630
6. Prosečne zalihe gotovih proizvoda $\frac{8.500.000 \cdot 20}{365}$	465.753
7. Prosečna potraživanja od kupaca $\frac{12.000.000 \cdot 40}{365}$	1.315.068
8. Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca $\frac{8.500.000 \cdot 40}{365}$	931.506
9. Troškovi zaliha sirovina i materijala $263.014 \times 0,18$	47.342
10. Troškovi zaliha nezavršene proizvodnje $698.630 \times 0,16$	111.781
11. Troškovi zaliha gotovih proizvoda $465.753 \times 0,18$	83.836
12. Troškovi finansiranja potraživanja od kupaca $931.506 \times 0,15$	139.726
13. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca (9 do 12)	382.685

Da bismo utvrdili da li je varijanta C prihvatljivija od varijante A i B sa stanovišta finansijskog rezultata, moramo utvrditi nesa- mo razliku između troškova zaliha i troškova finansiranja potraživanja od kupaca već i razliku finansijskog rezultata. Razlika finansijskog rezultata pri upoređenju varijante A i B nije utvrđena jer je po obe varijante finansijski rezultat isti, iznosi 2.500.000 dinara.

	Finansijski rezultat	Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca
1. Varijanta A	2.500.000	258.288
2. Varijanta B	2.500.000	252.123
3. Varijanta C	3.500.000	382.685
4. Razlika između varijante C i A (3-1)	+1.000.000	+124.397
5. Razlika između varijante C i B (3-2)	+1.000.000	+130.562

Po varijanti C u odnosu na varijantu A finansijski rezultat se povećava za 1.000.000 dinara, ali se i troškovi zaliha i troškovi finansiranja potra-

živanja od kupaca povećavaju za 124.397 dinara, što znači da je neto povećanje finansijskog rezultata 875.603 dinara (1.000.000 — 124.397). U odnosu na varijantu B varijanta C takođe obećava povećanje finansijskog rezultata za 1.000.000 dinara, ali povećava i troškove zaliha i troškove finansiranja potraživanja od kupaca za 130.562 dinara, što znači da je neto povećanje finansijskog rezultata 869.438 dinara (1.000.000 - 130.562). Budući da varijanta C obećava povećanje neto finansijskog rezultata i u odnosu na varijantu A i u odnosu na varijantu B, ona je sa stanovišta rentabilnosti najprihvatljivija.

Sada da vidimo kakva je prihvatljivost varijanti sa stanovišta finansiranja i likvidnosti. Ov-

de se moramo vratiti i na angažovana sredstva u zalihama sirovina i materijala i zalihama nezavršene proizvodnje, pošto se i one menjaju budući da se menja obim proizvodnje. Koeficijent obrtaja računat iz odnosa prihoda umanjenog za finansijski rezultat i zbir zaliha i ulaganja u potraživanja od kupaca kod varijante A i B je $4,82 = (7.500.000 : 1.554.794)$ a kod varijante C on je $3,60 = (8.500.000 : 2.358.903)$. Pad koeficijenta obrta kod varijante C ukazuje na potrebu dodatnih izvora finansiranja, što je posledica povećanja obima proizvodnje. Struktura pomenutih angažovanih sredstava je:

1. Prosečne zalihe sirovina i materijala
2. Prosečne zalihe nezavršene proizvodnje
3. Prosečne zalihe gotovih proizvoda
4. Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca
5. Ukupno angažovana sredstva (1 do 4)

	Varijante		
	A	B	C
1.	219.178	219.178	263.014
2.	616.438	616.432	698.630
3.	410.959	205.479	465.753
4.	308.219	513.699	931.506
5.	1.554.794	1.554.794	2.358.903

Sa stanovišta likvidnosti varijanta C je manje prihvatljiva od varijante A i B jer angažuje znatno više sredstava. Iz ovog primera jasno se vidi suprotnost između likvidnosti i rentabilnosti — varijanta C obećava najveću rentabilnost ali zahteva i angažovanje najviše sredstava u nelikvidnom obliku. Pa ipak, varijanta C je prihvatljiva pod uslovom da se mogu pribaviti dodatni izvori finansiranja, jer ona obećava znatno povećanje finansijskog rezultata, a uz to najveće povećanje angažovanih sredstava je u potraživanjima od kupaca koji su visokog stepena likvidnosti.

6.1.1.2. Kasa-skonto

Kasa-skonto kao uslov prodaje prevashodno deluje na ubrzanje naplate potraživanja, što za posledicu ima skraćanje prosečnog roka naplate i smanjenje prosečnog potraživanja od kupaca. Dejstvo kasa-skonto na ubrzanje naplate potraživanja zavisi od visine kasa-skonto i diskontnog perioda (dužine roka za koji se daje kasa-skonto), s jedne, i

likvidnosti kupaca, s druge strane. U takvim okolnostima, dakle, uz pomoć kasa-skonto smanjila bi se samo prosečna potraživanja od kupaca. Međutim, visok kasa-skonto i primeran diskontni period može privući i nove kupce, što bi za posledicu moglo imati smanjenje prosečnih zaliha gotovih proizvoda pa čak i povećanje stepena iskorišćenja kapaciteta. Pri razmatranju uticaja kasa-skonto i diskontnog perioda treba imati u vidu da svi kupci neće koristiti kasa-skonto jer im to ne omogućuje njihova likvidnost, ali, isto tako, viša stopa kasa-skonto i duži diskontni period proširuju broj kupaca koji će koristiti kasa-skonto, jer to im čini povoljniji izbor finansiranja pa će nastojati da ga koriste. Pri oceni dejstva kasa-skonto i diskontnog perioda na finansijsku snagu opet se kvantificira uticaj na finansijski rezultat i na likvidnost slično kao kod roka naplate potraživanja od kupaca.

Za ilustraciju, uzećemo varijantu A iz prethodnog odeljka onakvu kakva je prezentirana. Kod varijante D uzećemo da će rok naplate potraživanja ostati nepromenjen (15 dana), da se uvodi kasa-skonto od 2% za plaćanje u roku od 7 dana (diskontni period) i pretpostavićemo da će kasa-skonto koristiti 50% kupaca ali bez novih kupaca. Zbog korišćenja kasa-skonta sada će prosečni rok naplate potraživanja od kupaca skratiti na 11 dana ($\frac{15+7}{2}$). Ostali relevantni podaci za varijantu D su:

Varijanta D

1. Bruto prihod 50.000×200	= 10.000.000
2. Kasa-skonto $10.000.000 \times 0,5 \times 0,02$	= 100.000
3. Neto prihodi (1-2)	= 9.900.000
4. Troškovi 50.000×150	= 7.500.000
5. Finansijski rezultati (3-4)	= 2.400.000
6. Prosečne zalihe $\frac{7.500.000 \cdot 20}{365}$	= 410.950
7. Prosečna potraživanja od kupaca $\frac{10.000.000 \cdot 11}{365}$	= 301.307
8. Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca $\frac{7.500.000 \cdot 11}{365}$	= 226.027
9. Troškovi zaliha $410.959 \times 0,18$	= 73.973
10. Troškovi finansiranja potraživanja od kupaca $226.027 \times 0,15$	= 33.904
11. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca (9+10)	= 107.977

Utvrđimo sada uticaj na finansijski rezultat:

	Finansijski rezultat	Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca
1. Varijanta A	2.500.000	120.206
2. Varijanta D	2.400.000	107.877
3. Razlika između varijante D i A (2-1)	-100.000	-12.329

Finansijski rezultat po varijanti D u odnosu na varijantu A smanjuje se za 100.000 dinara, ali se i troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca takođe smanjuju za 12.329 dinara, što znači da je neto smanjenje finansij-

skog rezultata 87.671 dinara ($100.000 - 12.329$). Zbog toga varijanta D nije prihvatljiva.

Uzmimo sada novu varijantu — varijantu E — sa sledećim pretpostavkama: stope kasa-skonta povećava se na 3%, a diskontni period na 10 dana, očekuje se da će kasa-skonto koristiti 60% kupaca, prosečan broj dana naplate potraživanja se smanjuje na 13 dana ($15 \times 0,40 + 10 \times 0,60$), očekuje se povećanje obima prodaje (zbog privlačenja novih kupaca) i proizvodnje za 6%, odnosno za 3.000 jedinica proizvoda „X“, što znači da će varijabilni troškovi biti 5.300.000 dinara (53.000×100) fiksni troškovi su nepromenjeni (2.500.000 dinara), tako da je cena koštanja 147,17 dinara, utrošak materijala se povećava za 240.000 dinara ($4.000.000 \times 0,06$). Svi ostali podaci su nepromenjeni. Relevantni podaci pod ovim pretpostavkama za varijantu E su:

Varijanta E

1. Bruto prihod 53.000×200	= 10.600.000
2. Kasa-skonto $10.600 \times 0,60 \times 0,03$	= 190.800
3. Neto prihod (1-2)	= 10.409.200
4. Troškovi $53.000 \times 147,17$	= 7.800.000
5. Finansijski rezultat (3-4)	= 2.609.200
6. Prosečne zalihe sirovina i materijala $\frac{4.240.000 \cdot 20}{365}$	= 232.329
7. Prosečne zalihe nezavršene proizvodnje $\frac{7.800.000 \cdot 30}{365}$	= 641.096
8. Prosečne zalihe gotovih proizvoda $\frac{7.800.000 \cdot 20}{365}$	= 427.397
9. Prosečno potraživanje od kupaca $\frac{10.600.000 \cdot 12}{365}$	= 348.493
10. Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca $\frac{7.800.000 \cdot 12}{365}$	= 256.438
11. Troškovi zaliha sirovina i materijala $232.329 \times 0,18$	= 41.819
12. Troškovi zaliha nezavršene proizvodnje $641.046 \times 0,16$	= 102.575
13. Troškovi zaliha gotovih proizvoda $427.397 \times 0,18$	= 76.931
14. Troškovi finansiranja potraživanja od kupaca $256.438 \times 0,15$	= 38.466
15. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca (11 do 14)	= 259.791

Uporedimo sada uticaj na finansijski rezultat varijante E u odnosu na varijantu A.

	Finansijski rezultat	Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja od kupaca
1. Varijanta A	2.500.000	258.288
2. Varijanta E	2.609.200	259.791
3. Razlika između varijante E i A (2-1)	109.200	1.503

Varijanta E u odnosu na varijantu A povećava finansijski rezultat za 109.200 dinara ali povećava i troškove zaliha i troškove ulaganja u potraživanja od kupaca za 1.503 dinara, tako da je neto povećanje finansijskog rezultata 107.697 dinara (109.200 — 1.503). Iz ovog izlazi da je varijanta E prihvatljivija jer obećava veću rentabilnost.

Uporedimo sada koeficijent obrtaja i strukturu angažovanih sredstava. Koeficijent obrtaja, računat iz odnosa prihoda umanjenog za finansijski rezultat i zbir prosečnih zaliha i ulaganja u potraživanja od kupaca, je kod varijante A $4.82 = (7.500.000 : 1.554.794)$ a kod varijante E $5 = (7.800.000 : 1.557.260)$. Neznatna promena koeficijenta obrtaja kod varijante E ukazuje da dodatni izvori finansiranja nisu ni potrebni jer se obim

prosečnih angažovanih sredstava u zalihama i potraživanjima od kupaca povećava samo za 2.466 dinara (1.557.260 — 1.554.794). Struktura pomenutih angažovanih sredstava je:

	Varijanta	
	A	E
1. Prosečne zalihe sirovina i materijala	219.178	232.329
2. Prosečne zalihe nezavršene proizvodnje	616.438	641.096
3. Prosečne zalihe gotovih proizvoda	410.959	427.397
4. Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca	308.219	256.438
5. Ukupno angažovana sredstva (1 do 4)	1 554.794	1 557.260

Kod varijante E u odnosu na varijantu A angažovana sredstva u obliku zaliha se povećavaju dok se angažovana sredstva u obliku potraživanja od kupaca smanjuju. Otuda je sa stanovišta likvidnosti prihvatljiva varijanta A, ali ona obećava manju rentabilnost. Upravo zato što varijanta E obećava veću rentabilnost i što ne zahteva dodatne izvore finansiranja, ona je ipak prihvatljivija od varijante A.

*

*

*

Izloženi primeri (varijante A, B, C, D, E) jasno ukazuju da su moguće suprotnosti između rentabilnosti, likvidnosti i finansiranja. Zbog toga pri izboru varijante, tj. određivanju uslova prodaje, a time i optimiranja potraživanja od kupaca, iako se uvek polazi od rentabilnosti, tačnije, od uticaja na finansijski rezultat, ne sme se zaboraviti na finansiranje i likvidnost. Najprihvatljivija je, naravno, ona varijanta koja obećava najveću rentabilnost ali uz uslov da se mogu pribaviti sredstva za finansiranje koja ona zahteva i održati likvidnost.

6.1.2. Uslovi prodaje na ograničen kredit

Prodaja na ograničen kredit je, u stvari, prodaja ograničene količine i vrednosti robe određenom kupcu, koja se može, po pravilu,

ponoviti tek kada je izvršena naplata prethodne prodaje. Ovaj vid prodaje može se koristiti kod prodaje pravnim i fizičkim licima (građanima). U daljim izlaganjima obrađivaćemo prodaju putem kredita građanima kao češći oblik prodaje u nas. Prodaja na kredit je svakako nepovoljniji oblik prodaje u odnosu na prodaju kupcu na otvoren kredit iz više razloga. Prvo, ovaj vid prodaje zahteva za isti obim proizvodnje i realizacije veći iznos sredstava, drugo, veći su troškovi vođenja knjigovodstva, i treće, veći je rizik naplate potraživanja. Pa ipak, i ovaj oblik prodaje primenjuje se naročito kod trajnih potrošnih dobara (bela tehnika, nameštaj, automobili i sl.) iz prostog razloga, što na drugi način nije moguće

izvršiti obim prodaje koji bi obezbedio iskorišćenje kapaciteta bar na nivou koji obezbeđuje pozitivan finansijski rezultat.

Obim prodaje, a time i prosečan iznos potraživanja po osnovu kratkoročnih kredita, zavisi od učešća plaćanja u gotovu prilikom korišćenja kredita, od dužine roka kredita i od visine kamatne stope. Što je manje učešće, što je duži rok otplate i što je manja kamatna stopa, moguć je veći obim prodaje i obrnuto. Naravno da uslovi prodaje na kredit utiču i na finansijsku snagu, i to često i pozitivno i negativno, što će pokazati naredni primeri.

Za ilustraciju uzećemo dve varijante — varijantu F i G. U obe varijante kamatna stopa je ista (10%), a menjaćemo učešće i rok otplate kredita.

Po varijanti F preduzeće proizvodi i prodaje 1.000 jedinica proizvoda „Y“. Cena koštanja je 35.000 a prodajna cena je 40.000 dinara po jedinici. Prosečan broj dana vezivanja zaliha gotovih proizvoda u skladištu je 30 dana. Prodaja se vrši na kredit sa rokom otplate od 6 meseci uz učešće (plaćanja u gotovom) od 40%. Stopa troškova zaliha gotovih proizvoda je 20%, a stopa troškova finansiranja po kreditu je 15%. Relevantni podaci su:

Varijanta F

1. Prihod od prodaje 1.000 x 40.000	= 40.000.000
2. Prihod od kamate	= 700.000
3. Ukupan prihod (1+2)	= 40.700.000
4. Troškovi 1.000 x 35.000	= 35.000.000
5. Finansijski rezultat (3-4)	= 5.700.000
6. Prosečne zalihe gotovih proizvoda $\frac{35.000.000 \cdot 30}{365}$	= 2.876.712
7. Prosečna potraživanja po kreditima $\frac{40.000.000 \cdot 0,60 \cdot 90^*}{365}$	= 5.917.808
8. Prosečna ulaganja u potraživanja po kreditima $\frac{35.000.000 \cdot 0,60 \cdot 90^*}{365}$	= 5.178.082
9. Troškovi zaliha 2.876.712 x 0,20	= 575.342
10. Troškovi finansiranja potraživanja po kreditima 5.178.082 x 0,15	= 776.712

11. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja po kreditima (9+10)	= 1.352.054

*Koefficient 0,60 je u stvari procent kredita od prodajne vrednosti koji je 60% budući da je učešće 40%. Broj dana prosečne naplate kredita je 90 jer se kredit otplaćuje za 6 meseci.

Pretpostavimo sada da preduzeće namera da da povoljnije uslove za kredit time što će učešće smanjiti na 1/3 i otplatu kredita produžiti na 9 meseci sa ciljem da ubrza prodaju i smanji prosečan broj dana vezivanja zaliha gotovih proizvoda na 20 dana. Relevantni podaci po ovoj varijanti — varijanta G — su:

Varijanta G

1. Prihod od prodaje 1.000 x 40.000	= 40.000.000
2. Prihod od kamate	= 1.111.111
3. Ukupan prihod (1+2)	= 44.111.111
4. Troškovi 1.000 x 35.000	= 35.000.000
5. Finansijski rezultat (3-4)	= 6.111.111
6. Prosečne zalihe gotovih proizvoda $\frac{35.000.000 \cdot 20}{365}$	= 1.917.808
7. Prosečna potraživanja po kreditima $\frac{40.000.000 \cdot \frac{2}{3} \cdot 135}{365}$	= 9.863.013
8. Prosečna ulaganja u potraživanja po kreditima $\frac{35.000.000 \cdot \frac{2}{3} \cdot 135}{365}$	= 8.630.137
9. Troškovi zaliha 1.917.808 x 0,20	= 363.562
10. Troškovi finansiranja potraživanja po kreditima 8.630.137 x 0,15	= 1.294.521
11. Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja po kreditima (9+10)	= 1.688.083

Ocenu o prihvatljivosti varijante G u odnosu na varijantu F sa stanovišta finansijskog rezultata (rentabilnosti) možemo dati na temelju razlika finansijskog rezultata, troškova zaliha i troškova finansiranja potraživanja po kreditima.

	Finansijski rezultat	Ukupni troškovi zaliha i troškovi finansiranja potraživanja po kreditima
1. Varijanta F	5.000.000	1.352.054
2. Varijanta G	6.111.111	1.688.083
3. Razlika između varijante G i F (2-1)	+411.111	+336.029

Varijanta G u odnosu na varijantu F obećava povećanje finansijskog rezultata za 411.111 dinara, ali ona izaziva i veće ukupne troškove po osnovu zaliha gotovih proizvoda i finansiranja potraživanja po kreditima za 336.029 dinara, tako da je neto povećanje finansijskog rezultata 75.082 dinara (411.111- 336.029). Budući da je neto povećanje finansijskog rezultata pozitivno, mada ne visoko, sa stanovišta rentabilnosti varijanta G je prihvatljivija od varijante F.

Sa stanovišta finansiranja i likvidnosti treba imati u vidu da je varijanta G, koja ima koeficijent obrtaja 3,32 računat iz odnosa prihoda umanjenih za finansijski rezultat i zbira prosečnih zaliha gotovih proizvoda i ulaganja u potraživanja po kreditima, nepovoljnija od varijante F, gde je pomenuti koeficijent obrtaja 4,35. Varijanta G zahteva dodatne izvore finansiranja a, osim toga, ona usporava transformaciju potraživanja po kreditu u novac, što ugrožava likvidnost. Otuda je ona prihvatljiva samo ako se mogu pribaviti dodatni izvori finansiranja u obimu koji zahteva povećanje obima angažovanih sredstava i po roku trajanja mobilizacije.

Na isti način mogla bi se razmatrati i varijanta koja bi imala za cilj povećanje obima proizvodnje i prodaje pod uslovom da to dozvoljava kapacitet, ali se tada moraju uzeti u obzir i zalihe sirovina i materijala kao i zalihe nezavršene proizvodnje, o čemu je bilo reči u prethodnom odeljku.

Prethodna izlaganja ukazuju da se prilikom utvrđivanja uslova za prodaju na kredit, a time i optimiranja potraživanja po kreditu, mora uzeti u obzir ne samo uticaj na finansijski rezultat već i mogućnosti finansiranja i održavanja likvidnosti.

6.2. Smanjenje rizika kratkoročnih potraživanja po osnovu komercijalnih odnosa

Smanjenje rizika naplate kratkoročnih potraživanja može se postići putem analize kreditne sposobnosti kupca, odnosno kori-

snika kratkoročnog robnog kredita, izborom kupca sa neograničenom odgovornošću deoničara i zahtevom da povraćaj garantuje treće lice, o čemu je bilo reči u poglavlju o finansijskoj strategiji i taktici dugoročnih plasmana. Pri analizi kreditne sposobnosti kupaca, budući da se radi o naplati kratkoročnih potraživanja, analizu treba proširiti i na tekuću likvidnost, što podrazumeva analizu kratkoročne finansijske ravnoteže, brzinu obrtaja obrtnih sredstava ukupno i pojedinačnih njihovih delova, prosečan broj dana plaćanja obaveza prema dobavljačima, te priliv i odliv novca i stanja gotovine.

Osim toga, rizik naplate kratkoročnih potraživanja može se smanjiti:

- limitiranjem iznosa potraživanja,
- ugovaranjem zatezne kamate,
- izborom oblika naplate i
- osiguranjem potraživanja.

Limitiranje iznosa potraživanja. Limitiranje iznosa potraživanja zapravo znači određivanje najvećeg iznosa vrednosti robe koja se može prodati konkretnom kupcu. Limit zavisi od kreditne sposobnosti kupca, odnosno od procene putem analize kreditne sposobnosti kojim iznosom se kupac može zadužiti bez opasnosti da ne plati dug. Taj limit poveriocu smanjuje rizik naplate potraživanja a kupca primorava da svoje obaveze plaća o roku, odnosno da ih drži ispod limita kako bi mogao ponovo nabavljati robu.

Zatezna kamata. Zatezna kamata je za kupca dodatni (vanredni) rashod, što ga objektivno primorava da plati obavezu o roku kako bi izbegao vanredni rashod. Ovaj stimulans naplate potraživanja utoliko je jači ukoliko je zatezna kamata viša. Istina, zatezna kamata može delovati i odbojno od kupca, ali je to upravo dobar znak da njegova likvidnost nije dobra, pa takvog kupca inače treba izbegavati.

Izbor oblika naplate. Naplata potraživanja može se vršiti putem virmanske doznake, čeka, menice i akreditiva. Sa stanovišta smanjenja rizika naplate potraživanja najpovoljniji

ji je akreditiv (neopozivi i dokumentarni), potom ček, pa menica i najzad virmanska doznaka. Otuda treba nastojati da se ugovore najpovoljniji oblici naplate sa stanovišta rizika. Nevolja je u tome što su najpovoljniji oblici naplate za poverioca istovremeno i najnepovoljniji oblici plaćanja za dužnika. Otuda se na najpovoljnijim oblicima naplate potraživanja može kategorički insistirati samo kod kupaca sa sumnjivim kreditnom sposobnošću.

Osiguranje potraživanja. Osiguranje potraživanja može se izvršiti kod osiguravajuće organizacije, čime ona preuzima obavezu da plati osiguraniku potraživanja utoliko ovaj dokaže da naplatu nije mogao izvršiti od dužnika (kupaca). To svakako potpuno eliminiše rizik naplate ali ne o roku već naplate potraživanja uopšte. Naime, od osiguravajuće organizacije osigurana potraživanja se naplaćuju isključivo posle isteka roka naplate, jer tek tada poverilac može dokazati da naplatu nije mogao izvršiti od dužnika (kupca). Nevolja je u tome što osiguranje potraživanja izaziva dodatne troškove kako po osnovu premije osiguranja tako i po osnovu dokaza da se potraživanje od dužnika nije moglo naplatiti (obično se traži sudski dokaz). Osim toga, osiguravajuća organizacija uslovljava i način obezbeđenja plaćanja (npr. traži avaliranu menicu), što otežava prodaju. Pa ipak, i ovaj oblik smanjenja rizika naplate potraživanja je prihvatljiv naročito kada je rizik velik, kao, na primer, što je to prodaja fizičkim licima putem kratkoročnog (potrošačkog) kredita.

6.3. Očuvanje supstance uložene u kratkoročna potraživanja po osnovu komercijalnih odnosa

U uslovima inflacije na kratkoročnim potraživanjima iz komercijalnih odnosa nastaju inflatorni gubici. Ako su potraživanja u domaćoj valuti, inflatorni gubici nastaju po osnovu domaće inflacije. Ako su potraživanja u stranoj valuti, ona, naravno, nisu podložna inflatornim gubicima po osnovu domaće inflacije

već po osnovu inflacije zemlje u čijoj su valuti kratkoročna potraživanja. Stepenn obezvređenja kratkoročnih potraživanja po osnovu inflatornih gubitaka zavisi od visine stope inflacije i visine kamatne stope koja se ostvaruje po osnovu kratkoročnih potraživanja u vidu kamate koja se obračunava na kratkoročna potraživanja iz komercijalnih odnosa. Sve dok se stopa inflacije ne izjednači s kamatnom stopom na kratkoročna potraživanja iz komercijalnih odnosa, ona su zaštićena od inflatornih gubitaka. Čim stopa inflacije pređe nivo kamatne stope na kratkoročna potraživanja iz komercijalnih odnosa nastaju inflatorni gubici, jer naplaćena glavnica plus kamata realno manje vredi (manje se za tu sumu može kupiti robe u momentu naplate) nego za glavniciu u momentu nastanka kratkoročnog potraživanja iz komercijalnog odnosa (za tu sumu moglo se kupiti više robe). Naravno, većina kratkoročnih potraživanja iz komercijalnih odnosa nije ukamaćena uopšte osim prodaje na kratkoročni robni kredit i, eventualno, zaračunavanja zatezne kamate posle isteka roka plaćanja. Otuda su inflatorni gubici na kratkoročnim potraživanjima iz komercijalnih odnosa relativno veliki iako se ona relativno brzo konvertuju u novac. Inflatorni gubici mogu se izbeći ili barem smanjiti:

- svođenjem roka naplate na minimum,
- usklađivanjem i zaračunavanjem kamata na kratkoročna potraživanja,
- stalnom kontrolom blagovremene naplate potraživanja,
- smanjenjem prodaje na kredit,
- davanjem kasa-skonta za brže plaćanje,
- brzim ispostavljanjem faktura.

Skraćivanje roka naplate na minimum. Što je rok naplate kratkoročnog potraživanja kraći, manja je izloženost obezvređenju. Ovo zbog toga što je dejstvo inflacije srazmerno vremenu trajanja potraživanja isto kao i kamata kod kredita — duži kredit uz istu kamatnu stopu, veća kamata i obrnuto. Tako i kod potraživanja: što je potraživanje duže uz istu sto-

pu inflacije, veći je inflatorni gubitak. Otuda u uslovima inflacije treba insistirati na što kraćim rokovima naplate potraživanja od kupaca.

Usklađivanje i zaračunavanje kamata na kratkoročna potraživanja. Kod kratkoročnih robnih kredita treba težiti da kamatna stopa bude realna, tj. nešto viša od stope inflacije, ili bar da bude neutralna, tj. na nivou stope inflacije. Kod potraživanja od kupaca, naročito kada je rok plaćanja dug, treba insistirati na zaračunavanju kamate po stopi koja je viša ili barem jednaka stopi inflacije. Osim toga, treba redovno obračunavati i naplaćivati zatezne kamate.

Stalna kontrola blagovremene naplate potraživanja. Ova kontrola ima za cilj da se spreči produženje naplate potraživanja iznad ugovorenog roka i da se na taj način smanji inflatorni gubitak. Kupce koji neredovno plaćaju treba eliminisati, a ako to nije moguće, privoleti ih da prihvate obračun kamata ne samo zatezne već i redovnih kamata.

Smanjenje prodaje na kredit. Kamatna stopa se određuje u momentu davanja kredita. Budući da se kredit daje na duži rok, tokom otplate kredita kamatna stopa, koja je bila realna u momentu davanja kredita, postaje negativna usled stalnog porasta stope inflacije. Kada se to dogodi, nastaju inflatorni gubici na potraživanjima po kreditima. Da bi se to izbeglo, treba što je moguće više smanjiti prodaju na kredit i uz to skratiti rokove otplate kredita ili ugovoriti varijabilnu kamatnu stopu koja bi se menjala u zavisnosti od stope inflacije.

Davanje kasa-skonta za brže plaćanje. Kasa-skonto stimuliše dužnika da brže plati obavezu, ali ona, videli smo, umanjuje i finansijski rezultat poverioca. Pošto su potraživanja od kupaca u uslovima inflacije podložna obez-

vredjenju, na njima nastaju inflatorni gubici utoliko veći ukoliko su potraživanja duža, ekonomski je opravdano u uslovima inflacije davati kasa-skonto radi smanjenja inflatornog gubitka s tim što je visina kasa-skonta limitirana stopom inflacije. Ilustrujmo to hipotetičkim primerom. Pretpostavimo da preduzeće ima potraživanje od kupca u iznosu od 100.000 dinara, čiji je rok naplate mesec dana. Neka je mesečna stopa inflacije 2%. Inflatorni gubitak na ovom potraživanju je 2.000 dinara ($100.000 \times 0,02$). Ako poverilac da kasa-skonto od 2% za plaćanje od 10 dana (diskontni period), njemu će biti smanjen finansijski rezultat po osnovu kasa-skonta za 2.000 dinara, koliko iznosi i inflatorni gubitak, ali će on raspolagati gotovinom 20 dana pre roka naplate, što znači da je može ponovo uložiti, npr., za kupovinu materijala pre poskupljenja ili otplatu inostranog kredita pre devalvacije domaće valute, tako da izbegne dalje negativno dejstvo inflacije na troškove, odnosno na inflatorne gubitke. Naravno, ukoliko bi stopa kasa-skonta bila ispod stope inflacije, za poverioca bila bi povoljnija jer bi ostvario manje smanjenje tekućeg finansijskog rezultata po osnovu kasa-skonta i istovremeno smanjio inflatorni gubitak na potraživanjima.

Brzo ispostavljanje fakture. Rok naplate potraživanja od kupca, po pravilu, teče od dana ispostavljanja fakture. Otuda zakašnjenje ispostavljenе fakture, u stvari, znači produženje roka naplate, a to u uslovima inflacije znači veći inflatorni gubitak na potraživanju. Da bi se to izbeglo, nužno je brzo ispostaviti fakture, tj. ispostavljati fakture po principu: danas isporuka, danas faktura.

*

*

*

Nije realno očekivati da će se svaka ova mera moći u konkretnoj situaciji ostvariti jer to uvek zavisi i od poverioca i od dužnika,

ali to nikako nije razlog da se na njima ne insistira, jer svaka od njih smanjuje inflatorne gubitke na kratkoročnim potraživanjima.

Najzad, inflatorni gubici mogu se izbeći ako su potraživanja u stranoj valuti pod uslovom da stopa promene kursa domaće valute na dan naplate potraživanja u odnosu na dan nastanka potraživanja odgovara stopi inflacije u tom intervalu.

7. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA KRATKOROČNIH FINANSIJSKIH OBAVEZA

Kratkoročne finansijske obaveze su zapravo obaveze po uzetim kratkoročnim kreditima ili obaveze po emitovanim i prodanim kratkoročnim hartijama od vrednosti (komercijalni ili blagajnički zapis, na primer). Finansijskom strategijom i taktikom kratkoročnih finansijskih obaveza treba:

- uskladiti obim kratkoročnih finansijskih obaveza sa obimom kratkoročno uložених sredstava,
- smanjiti rashod finansiranja po osnovu kratkoročnih finansijskih obaveza i
- izbeći dodatne rashode u uslovima inflacije.

7.1. Usklađivanje obima kratkoročnih finansijskih obaveza sa obimom kratkoročno uloženih sredstava u sezonske zalihe i kratkoročne kredite

Koliki je, zapravo, potreban obim kratkoročnih kredita preduzeća, zavisi od:

- visine obrtnog fonda,
- visine stalnih obrtnih sredstava,
- visine sezonskih zaliha,
- visine potraživanja po kratkoročnim finansijskim i robnim kreditima i
- odnosa rokova vezivanja potraživanja od kupaca i hartija od vrednosti i rokova raspoloživosti obavezama prema dobavljačima i drugim spontanim obavezama (obaveze po osnovu ličnih dohodaka, obaveze za kamate i naknade za uloge trećih lica, obaveze za dividende, obaveze za porez i druge dažbine).

Finansijska strategija sopstvenog kapitala, dugoročnih rezervisanja, dugoročno pozajmljenog kapitala, osnovnih sredstava i

dugoročnih plasmana mora da obezbedi obrtni fond bar u visini stalnih zaliha, pri čemu visina stalnih zaliha, dakako, zavisi od uspešnosti finansijske strategije i taktike zaliha, jer bez toga nema finansijske stabilnosti i stvaranja uslova za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja. Pod pretpostavkom da je obrtni fond jednak stalnim zalihama i da je prosečni (ponderisani) rok vezivanja potraživanja od kupaca, hartija od vrednosti i gotovine jednak prosečnom (ponderisanom) roku raspoloživosti obavezama prema dobavljačima i drugim spontanim obavezama, obim kratkoročnih finansijskih kredita je jednak zbiru sezonskih zaliha i potraživanja po kratkoročnim finansijskim i robnim kreditima, pri čemu rokovi dospeća obaveza po kratkoročnim finansijskim kreditima moraju da budu jednaki prosečnom (ponderisanom) roku vezivanja sezonskih zaliha i naplate potraživanja po kratkoročnim robnim i finansijskim kreditima. Ako je obrtni fond veći od stalnih zaliha pod opisanim uslovima s područja vezivanja potraživanja od kupaca, hartija od vrednosti, gotovine i raspoloživim obavezama prema dobavljačima i drugim spontanim obavezama, obim kratkoročnih finansijskih kredita je manji za iznos razlike između obrtnog fonda i stalnih zaliha. Ako bi prosečni (ponderisani) rok vezivanja potraživanja od kupaca, hartija od vrednosti i gotovine bio duži od prosečnog (ponderisanog) roka raspoloživosti obavezama prema dobavljačima i drugim spontanim obavezama, obim kratkoročnih finansijskih kredita je veći za razliku između obima potraživanja od kupaca, hartija od vrednosti i likvidne rezerve na jednoj, i zbira obaveza prema dobavljačima i drugih spontanih obaveza uz uslov da je obrtni fond jednak stalnim zalihama. Obrnuto, ako bi prosečni (ponderisani) rok vezivanja potraživanja od kupaca, hartija od vrednosti i gotovine bio kraći od prosečnog (ponderisanog) roka raspoloživosti obavezama prema dobavljačima i drugim spontanim obavezama, obim kratkoročnih finansijskih kredita je manji za razliku između zbira obaveza prema do-

bavljacima i drugih spontanijih obaveza i zbira potraživanja od kupaca, hartija od vrednosti i likvidne rezerve uz uslov da je obrtni fond jednak stalnim zalihama.

Prethodno definisani obim kratkoročnih finansijskih kredita, videli smo, uvek polazi od pretpostavke da je obrtni fond jednak stalnim zalihama, a šta ako taj uslov nije zadovoljen? Ako je obrtni fond veći od stalnih zaliha, onda je prethodno definisan potrebni obim kratkoročnih finansijskih kredita manji za iznos razlike između obrtnog fonda i stalnih zaliha. Suprotno, ako je obrtni fond manji od stalnih zaliha, onda je prethodno definisan potrebni obim kratkoročnih finansijskih kredita veći za iznos razlike između stalnih zaliha i obrtnog fonda. Ta razlika, taj deo stalnih zaliha u tom slučaju finansira se iz kratkoročnih finansijskih kredita, što ugrožava likvidnost pošto su stalne zalihe vezane na dug rok a kratkoročni finansijski kredit je raspoloživ u kratkom roku. Da bi se u takvim okolnostima likvidnost održavala, kratkoročni finansijski kredit bi se morao stalno obnavljati (revolving kredit), čime on prerasta u kredit bez roka vraćanja.

7.2. Smanjenje rashoda finansiranja po osnovu kratkoročnih finansijskih obaveza

Sve što je rečeno o smanjenju rashoda finansiranja u odeljku 3.2. ove glave vredi i ovde. Uzima se, dakle, stvarna kamata ako je obračun kamata anticipativan ili ako je kratkoročni finansijski kredit uzet sa deponovanjem gotovine kod kreditora, ili ako se primenjuje relativna kamatna stopa, odnosno, uzima se nominalna kamatna stopa ako se kamata obračunava dekurzivno, kratkoročni finansijski kredit uzima bez depozita i ako se primenjuje konformna kamatna stopa. Pri uzimanju kratkoročnog finansijskog kredita uzima se kredit s najnižom stvarnom, odnosno

nominalnom kamatnom stopom jer će u tom slučaju rashodi finansiranja, dakako, biti niži.

7.3. Izbegavanje dodatnih rashoda finansiranja u uslovima inflacije

Sve dok je stvarna kamatna stopa niža od stope inflacije, na kratkoročnim finansijskim obavezama stvaraju se inflatorni dobitci. Kad je stvarna kamatna stopa iznad stope inflacije, nema, dabome, inflatornih dobitaka. Međutim, primena relativne kamatne stope dovodi do povećanja nominalne godišnje kamatne stope iznad ugovorene utoliko više što je godišnja kamatna stopa viša i što je broj obračuna kamata (kapitalisanje) u toku godine veći, što izaziva dodatne rashode finansiranja. Taj dodatni rashod finansiranja može se eliminisati jedino primenom konformne kamatne stope, o čemu je bilo reči u odeljku 3.3. ove glave. Isto tako, iznos kamate zavisi od toga kako se utvrđuje realna kamatna stopa — dodavanjem realne kamatne stope na stopu inflacije ili revalorizovanjem realne kamatne stope plus stopa inflacije. U prvom slučaju je iznos kamate manji nego u drugom, pa otuda treba težiti da se realna kamatna stopa utvrđuje dodavanjem realne kamatne stope na stopu inflacije.

Sve rečeno važi i za kratkoročne finansijske obaveze u stranoj valuti s tim što se ovde upoređuje stvarna kamatna stopa i stopa inflacije zemlje u čijoj je valuti iskazana obaveza. Međutim, kada je domaća stopa inflacije viša od stope inflacije zemlje u čijoj je valuti iskazana obaveza, tada se ostvaruju inflatorni gubici (negativne kursne razlike).

Saglasno navedenom, dodatni rashodi finansiranja u uslovima inflacije mogu se izbeći primenom konformne kamatne stope, formiranjem realne kamatne stope na principu realne kamatne stope plus stopa inflacije i izbegavanjem zaduženja u stranoj valuti kada je domaća stopa inflacije viša od stope inflacije zemlje porekla valute, a ako se ipak vrši zaduženje u stranoj valuti, težiti da zaduženje bude

u što mekšoj valuti, tj. valuti koja je podložna realno većem obezvređenju.

8. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA OBAVEZA IZ KOMERCIJALNIH ODNOSA

Glavni oblik obaveza iz komercijalnih odnosa jesu obaveze prema dobavljačima. Sa stanovišta roka raspoloživosti i izazivanja rashoda finansiranja ovde se mogu ubrojati i druge spontane obaveze (obaveze po osnovu ličnih dohodaka, obaveze po osnovu kamata i naknada za usluge trećih lica, obaveze po osnovu dividende, obaveze po osnovu poreza i drugih dažbina i obaveze po primljenim avansima od kupaca), kao i odloženi prihodi za naredne obračunske periode (pasivna vremenska razgraničenja).

Sa stanovišta finansijskog rezultata osnovna karakteristika svih ovih obaveza jeste u tome što one, po pravilu, ne izazivaju rashode finansiranja ali samo ako se koriste do utvrđenog roka raspoloživosti, a ako se prekoračuje taj rok, onda i one, po pravilu, izazivaju rashod finansiranja po osnovu zatezne kamate. Kažemo po pravilu zbog toga što postoje određeni izuzeci; prvo, obaveza po datim menicama dobavljačima može da izaziva rashode finansiranja iako je isplatio o roku, što je slučaj kada menica glasi na glavni dug (vrednost isporučenog materijala ili učinjene usluge) i kamatu, čime, u stvari, obaveza prema dobavljaču prerasta u kratkoročni kredit; drugo, određene obaveze ne prouzrokuju zatezne kamate ni kada se ne plate u roku, što je slučaj kod obaveza prema radnicima i obaveza po dividendi, i treće, određene obaveze, ako se plate pre određenog roka, smanjuju rashode odnosno povećavaju prihode, što je slučaj sa obavezama prema dobavljačima kada dobavljači daju kasa-skonto za plaćanje u diskontnom periodu koji je uvek kraći od roka plaćanja.

Finansijska strategija i taktika kratkoročnih obaveza iz komercijalnih odnosa treba da:

- maksimira obim kratkoročnih obaveza iz komercijalnih odnosa,
- smanji finansijske rashode odnosno poveća prihode po osnovu kratkoročnih obaveza iz komercijalnih odnosa i
- izbegne dodatne rashode u uslovima inflacije.

8.1. Maksimiranje obima kratkoročnih obaveza iz komercijalnih odnosa

U odeljku 7.1. videli smo da obim kratkoročnih finansijskih kredita zavisi od visine obrtnog fonda, visine stalnih zaliha, visine sezonskih zaliha, visine potraživanja po kratkoročnim finansijskim i robnim kreditima i razlike između zbira potraživanja od kupaca, hartija od vrednosti, likvidne rezerve i zbira obaveza prema dobavljačima i drugih spontanih obaveza. Budući da su obaveze prema dobavljačima (isključujući menični kredit) i druge spontane obaveze u granicama roka raspoloživosti besplatne, finansijska strategija i taktika teži da te obaveze maksimira kako bi kratkoročni finansijski krediti bili što manji a time manji i rashodi finansiranja po osnovu njih.

Maksimiranje obima kratkoročnih obaveza iz komercijalnih odnosa postiže se izborom dobavljača s najdužim rokovima plaćanja, što svakako zavisi od globalnog odnosa ponude i tražnje proizvoda koji se nabavlja, kurentnosti proizvoda koji se nabavlja ali i od spretnosti nabavne funkcije. Prihvatljiv rok plaćanja treba da zajednički utvrde nabavna i finansijska funkcija. Pri tome, naravno, često dolazi do sukoba interesa ove dve funkcije — nabavnoj funkciji je u interesu da se prihvati što kraći rokovi plaćanja jer je u takvim okolnostima lakše naći dobavljača, finansijskoj funkciji je u interesu da rokovi plaćanja budu što duži jer to olakšava održavanje likvidnosti i povećava finansijski rezultat sve dok su obaveze prema

dobavljačima besplatne. U toj suprotnosti interesa nabavne i finansijske funkcije treba početi od rokova naplate potraživanja od kupaca i položaja na tržištu proizvoda koji se nabavlja. Sa stanovišta rashoda finansiranja i održavanja likvidnosti najprihvatljivije je da rokovi plaćanja obaveza prema dobavljačima budu duži od rokova naplate potraživanja od kupaca jer će u tom slučaju kratkoročne finansijske obaveze biti najmanje. Ako se to ne može ostvariti zbog položaja proizvoda na tržištu, prihvatljivo bi bilo da rok plaćanja obaveza prema dobavljačima bude jednak roku naplate potraživanja od kupaca, a najneprihvatljivije je kada su rokovi plaćanja obaveza prema dobavljačima kraći od rokova naplate potraživanja od kupaca jer će tada kratkoročne finansijske obaveze biti najviše, što izaziva veće rashode finansiranja a, osim toga, otežava i stalno kratkoročno finansijsko zaduženje.

Sve rečeno odnosi se na prosečne ponderisane rokove plaćanja obaveza prema dobavljačima i na prosečne ponderisane rokove naplate potraživanja od kupaca. Budući da preduzeće, po pravilu, prodaje više vrsta gotovih proizvoda, da nabavlja više vrsta sirovina i materijala i da u okviru jedne i druge vrste pojedinačni proizvodi, odnosno materijali imaju različit položaj na tržištu, postoji mogućnost da se ostvare postavljeni zahtevi utoliko pre ako se posebno razmatraju rokovi plaćanja svake vrste sirovina i materijala koji se nabavlja.

Pored prethodno rečenog, kod usluga koje se kontinuirano koriste može se uticati na produženje rokova plaćanja ako se period obračuna (fakturisanja) usluge produži; na primer, mesečni umesto petnaestodnevnog obračuna transportnih usluga, utroška vode i energije i sl. Ovde postoji tzv. skriveni rok produženja plaćanja obaveza koji teče od momenta učinjene usluge do momenta obračuna (fakturisanje) usluga. I kod ostalih spontanijih obaveza (lični dohoci, dekurzivno

obračunate kamate, porezi i druge dažbine, dividende, naknade za uloge trećih lica) takođe postoje skriveni rokovi produženja plaćanja koji su utoliko duži što su rokovi obračuna duži. Otuda obračun ovih obaveza treba vršiti na poslednji dan koji je utvrđen zakonom, statutom, ugovorom ili drugim pravnim, odnosno obligacionim aktom.

8.2. Smanjenje finansijskih rashoda, odnosno povećanje finansijskog rezultata po osnovu obaveza iz komercijalnih odnosa

Finansijski rashodi po osnovu komercijalnih odnosa, izuzimajući zateznu kamatu, nastaju pri kupovini na odloženi rok plaćanja uz plaćanje kamate i pri neiskorišćenju kasa-skonto. Da bi se utvrdilo da li je sa stanovišta finansijskog rezultata prihvatljivo kupovati sa odloženim rokom plaćanja i koristiti ponuđeni kasa-skonto, nužno je utvrditi stvarnu kamatnu stopu na odložena plaćanja i kasa-skonto pre-računatu na godišnju kamatnu stopu a potom te stope uporediti sa stvarnim kamatnim stopama kratkoročne finansijske obaveze (na primer, kratkoročnog finansijskog kredita).

Kupovina sa odloženim rokom plaćanja je, u stvari, korišćenje kratkoročnog robnog kredita. Budući da se ovde kamata obračunava dekurzivno, stvarna kamatna stopa je jednaka nominalnoj kamatnoj stopi. Međutim, kada se obaveza prema dobavljaču plaća izdavanjem menice sa avalom, pri utvrđivanju stvarne kamatne stope treba uzeti u obzir i proviziju koja se plaća avalisti.

Ilustracije radi, uzmimo da se obaveza prema dobavljaču od 300.000 dinara plaća avaliranom menicom čiji je rok dospeća tri meseca uz godišnju kamatnu stopu od 10%, pri čemu se avalisti plaća provizija po stopi od 1% od nominalnog iznosa menice. Kolika je stvarna kamatna stopa uzimajući u obzir i proviziju avalisti?

1. Iznos kamate $= \frac{300.000 \cdot 3 \cdot 10}{1.200} = 7.500$
2. Iznosi provizije $= (300.000 + 7.500) \cdot 0,01 = 3.075$
3. Ukupni finansijski rashodi (1+2) 10.575
4. Stvarna kamatna stopa $= \frac{10.575 \cdot 1.200}{300.000 \cdot 3} = 14,1\%$

Stvarna kamatna stopa od 14,1% je tačna pod uslovom da se provizija avalisti plaća u momentu dospeća menice. Ali ako se provizija plaća u momentu avaliranja, onda je stvarna kamatna stopa $14,25\% = \frac{10.575 \cdot 1.200}{(300.000 - 3.075) \cdot 3}$.

Dakle, kada se utvrdi kamatna stopa po robnom kratkoročnom kreditu i ista kamatna stopa po finansijskom kratkoročnom kreditu, može se videti koji je najpovoljniji izvor sa stanovišta sniženja rashoda finansiranja. To je onaj izvor koji ima najnižu stvarnu kamatnu stopu. Tako, na primer, ako ova analiza pokaže da je stvarna kamatna stopa po finansijskom kreditu viša od stvarne kamatne stope po robnim kreditima pribavlje-

nim po osnovu plaćanja obaveza prema dobavljačima sa avaliranom menicom, onda će se težiti da se pribave robni krediti.

Kasa-skonto koji odobravaju dobavljači povećava finansijski rezultat direktno ili indirektno, zavisno od načina knjiženja: direktno ako se iskorišćeni kasa-skonto knjiži u korist prihoda, indirektno ako se kasa-skonto knjiži kao sniženje nabavne cene, što kasnije izaziva sniženje troškova, odnosno rashoda. Da li se kasa-skonto isplati koristiti uz pomoć kratkoročnih kredita? Da bi se odgovorilo na ovo pitanje, treba stopu kasa-skonta preračunati na godišnju kamatnu stopu. U stvari, neiskorišćen kasa-skonto predstavlja cenu korišćenih obaveza prema dobavljaču u periodu od diskontnog roka do roka plaćanja. Ta cena izražena godišnjom kamatnom stopom je:

$$\text{Godišnja kamatna stopa} = \frac{\% \text{ kasa-skonta} \cdot 100}{100 - \% \text{ kasa-skonta}} \cdot \frac{360}{\text{rok placanja} - \text{rok diskontni}}$$

Ilustracije radi, uzmimo sledeći primer. Dobavljač daje 2% kasa-skonta za plaćanje

u roku od 15 dana (diskontni rok odnosno period) a rok plaćanja je 45 dana.

$$\text{Godišnja kamatna stopa} = \frac{2 \cdot 100}{100 - 2} \cdot \frac{360}{45 - 15} = 24,9$$

Logika rezonovanja je sledeća: ako obaveze prema dobavljaču platimo 15-tog dana, nabavna cena je niža za 2%; ako taj izvor koristimo još 30 dana (obavezu plaćamo 45-tog dana) nabavna cena neće biti snižena za 2%. Znači, zato što smo koristili taj izvor daljih 30 dana, nabavna cena nije snižena za 2%. Pošto korišćenje izvora 30 dana košta 2%, to izlazi da je 2%, u stvari, mesečna kamatna stopa. Budući da je mesečna kamatna stopa 2%, onda bi godišnja kamatna stopa trebalo da bude $24\% = (2 \times 12)$. Otkud onda u našem primeru ona iznosi 24,49%? To je zbog toga što je u pitanju procentni račun u sto, jer je kasa-skonto kao iznos kamate uračunat u cenu dobavljača, pa je zbog

toga cena dobavljača ustvari anuitet (glavnica plus kamata) a ne iznos kredita. Otuda izraz $\frac{\% \text{ kasa-skonta} \cdot 100}{100 - \% \text{ kasa-skonta}}$ preračunava stopu kasa-skonta na neto (na glavicu) a izraz $\frac{360}{\text{rok placanja} - \text{diskontni rok}}$ izražava godišnji koeficijent obrtaja „ukamaćene“ obaveze prema dobavljaču tako da proizvod ova dva izraza daje godišnju kamatnu stopu.

Ovako izražena godišnja kamatna stopa po osnovu kasa-skonta uporediva je sa stvarnom kamatnom stopom. Sa stanovišta povećanja finansijskog rezultata opravdano je koristiti kasa-skonto i uz pomoć kratkoročnog finansijskog kredita pod uslovom da je

stvarna kamatna stopa kratkoročnog finansijskog kredita niža od godišnje kamatne stope po osnovu kasa-skonta. Naravno, još povoljnije bi bilo kada bi se kasa-skonto koristio bez uzimanja dodatnog kratkoročnog finansijskog kredita. Ovo bi bilo ostvarljivo kada bi rokovi plaćanja obaveza prema dobavljačima uključujući i diskontni period bili povoljniji, tj. kada bi bili duži od rokova naplate potraživanja od kupaca, o čemu je već bilo reči.

8.3. Izbegavanje dodatnih rashoda u uslovima inflacije

Na obavezama prema dobavljačima u uslovima inflacije ostvaruju se inflatorni dobitci osim ako obaveza nije u stranoj valuti i ako se na obaveze u domaćoj valuti ne obračunava kamata po realnoj pozitivnoj kamatnoj stopi. Međutim, videli smo u odeljku 3.3. ove glave da primena relativne kamatne stope u uslovima kada je godišnja kamatna stopa visoka podiže iznos kamata iznad ugovorene godišnje kamatne stope. Otuda u takvim uslovima i ovde treba primenjivati konformnu kamatnu stopu kako bi se izbegli dodatni rashodi finansiranja. Osim toga, treba težiti da se realna kamatna stopa ne revalorizuje već da se utvrđuje dodavanjem na stopu inflacije, o čemu je takođe ranije bilo reči. U pogledu korišćenja kasa-skonta situacija je sledeća. Ako je stopa kasa-skonta jednaka ili viša od stope inflacije na obavezama prema dobavljačima, ne postoji inflatorni dobitak uz uslov da se kasa-skonto ne koristi. Otuda je opravdano koristiti kasa-skonto jer to povećava finansijski rezultat, a neiskorišćeni kasa-skonto, kako rekosmo, ne donosi inflatorni dobitak na obavezama prema dobavljačima. U vreme inflacije treba težiti povećanju spontanih obaveza prema trećim licima putem produženja rokova plaćanja. Međutim, ovo ne važi podjednako za sve spontane obaveze.

Obaveze prema radnicima treba isplaćivati o roku, a u vreme visoke inflacije treba skratiti rokove obračuna i isplate ličnih dohodaka od uobičajenih mesečnih na petnaestodnevne ili čak nedeljne. Ovo zbog toga što i radnici trpe inflatorne gubitke na svojim potraživanjima po osnovu zarađenih ličnih dohodaka, koji su utoliko veći ukoliko je duži rok obračuna i isplate ličnih dohodaka. Ostale spontane obaveze treba isplaćivati poslednjeg dana dospeća, a ako je kaznena, odnosno zatezna kamatna stopa niža od stope inflacije, prihvatljivo je prekoračenje roka isplate.

9. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA GOTOVINE

Raspoloživa gotovina je rezultat finansijske strategije i taktike u oblasti osnovnih sredstava, dugoročnih plasmana, sopstvenog kapitala, dugoročnih rezervisanja, dugoročno pozajmljenog kapitala, zaliha, kratkoročnih finansijskih potraživanja, potraživanja iz komercijalnih odnosa, kratkoročnih finansijskih obaveza, kratkoročnih obaveza iz komercijalnih odnosa, o čemu je u prethodnim poglavljima raspravljano, kao i finansijske strategije i taktike u oblasti raspodele neto dobitka, o čemu će biti reči u narednom poglavlju. Sve što se učini u pomenutim oblastima odražava se direktno ili indirektno na raspoloživu gotovinu ali i raspoloživa gotovina, tačnije njena veličina i upotreba, takođe utiče na finansijsku strategiju i taktiku u svim pomenutim oblastima. Iz ovoga sledi da između ulaganja sredstava, izvora finansiranja i finansijskog rezultata na jednoj i gotovine na drugoj strani postoji povratna sprega.

Već smo videli da pojedini segmenti ulaganja sredstava i izvora finansiranja uglavnom imaju direktni odraz na imovinu u smislu njenog povećanja (rentabilnosti) i očuvanja nesmanjene vrednosti u uslovima inflacije i, po pravilu, indirektan odraz na likvidnost i finan-

siranje. Kod gotovine je obrnuto — od gotovine direktno zavisi likvidnost i finansiranje a indirektno, rentabilnost. Ovo zbog toga što se bez gotovine ne može održati likvidnost, ne mogu se finansirati nova ulaganja, ali i sama raspoloživa gotovina, dok ne bude upotrebljena bilo za plaćanje obaveza (likvidnost), bilo za nova ulaganja (finansiranje), može da poveća finansijski rezultat i da smanji inflatorne gubitke na samom novcu pod uslovom da raspoloživa gotovina do momenta njene konačne upotrebe bilo za plaćanje obaveza, bilo za nova ulaganja bude privremeno upotrebljena tako da se po osnovu njene upotrebe ostvaruje neki prinos. Po redosledu stvari raspoloživom gotovinom se mora najpre održati likvidnost a potom deo gotovine koji preostaje, koristi se za finansiranje. Saglasno tome, finansijska strategija i taktika gotovine sastoji se u:

- određivanju potrebne količine gotovine za održavanje likvidnosti i
- ostvarenju prinosa a time i očuvanja supstance gotovine putem privremene upotrebe gotovine.

Ali da bi se znalo da li se raspoloživa gotovina može konačno upotrebiti za plaćanje obaveza ili za nova ulaganja, ili za jedno ili za drugo, nužno je znati da li je raspoloživa gotovina dugoročna ili kratkoročna, odnosno da li se ona može upotrebiti na dug ili kratak rok, a to pokazuje izvor, poreklo gotovine. Prema tome, najpre se mora utvrditi rok raspoloživosti gotovine.

9.1. Utvrđivanje roka raspoloživosti gotovine

Da li je raspoloživa gotovina raspoloživa u dugom ili kratkom roku, zavisi iz kog izvora potiče. Gotovina koja potiče iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja

raspoloživa je u dugom roku a gotovina koja potiče iz kratkoročnih izvora finansiranja raspoloživa je u kratkom roku. Pošto je jasna razlika između sopstvenog kapitala, dugoročnih i kratkoročnih izvora finansiranja, pošto je nesporno da ulaganja u osnovna sredstva i dugoročne plasmane predstavljaju dugoročna ulaganja, u pogledu kvantifikacije gotovine raspoložive u dugom i kratkom roku celi problem se svodi na definisanje i kvantifikaciju dela obrtnih sredstava koja predstavljaju dugoročna ulaganja. Dugoročna ulaganja u obrtna sredstva jesu ulaganja u stalne (gvozdene) zalihe. U kvantitativnom izrazu, to je najniži nivo zaliha pri kome se koristi optimalni, odnosno realni kapacitet na planiranom stepenu bez zastoja u proizvodnji (zalihe sirovina, materijala i nezavršene proizvodnje) i ostvaruje planirani obim prodaje saglasno utvrđenoj dinamici isporuke, odnosno prodaje kupcima (zalihe gotovih proizvoda). Praktično, kod preduzeća koja imaju kontinuiran proces proizvodnje i prodaje stalne (gvozdene) zalihe su ravne optimalnim zalihama, a kod preduzeća koja imaju diskontinuiran proces proizvodnje, odnosno prodaje ili i jedno i drugo stalne (gvozdene) zalihe su ravne optimalnim zalihama koje su utvrđene za ciklus (proizvodnje ili prodaje) kada su zalihe najmanje. Drugim rečima, razlika između optimalnih zaliha utvrđenih za ciklus (proizvodnje ili prodaje) kada su zalihe *najviše* i optimalnih zaliha utvrđenih za ciklus (proizvodnje ili prodaje) kada su zalihe *najniže* jesu sezonske zalihe. Iz toga se vidi da je zbir sezonskih i stalnih zaliha ravan ukupnim zalihama.

Pošto su definisane i kvantificirane stalne i sezonske zalihe, na temelju bilansa stanja, možemo utvrditi rok raspoloživosti gotovine kako sledi:

Osnovna sredstva	A
Dugoročni plasmani	B
Zalihe	C
- stalne	C1
- sezonske	C2
Kratkoročna finansijska potraživanja i potraživanja iz komercijalnih odnosa	D
Novac	E
- Dugoročno	E1
- Kratkoročno	E2

Sopstveni kapital, dugoročna rezervisanja i dugoročno pozajmljeni kapital	F
Kratkoročne finansijske obaveze i obaveze iz komercijalnih odnosa	G

Raspoloživa gotovina:

$$(F + G) - (A + B + C + D) = E$$

ili

$$F - (A + B) = \text{OBRTNI FOND} + G - (C + D) = E$$

Gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1):

$$\text{OBRTNI FOND} - C1 = E1$$

Gotovina iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2):

$$G - (C2 + D) = E2 \text{ ili } E - E1 = E2$$

Raspoloživa gotovina:

$$E = \pm E1 \pm E2$$

Već sam način izračunavanja raspoložive gotovine (E) jasno pokazuje uticaj finansijske strategije i taktike pojedinih segmenata sredstava i izvora finansiranja i finansijske strategije raspodele neto dobitka na veličinu raspoložive gotovine, očemu je već bilo reči. Gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) i gotovina iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2) izračunata na navedeni način može da bude sa znakom *plus* (+) ili znakom *minus* (-), otuda i jeste poslednja jednačina $E = \pm E1 \pm E2$. Gotovina iz sopstvenih kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) biće sa znakom *plus* kada je obrtni fond veći od stalnih zaliha, što znači da je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena u korist izvora; obrnuto od toga, kada je obrtni fond manji od stalnih zaliha, gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) biće sa znakom *minus*,

što znači da je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena u korist dugoročno imobilisanih sredstava (osnovnih sredstava, dugoročnih plasmana i stalnih zaliha). Naravno, moguće je da gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) bude jednaka nuli kada je obrtni fond jednak stalnim zalihama, što znači da postoji dugoročna finansijska ravnoteža, odnosno, postoji jednakost između dugoročno imobilisanih sredstava, s jedne, i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročne izvore finansiranja, s druge strane.

Gotovina iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2) biće sa znakom *plus* ako je gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) *manja* od raspoložive gotovine (E), tj:

$$E1 < E$$

Gotovina iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2) biće sa znakom *minus* kada je gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) *veća* od raspoložive gotovine (E), tj.:

$$E1 > E$$

I najzad, gotovina iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2) biće *ravna nuli* kada je gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) *jednaka* raspoloživoj gotovini, tj.:

$$E1 = E$$

Ilustrujmo to sa nekoliko hipotetičkih primera.

	Primer				
	I	II	III	IV	V
A. Osnovna sredstva	300	400	500	600	450
B. Dugoročni plasmani	100	150	100	200	50
C. Zalihe	200	250	300	500	300
C1 - stalne	200	150	200	400	200
C2 - sezonske	0	100	100	100	100
D. Kratkoročna finansijska potraživanja i potraživanja iz komercijalnih odnosa	150	200	250	300	150
E. Gotovina	50	100	100	200	50
E1 - dugoročno	0	200	-150	50	50
E2 - kratkoročno	50	-100	250	150	0
AKTIVA (A do E)	800	1.100	1.250	1.800	1.000
F. Sopstveni kapital i dugoročni izvori finansiranja	600	900	650	1.250	750
G. Kratkoročne finansijske obaveze i obaveze iz komercijalnih odnosa	200	200	600	550	250
PASIVA (F + G)	800	1.100	1.250	1.800	1.000

Primer I

- a) Dugoročna gotovina (E1)
 $600 - (300 + 100) = 200 - 200 = 0$
b) Kratkoročna gotovina (E2)
 $200 - (0 + 150) = 50$ ili $50 - 0 = 50$
c) Ukupna gotovina (E) = (a + b) = 50

Primer II

- a) Dugoročna gotovina (E1)
 $900 - (400 + 150) = 350 - 150 = 200$
b) Kratkoročna gotovina (E2)
 $200 - (100 + 200) = -100$ ili $100 - 200 = -100$
c) Ukupna gotovina (E) = (a + b) = 100

Primer III

- a) Dugoročna gotovina (E1)
 $650 - (500 + 100) = 50 - 200 = -150$
b) Kratkoročna gotovina (E2)
 $600 - (100 + 250) = 250$ ili $100 - (-150) = 250$
c) Ukupna gotovina (E) = (a + b) = 100

Primer IV

- a) Dugoročna gotovina (E1)
 $1.250 - (600 + 200) = 450 - 400 = 50$
b) Kratkoročna gotovina (E2)
 $550 - (100 + 300) = 150$ ili $200 - 50 = 150$
c) Ukupna gotovina (E) = (a + b) = 200

Primer V

- a) Dugoročna gotovina (E1)
 $750 - (450 + 50) = 250 - 200 = 50$

- b) Kratkoročna gotovina (E2)

$$250 - (150 + 100) = 0 \text{ ili } 50 - 50 = 0$$

- c) Ukupna gotovina (E) = (a + b) = 50

Alternativni način izračunavanja gotovine iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2) ukazuje da zapravo i nije potrebno najpre sačiniti bilans stanja da bi se utvrdilo koliko od raspoložive gotovine (E) potiče iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) a koliko iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2). To je moguće utvrditi u svakom momentu na osnovu knjigovodstvenih podataka o sopstvenom kapitalu, dugoročnim izvorima finansiranja, osnovnim sredstvima, dugoročnim plasmanima i raspoloživoj gotovini i vanknjigovodstvenih podataka o visini stalnih zaliha. Ta mogućnost je od ne malog značaja za odlučivanje o upotrebi raspoložive gotovine u toku godine pre sačinjavanja bilansa stanja.

9.2. Određivanje potrebne količine gotovine za održavanje likvidnosti

Određivanje potrebne količine gotovine za održavanje likvidnosti zapravo znači utvrđivanje likvidne rezerve uz pomoć koje će se održati likvidnost kad god priliv gotovine

bude manji od odliva gotovine, tačnije, kada priliv gotovine bude manji od dospelih obaveza. Ma kako da je idealna finansijska ravnoteža i ma kako da je sinhronizovan plan priliva i odliva gotovine, uvek postoji stanoviti rizik da će priliv gotovine biti manji od dospelih obaveza, što znači da postoji rizik da će doći do nelikvidnosti. Upravo da bi se taj rizik otklonio ili barem smanjio, nužna je likvidna rezerva. Visinu likvidne rezerve nije jednostavno odrediti zbog toga što na nju utiče više faktora.

Prvo, visina likvidne rezerve zavisi od sinhronizacije priliva i odliva gotovine u kratkim rokovima i od stepena verovatnoće da će se ta sinhronizacija održati. Ako je sinhronizacija priliva i odliva gotovine u kratkim rokovima (u rokovima kraćim od mesec dana) potpuna i ako postoji visok stepen verovatnoće da će se ona održati, što zavisi od stepena rizika naplate potraživanja o roku, onda je dovoljna relativno mala likvidna rezerva. Suprotno tome, ako je velik stepen rizika naplate potraživanja ili ako se očekuje u kratkom roku veći odliv od priliva gotovine, onda je potrebna relativno velika likvidna rezerva.

Drugo, visina likvidne rezerve zavisi takođe, od oštine sankcija za slučaj nelikvidnosti. Sankcije za slučaj nelikvidnosti mogu biti zakonske ili tržišne. Zakonske sankcije su one koje propisuje zakonodavac, a one se ogledaju u tome što se nelikvidnom preduzeću zabranjuje ili ograničava ulaganje ili pribavljanje, odnosno korišćenje sredstava za pojedine namene (npr., zabranjuju se nelikvidnom privrednom preduzeću dugoročna ulaganja, zabranjuje se uzimanje novih kredita, ograničava se isplata ličnih dohoda) ili se, pak, ograničava ili sužava pravo jemstva (napr. zabranjuje se nelikvidnom preduzeću da avalira menice), ili se zahteva da nelikvidno preduzeće ide na saniranje, odnosno na otklanjanje nelikvidnosti putem poravnanja sa poveriocima (što zapravo znači delimičan otpis potraživanja od strane po-

verilaca ili produžavanje rokova naplate potraživanja od strane poverilaca) a ako poravnanje ne uspe, obično se po sili zakona nelikvidno preduzeće stavlja u stečaj.

Tržišne sankcije su one koje preduzimaju poverioci prema nelikvidnom dužniku. Te sankcije takođe mogu biti različite, s manjim ili većim stepenom oštine, a najčešće se sastoje u sledećem: zaračunavanje zateznih kamata, obustavljanje dalje isporuke robe ili vršenja usluga od strane dobavljača, obustavljanje daljeg davanja kredita, zahtevanje da se plaćanje obaveza prema dobavljačima vrši po vrlo nepovoljnim uslovima (putem avansa, akreditiva ili čeka), zahtev da isplatu obaveza jemči (garantuje) treće lice i sl. Dakle, stepen oštine tržišnih i zakonskih sankcija može da bude vrlo različit; što je stepen njihove oštine viši potrebna je veća likvidna rezerva i obrnuto.

Treće, visina likvidne rezerve zavisi od toga da li preduzeće novčano poslovanje obavlja preko žiro-računa ili tekućeg računa. Kada se novčano poslovanje obavlja preko tekućeg računa, potrebna likvidna rezerva će biti manja, čak do visine limita ugovorenog pasivnog salda na tekućem računu, odnosno do visine ugovorenog kontokorentnog kredita. Ovo zbog toga što preduzeće u takvim okolnostima može da računa da će likvidnost održati uz korišćenje kontokorentnog kredita, što znači da mu je potrebna likvidna rezerva utoliko manja ukoliko je ugovoreni limit pasivnog salda tekućeg računa viši i obrnuto. Naravno, poslovanje preko žiro-računa ne podrazumeva pravo na kontokorentni kredit, što znači da je u tom slučaju potrebna viša likvidna rezerva.

Iz izloženog je jasno da za utvrđivanje visine likvidne rezerve ne postoji opšteprihvatljiv metod. Visinu likvidne rezerve mora svako preduzeće odrediti po intuiciji uzimajući u obzir prethodno opisane determinante i oslanjajući se na empirijsko iskustvo.

9.3. Ostvarivanje prinosa i očuvanje supstance putem upotrebe gotovine

Budući da znamo visinu likvidne rezerve, raspoloživu gotovinu i njenu ročnu strukturu, dolazimo do problema, ostvarivanja prinosa po osnovu gotovine i očuvanja supstance gotovine u uslovima inflacije. Raspoloživa gotovina nema ekonomskog opravdanja da bude iznad likvidne rezerve. Iz tog izlazi da višak raspoložive gotovine iznad likvidne rezerve treba što pre eliminisati putem njene upotrebe. Upotreba tog viška može da bude na dug ili kratak rok, zavisno da li on potiče iz sopstvenog kapitala i dugoročnih ili kratkoročnih izvora finansiranja. Ako od raspoložive gotovine oduzmemo likvidnu rezervu, dobićemo višak raspoložive gotovine. Koliko se od tog viška raspoložive gotovine može upotrebiti dugoročno, pokazuje gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1), a koliko se može upotrebiti kratkoročno, pokazuje gotovina iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2), koja je utvrđena na opisani način u odeljku 9.1. Kad je višak raspoložive gotovine jednak ili veći od gotovine iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja, ona se može upotrebiti dugoročno. Ako se višak gotovine ne može upotrebiti dugoročno, jer ne potiče iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja, onda se ona može upotrebiti kratkoročno. Ilustrujmo to na primerima već datim u odeljku 9.1. Uz pretpostavku da je kod svih pet primera likvidna rezerva 50, višak raspoložive gotovine ne javlja se u prvom i petom primeru jer je u ovim primerima raspoloživa gotovina takođe 50. Da pogledamo kako stoji kod ostalih primera.

Primer II. Raspoloživa gotovina (E) je 100, od toga je iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) 200, a iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2) minus 100. Višak raspoložive gotovine je $50 = (100 - 50)$ i budući da je gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih

izvora finansiranja (E1) veća od viška raspoložive gotovine, ukupan višak se može dugoročno upotrebiti. Nakon toga raspoloživa gotovina će se smanjiti za 50 i za isti iznos će se smanjiti gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja. Gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja iznosiće, dakle, $150 = (200 - 50)$, dok će novac iz kratkoročnih izvora finansiranja dalje ostati minus 100. Iz ovog sledi da je u ovom slučaju likvidna rezerva iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja.

Primer III. Raspoloživa gotovina (E) je 100, od toga je iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) minus 150, a iz kratkoročnih potraživanja (E2) 250. Višak raspoložive gotovine je $50 = (100 - 50)$ i budući da je gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) sa znakom minus, višak raspoložive gotovine potiče isključivo iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2), što znači da se on može samo kratkoročno upotrebiti. U ovom slučaju likvidna rezerva potiče isključivo iz kratkoročnih izvora finansiranja. Nakon upotrebe viška raspoložive gotovine raspoloživa gotovina će se smanjiti na $50 = (100 - 50)$ a u istom iznosu će se smanjiti i gotovina iz kratkoročnih izvora finansiranja, što znači da će ona sada iznositi $200 = (250 - 50)$ dok će gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja i dalje ostati u nepromenjenom iznosu, minus 150.

Primer IV. Raspoloživa gotovina (E) je 200, od toga je iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja (E1) 50, a iz kratkoročnih izvora finansiranja (E2) 150. Višak raspoložive gotovine je $150 = (200 - 50)$. Od utvrđenog viška raspoložive gotovine može se dugoročno upotrebiti 50 jer toliko iznosi raspoloživa gotovina iz sopstvenog kapitala i dugoročnih izvora finansiranja, a ostatak od 100 može se upotrebiti kratkoročno. Nakon ovoga raspoloživa gotovina će biti $50 = (200 - 150)$, od toga iz sopstvenog kapitala i dugoročnih

izvora finansiranja nula ($50 - 50$), a iz kratkoročnih izvora finansiranja $50 = (150 - 100)$. Iz toga sledi da likvidna rezerva potiče isključivo iz kratkoročnih izvora finansiranja.

Višak raspoložive gotovine može se upotrebiti za pribavljanje osnovnih sredstava, za prevremenu otplatu dugoročno pozajmljenih izvora kod kojih je visoka stvarna kamatna stopa, odnosno stopa naknada za korišćenje oročenih uloga trećih lica, za dugoročno plasiranje, a u uslovima inflacije još i za povećanu nabavku sirovina i materijala ako je u izgledu povećanje nabavnih cena i za prevremenu otplatu dugoročnih dugova prema inostranstvu, ako je u izgledu devalviranje domaće valute.

Višak raspodele gotovine može se kratkoročno upotrebiti za prevremenu otplatu kratkoročnih pozajmljenih izvora finansiranja kod kojih je visoka stvarna kamatna stopa, za kratkoročno ulaganje u vidu robnog ili finansijskog kredita, a u uslovima inflacije još i za povećanu nabavku sirovina i materijala ako je u izgledu povećanje nabavnih cena i za prevremenu otplatu kratkoročnih dugova prema inostranstvu ako je u izgledu devalvacija domaće valute.

Svakako da se uvek ne može računati na brzu upotrebu viška raspoložive gotovine, pa otuda dolazi do potrebe da se po osnovu nje do konačne upotrebe ostvari neki prinos. Isto tako, i likvidna rezerva treba da odbaci neki prinos. I u jednom i u drugom slučaju to će delovati pozitivno na povećanje finansijskog rezultata, odnosno rentabilnosti, a u uslovima inflacije delovaće i na očuvanje supstance gotovine. Naime, sve dok je stopa prinosa na gotovinu jednaka ili veća od stope inflacije, supstanca gotovine je zaštićena jer u tom slučaju gotovina plus prinos koji se ostvaruje po osnovu nje daje nesmanjenu kupovnu moć. Dakle, i zbog rentabilnosti, i zbog očuvanja kupovne moći gotovine po osnovu raspoložive gotovine treba ostvariti prinos. To se može postići:

- držanjem gotovine na tekućem računu,
- ulaganjem gotovine na depozit sa otk-

znim rokom i

- kupovinom hartija od vrednosti.

Držanje gotovine na tekućem računu. Poslovanje novcem preko tekućeg računa podrazumeva obračun kamata i na aktivni saldo (depozit vlasnika tekućeg računa) i na pasivan saldo (kontokorentni kredit), pri čemu je aktivna kamata (kamata na pasivni saldo) uvek viša od pasivne kamate (kamate na aktivni saldo). Saglasno tome, svaki dinar raspoložive gotovine uvek je ukamaćen, uvek odbacuje prinos u visini kamatne stope. Iz tog sledi da nisu potrebne nikakve dodatne finansijske operacije da bi raspoloživa gotovina odbacila prinos i povećao se finansijski rezultat a time i rentabilnost — dovoljno je jednostavno poslovati novcem preko tekućeg računa. Da li je taj prinos zadovoljavajući ili ne, zavisi od visine pasivne kamatne stope. U stabilnim uslovima što je pasivna kamatna stopa bliža stopi bruto akumulacije, prinos je prihvatljiviji i obrnuto. Kad god je stopa pasivne kamate niža od stope bruto akumulacije, treba ulagati napore da se raspoloživa gotovina na tekućem računu drži što je moguće više u granicama likvidne rezerve, što znači da višak raspoložive gotovine treba brže upotrebljavati kako bi se ostvario što veći prinos. U uslovima inflacije treba uzeti u obzir i stopu inflacije. Kad je pasivna kamatna stopa niža od stope inflacije, gotovina trpi inflatorne gubitke, smanjuje se njena realna vrednost. U takvim okolnostima, radi smanjenja inflatornih gubitaka na gotovini, višak raspoložive gotovine treba što pre uložiti tako da se inflatorni gubici ostvaruju samo na likvidnoj rezervi u visini razlike između stope inflacije i pasivne kamatne stope. Ti inflatorni gubici su neizbežni ali u apsolutnom iznosu oni su relativno mali jer, ranije smo videli, limit pasivnog salda, odnosno kontokorentnog kredita snižava potrebu za likvidnom rezervom, što takođe ukazuje na pogodnost tekućeg računa i za očuvanje supstance gotovine, odnosno za svodenje inflatornih gubitaka na gotovini na minimum.

Ulaganje gotovine na depozit sa otkaznim rokom. Depozit sa otkaznim rokom jeste oblik deponovanja gotovine u banku uz uslov da rok depozita unapred nije određen, a vlasnik depozita može u svako doba povući gotovinu iz depozita uz uslov da povlačenje najavi banci u unapred utvrđenom roku. Taj rok najave povlačenja depozita je relativno kratak — kreće se od sedam do najviše trideset dana. Znači, preduzeće likvidnu rezervu i višak raspoložive gotovine može držati umesto na žiro-računu na depozitu sa otkaznim rokom i na taj način ostvariti prinos na tu gotovinu u visini pasivne kamatne stope koju banka plaća na depozit sa otkaznim rokom. Da li se pored viška raspoložive gotovine i sva likvidna rezerva mogla držati na depozitu sa otkaznim rokom, zavisi od dužine roka najave za povlačenje depozita i realnosti plana priliva i odliva gotovine. Što je rok najave povlačenja depozita kraći, to je veća mogućnost da se sva likvidna rezerva drži na depozitu sa otkaznim rokom. Ovo podrazumeva da se plan priliva i odliva gotovine sačinjava u periodu koji ne sme biti duži od roka najave za povlačenje depozita. Pošto su to vrlo kratki rokovi (7 ili 10 dana) i sam plan priliva i odliva gotovine objektivno mora da bude realan. U uslovima dužih rokova najave za povlačenje depozita (od npr. 20 i 30 dana) rizično je svu likvidnu rezervu držati na depozitu sa otkaznim rokom. Ovo zbog toga što je plan priliva i odliva gotovine za taj period, po pravilu, manje realan, pa se može pasti u nelikvidnost samo zato što je likvidna gotovina uložena na depozit sa otkaznim rokom.

U pogledu prinosa po osnovu gotovine i očuvanja njene supstance sve zavisi od razlike između visine pasivne kamatne stope na depozit sa otkaznim rokom i visine stope bruto rentabilnosti (u pogledu prinosa) odnosno, zavisi od razmaka između pasivne kamatne sto-

pe i stope inflacije (u pogledu očuvanja supstance gotovine) o čemu je već bilo reči kod tekućeg računa. Naravno, kada iz pomenu-tih razloga nije moguće držati svu likvidnu rezervu na depozitu sa otkaznim rokom, prinos će biti manji a inflatorni gubici na gotovinu biće veći nego u slučaju tekućeg računa.

Kupovina hartija od vrednosti. Kod ulaganja raspoložive gotovine u hartije od vrednosti razlikujemo dve vrste hartije od vrednosti: kratkoročne hartije od vrednosti i terminske hartije od vrednosti.¹³⁴

U kratkoročne hartije od vrednosti može se ulagati deo likvidne rezerve pod uslovom da je tržište kratkoročnih hartija od vrednosti perfektno. Perfektno tržište kratkoročnih hartija od vrednosti podrazumeva da se kratkoročne hartije od vrednosti u svakom momentu (bez ikakvih ograničenja) mogu kupiti i ponovo prodati. Cilj ulaganja likvidne rezerve u kratkoročne hartije od vrednosti jeste ostvarivanje prinosa po osnovu kamate na kratkoročne hartije od vrednosti.

Terminske hartije od vrednosti su one hartije od vrednosti koje dospevaju za naplatu, koje su unovčive na tačno određen dan. U terminske hartije od vrednosti mogu se ulagati viškovi raspoložive gotovine uz uslov da se termin naplate hartije od vrednosti poklapa s terminom konačne upotrebe viška raspoložive gotovine. Ulaganjem viška raspoložive gotovine u terminske hartije od vrednosti ostvariće se prinos po osnovu kamate na te hartije.

Kod obe vrste hartija od vrednosti — i kratkoročnih i terminskih — javljaju se troškovi po osnovu posredničke provizije i po osnovu manipulativnih troškova kupovine i prodaje hartija od vrednosti, tako da prinos koji se ostvaruje po osnovu kamate ne predstavlja u celini povećanje finansijskog rezultata. Povećanje finansijskog rezultata je

134 Dr Dragan Krasulja: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980., str. 205.

ravno razlici između prinosa po osnovu kamate i troškova po osnovu provizije i manipulacije. Ta razlika zavisi od visine kamatne stope, s jedne, i troškova posredničke provizije plus troškovi manipulacije, s druge strane, tako da ona može da bude ili ravna nuli, ili čak negativna. Tako, npr., ako je godišnja kamatna stopa 8% na hartiju od vrednosti od 300.000 dinara koja se može držati mesec dana, prinos po osnovu kamate je:

$$2.000 = \left(\frac{300.000 \cdot 1 \cdot 8}{1.200} \right)$$

Ako su troškovi posredničke provizije i troškovi manipulacije blizu 2.000 dinara, onda nema ekonomskog smisla ulagati gotovinu u hartije od vrednosti. Dakle, u kojoj meri će se po osnovu ulaganja gotovine u hartije od vrednosti povećati finansijski rezultat, a u uslovi- ma inflacije i smanjiti inflatorni gubitak, zavisi od visine kamatne stope i troškova provizije i manipulacije.

Najzad, spomenimo da se po osnovu gotovine u stranoj valuti ne ostvaruju domaći inflatorni gubici pod uslovom da stopa promene kursa domaće valute na dan upotrebe gotovine u odnosu na kurs na dan priliva gotovine odgovara stopi inflacije u tom razdoblju.

10. FINANSIJSKA STRATEGIJA I TAKTIKA RASPODELE NETO DOBITKA

Potencijalni učesnici u raspodeli neto dobitka su:

- radnici,
- preduzeće i
- deoničari.

Radnici. I u uslovima postojanja tržišta radne snage, a time i cene rada, radnik, po pravilu, ostvaruje jedan deo ličnog dohotka iz neto dobitka. To, u načelu, podržava i preduzeće jer na taj način podstiče materijalni interes radnika za maksimiranje neto dobitka. Da bi taj interes što više bio približen radnicima, preduzeće, po pravilu, utvrđuje interne

finansijske rezultate za pojedine delove preduzeća (profitni centri), pri čemu lični dohodak iz neto dobitka zavisi od visine internog finansijskog rezultata dela preduzeća (odnosno profitnog centra) u kome su zaposleni radnici. Pa ipak, interesi radnika i interesi preduzeća u pogledu visine ličnog dohotka uopšte pa i iz neto dobitka su suprotstavljeni, odnosno, ta dva interesa su u sukobu. Naime, radnik je vezan za preduzeće u strogo određenom vremenskom razdoblju, najviše u toku svog radnog veka, otuda je razumljiva njegova težnja da u tom razdoblju iz preduzeća za sebe izvuče što veći dohodak, pa i iz neto dobitka. Na drugoj strani, cilj preduzeća je večiti opstanak, što je uslovljeno, između ostalog, akumuliranjem neto dobitka, i time stvaranje sopstvenog kapitala. Taj sukob radnika i preduzeća u oblasti raspodele neto dobitka najbezbolnije se razrešava ako se kolektivnim ugovorom rešava učešće radnika u raspodeli neto dobitka.

Preduzeće. Svako preduzeće, bez obzira na vlasništvo, želi za sebe akumulirati što veći deo neto dobitka. Ta želja je nametnuta čisto ekonomskim razlozima, tačnije, potrebama. Dugoročno pozajmljeni kapital, dabome, mora se vratiti u ugovorenim rokovima, ali taj isti kapital mora se supstituisati sopstvenim kapitalom, akumulativnim neto dobitcima, da bi se prosta reprodukcija finansirala iz sopstvenog kapitala. I dok su rokovi vraćanja dugoročno pozajmljenog kapitala fiksirani ugovorom o zaduženju, supstituisanje je determinisano finansiranjem. Ako je dugoročno pozajmljeni kapital uložen u stalna obrtna sredstva, dugoročne finansijske plasmane koji se nikada ne mobilišu (trajni ulozi u druga preduzeća pa i u deonice sem u slučaju njihove prodaje na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti, što preduzeće zbog gubitka vlasništva a time i prava upravljanja drugim preduzećem nerado čini) i osnovna sredstva koja se takođe nikada ne mobilišu osim u slučaju prodaje (zemljište), supstitucija se mora vršiti tokom otplate dugoročno pozaj-

mljenog kapitala u visini otplaćene glavnice, jer bi u suprotnom dugoročna finansijska ravnoteža bila pomerena ka dugoročno vezanim sredstvima, što bi ugrozilo održanje likvidnosti. Ako je dugoročno pozajmljeni kapital uložen u osnovna sredstva koja se mobilišu putem amortizacije, supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala mora se u toku njegove otplate vršiti u visini razlike između dospele glavnice dugoročno pozajmljenog kapitala i amortizacije, što uslovljava održavanje nepromenjene dugoročne finansijske ravnoteže, a u momentu zamene dotrajalih osnovnih sredstava, supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala mora da bude potpuna da bi se stvorila sredstva za obnavljanje dotrajalih osnovnih sredstava. Najzad, ako je dugoročno pozajmljeni kapital uložen u dugoročne finansijske plasmane sa unapred utvrđenim rokom naplate, supstitucija nije nužna, ako preduzeće ne želi da ponovo dugoročno plasira ta sredstva.

Istini za volju, deoničarsko društvo moglo bi finansirati prostu reprodukciju iz sopstvenog kapitala prikupljenog emisijom nove serije deonica, ali veliko je pitanje mogućnosti prodaje tih deonica na primarnom tržištu hartija od vrednosti iz prostog razloga — što je preduzeće nesposobno da finansira prostu reprodukciju iz akumuliranih neto dobitaka. Iz istih razloga tržišna cena ranije emitovanih deonica na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti verovatno bi pala, što, dabome, ne odgovara ni deoničarima, ni samom preduzeću jer je njegov ugled u čvrstoj korelaciji sa tržišnom cenom njegovih deonica. Na drugoj strani, teorijski, preduzeće bi se za finansiranje proste reprodukcije moglo dugoročno zadužiti, ali je velika prepreka tome kreditna sposobnost, koja je ugrožena samim tim što preduzeće nije sposobno da iz sopstvenih sredstava finansira prostu reprodukciju.

Iz rečenog nesporno je da preduzeće mora da teži da prostu reprodukciju finansira iz sopstvenih sredstava, a to se ne može ostvariti bez supstitucije dugoročno pozajmljenog kapitala.

I ne samo to. Preduzeće zna da što više sopstvenog kapitala ima za proširenu reprodukciju utoliko mu je veća kreditna sposobnost, lakše će, dakle, dugoročno pozajmiti kapital, ali će ga isto tako kasnije i lakše supstituisati i obezbediti finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava. Naravno, deoničarska društva mogu sopstvena sredstva za finansiranje proširene reprodukcije obezbediti emisijom nove serije deonica, tim pre što je prodaja na primarnom tržištu hartija od vrednosti moguća ako je dobar kreditni bonitet, što je, između ostalog, povezano i sa mogućnošću finansiranja proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava. Druga, pak, preduzeća (javna, inokosna, ortačka i društvena) tu mogućnost nemaju, pa je otuda njihova mogućnost bar delimičnog finansiranja proširene reprodukcije iz sopstvenih sredstava uslovljena isključivo akumuliranjem neto dobitaka iznad supstitucije dugoročno pozajmljenog kapitala.

Na drugoj strani, preduzeće zna da na neto dobitak reflektuju ne samo radnici i deoničari (naravno, ovi potonji kod deoničarskih društava) i da je neto dobitak rezidualna vrednost bruto dobitka po odbitku poreza na finansijski rezultat, što znači da porastom bruto dobitka rastu i poreske obaveze, a uz sve to deoničarska društva moraju voditi računa i o dividendi, jer od toga zavisí ne samo tržišna vrednost deonica na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti nego i ugled preduzeća u poslovnom svetu. Zbog neizvesnosti kako će preduzeće proći u raspodeli neto dobitka, kao i zbog toga da bi relativno smanjilo poreski teret na bruto dobitak i da bi se smanjilo zaduženost a time i teret kamata, preduzeće je sklono skrivenim oblicima samofinansiranja — skraćanjem amortizacionog perioda, primena degresivnog metoda obračuna amortizacije, procenjivanje zaliha materijala i trgovačke robe po najnižim cenama, procenjivanje zaliha nezavršene proizvodnje, poluproizvoda i gotovih proizvoda na bazi varijabilnih troškova, težnja da dugo-

ročna rezervisanja budu iznad troškova i izdataka koji ih terete, odlaganje ukidanja dugoročnih rezervacija u korist prihoda, podcenjivanje potraživanja, precenjivanje obaveza — u skladu s politikom bilansa i ograničenjima sa stanovišta bilansnih načela i propisa o bilansiranju. Što preduzeće više uspe da koristi skrivene oblike samofinansiranja, zaduženost uopšte, pa i dugoročna, biće manja a time i lakša supstitucija dugoročno pozajmljenog kapitala iz raspodele neto dobitka. Pa ipak, preduzeće ne može izbeći nametanje svog interesa u raspodeli neto dobitka i u odnosu na radnike i u odnosu na deoničare, pri čemu su prema radnicima preduzeće i deoničari na istoj strani, ali su u određivanju visine dividende interesi preduzeća sukobljeni sa interesima deoničara, mada je preduzeće prinuđeno da uvažava činjenicu da od visine dividende zavisi tržišna vrednost njegove deonice a time i ugled u poslovnom svetu, što dovodi do suprotnosti u samom preduzeću — što više akumulirati neto dobitka za preduzeće, s jedne, ali održati i primerenu dividendu, s druge strane.

Deoničari. Interes deoničara je takođe višestruk. Na prvom mestu interes deoničara je da se dividenda maksimira jer od toga zavisi ne samo oplodjenje njihovog kapitala nego i njihov prihod po osnovu dividende a i tržišna vrednost deonice na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti. Na drugoj strani, što deoničarsko društvo više akumulira neto dobitka za sebe, utoliko će bilansna vrednost deonica biti viša od nominalne vrednosti deonice, što ima dve pozitivne posledice: što god je bilansna vrednost deonica viša od nominalne vrednosti veća je verovatnoća da će u slučaju likvidacije deoničarskog društva ostatak likvidacione mase po podmiranju obaveza biti jednak ili viši od deoničarskog

kapitala, a to znači da neće doći do gubitka deoničara, iz ostatka likvidacione mase dobiće u visini nominalne vrednosti deonica ili čak i iznad nominalne vrednosti deonica; uz to, po pravilu, viša bilansna vrednost deonica utiče i na višu tržišnu cenu deonica na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti.

Svi deoničari, naravno, često nemaju podjednake interese. Vlasnici preferencijalnih (prioritetnih) deonica su zaštićeniji od običnih deoničara zato što je dividenda fiksna i zato što imaju prioritet naplate svojih deonica iz ostatka likvidacione mase posle podmiranja obaveza. Ali i među vlasnicima običnih deonica postoji razlika. Ako je vlasnik običnih deonica drugo preduzeće koje je proizvodno i tržišno povezano sa deoničarskim društvom, onda je interes tog drugog preduzeće ne samo maksimiranje dividende nego i opstanak i rast (razvoj) deoničarskog društva jer od toga zavisi rast i razvoj preduzeća vlasnika deonica. Ako su vlasnici deonica fizička lica (građani), njihov prevashodni interes je maksimiranje dividende, ali i među njima najčešće postoje razlike — jedni su zainteresovani da im se dividenda isplati u gotovu iz prostog razloga — što im je potrebna gotovina, kod drugih, pak, taj interes nije izražen jer im gotovina nije potrebna, spremni su da dividendu opet ulože u deonice.

Na kraju, spomenimo da je dobar deo fizičkih lica vlasnika deonica finansijski neobrazovan. Oni smatraju da isplata dividende isključivo zavisi od ostvarenog neto dobitka misleći da je neto dobitak jednak gotovini jer ne shvataju pojam i značaj finansijskog položaja preduzeća. Otuda i jeste delikatan zadatak finansijske funkcije da objasni takvim vlasnicima deonica do čega bi dovela raspodela i isplata u vidu dividende celog neto dobitka.

*

*

*

S obzirom na izložene suprotne interese koji mogu dovesti do ozbiljnih konflikata, finansijsko upravljanje „treba da oceni finansijski efekat različitih faktora koji su relevantni sa stanovišta raspodele periodičnog neto dobitka na deo koji će biti akumuliran i deo koji treba da se isplati akcionarima (deoničarima — pri. J. R.) u vidu dividende“¹³⁵ Za relevantne faktore se obično uzimaju:

- iznos raspoložive gotovine,
- finansijska sredstva koja su neophodna za ekspanziju poslovne aktivnosti preduzeća,
- anticipirani efekti isplaćene dividende na tržišnu cenu emitovanih deonica,
- mogućnost prodaje novih deonica,
- želja za održavanje stabilnog nivoa dividende,
- pošten odnos prema deoničarima.¹³⁶

Na osnovu ovih i drugih faktora postoji pokušaj koncipiranja politike raspodele neto dobitka. S tim u vezi sreću se tri koncepta. Prvi koncept polazi od toga da se akumuliranje neto dobitka mora tretirati kao integralni deo politike razvoja preduzeća, što znači da je

akumuliranje neto dobitka maksimalno određeno finansijskim sredstvima iskazanim u planu kapitalnih ulaganja. Otuda neto dobitak treba akumulirati sve dok njegovo interno ulaganje obećava veću stopu prinosa od cene kapitala preduzeća, pri čemu je cena kapitala preduzeća prosečna stopa izvora finansiranja. Suprotno, ako je stopa prinosa na interna ulaganja akumulativnih neto dobitaka niža od cene kapitala preduzeća, mogu se isplatiti veće dividende deoničarima. Drugi koncept polazi od shvatanja da dividenda sve više poprima karakter fiksnog prinosa na deoničarski kapital, slično kamati na dugove, što zahteva opredeljenje za stabilnu politiku dividende. Otuda ova politika dovodi da akumulirani dobitci variraju sa visinom ostvarenog neto dobitka. Treći koncept politike raspodele neto dobitka je kompromis između prethodna dva, a sastoji se u tome da se u skladu sa dugoročnim planom razvoja preduzeća fiksira procent neto dobitka koji će se akumulirati a da se ostatak neto dobitka daje za dividendu.¹³⁷

*

*

*

Naše je mišljenje da finansijska strategija i taktika raspodele neto dobitka treba da:

- obezbedi finansiranje iz sopstvenih sredstava proste reprodukcije u celini i dela proširene reprodukcije,
- obezbedi rezerve za slučaj očekivanih rizika i

- konflikte učesnika u raspodeli neto dobitka svede na najmanju moguću meru.

Pri tome se polazi da je udeo radnika u neto dobitku rešen kolektivnim ugovorom, što znači da je u fokusu raspodele neto dobitka akumuliranje dela neto dobitka za preduzeće i deo neto dobitka za dividendu.

135 Dr Dragan Krasulja: *Finansijska efektivnost i finansiranje investicija*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1977, str. 87.

136 R. N. Anthony: *Managerial Accounting*, Richard Irvin, Yne, Homewood, Illinois, 1967, st. 210, prema dr Draganu Krasulji, citirani opus, pod 20), str. 87.

137 Dr Dragan Krasulja: citirani opus, pod 20), str. 88.

10.1. Obezbeđenje finansiranja iz sopstvenih sredstava proste reprodukcije i dela proširene reprodukcije

Najpre je neophodno utvrditi deo neto dobitka koji pripada preduzeću (akumulirani deo neto dobitka) i deo neto dobitka koji pripada deoničarima (dividenda). Pri tome od neto dobitka prvo treba odbiti fiksnu dividendu za preferencijalne (prioritetne) deonice ako su preferencijalne deonice emitovane sa fiksnom dividendom, a potom ostatak neto dobitka podeliti na dividendu vlasnika običnih deonica i akumulirani neto dobitak preduzeća u srazmeri sa deoničarskim kapitalom običnih deoničara i kapitalom preduzeća (ranije akumulirani dobici, rezervni kapital preduzeća, državni i društveni kapital u preduzeću). Takva raspodela neto dobitka uvažava ostvarenu rentabilnost, odnosno prinos na deoničarski kapital i kapital preduzeća.

Potom treba utvrditi minimum akumulativnog neto dobitka koji je potreban za finansiranje proste reprodukcije iz sredstava preduzeća i maksimum akumulativnog neto dobitka koji je potreban za finansiranje proste i dela proširene reprodukcije iz sredstava preduzeća po sledećem postupku:

1. Početni obrtni fond
2. Stalne zalihe po bilansu otvaranja
3. Višak obrtnog fonda po bilansu otvaranja (1-2), uz uslov da je $1 > 2$
4. Nedostatak obrtnog fonda po bilansu otvaranja (2-1), uz uslov da je $2 > 1$
5. Krajnji obrtni fond
6. Stalne zalihe po zaključnom bilansu
7. Višak obrtnog fonda po zaključnom bilansu (5-6) uz uslov da je $5 > 6$
8. Nedostatak obrtnog fonda po zaključnom bilansu (6-5) uz uslov da je $6 > 5$
9. Otplata glavnice dugoročnih obaveza u narednoj godini
10. Nabavna vrednost osnovnih sredstava koja se zamenjuju u idućoj godini

11. Planirana dugoročna ulaganja iz sopstvenog kapitala u idućoj godini po programima proširene reprodukcije

12. Naplata glavnice dugoročnih plasmana u idućoj godini

13. Planirana amortizacija u idućoj godini

14. Minimum akumuliranja neto dobitka kad je po zaključnom bilansu iskazan višak obrtnog fonda $(9+10-12-13-7)$

15. Minimum akumuliranja neto dobitka kad je po zaključnom bilansu iskazan nedostatak obrtnog fonda $[(4-7)+9+10-12-13]$

16. Maksimum akumuliranja neto dobitka kad je po zaključnom bilansu iskazan višak obrtnog fonda $(9+10+11-12-13-17)$

17. Maksimum akumuliranja neto dobitka kad je po zaključnom bilansu iskazan nedostatak obrtnog fonda $(8+9+10+11-12-13)$.

Pažljivim posmatranjem izloženog načina utvrđivanja minimuma i maksimuma akumuliranja neto dobitka lako se uočava sledeće:

- Minimum akumuliranja neto dobitka utvrđen je tako da se iz sopstvenih sredstava finansira prosta reprodukcija i uspostavi dugoročna finansijska ravnoteža ako je dugoročna finansijska ravnoteža pomerana ka izvorima, odnosno da se ne pogorša dugoročna finansijska ravnoteža ako je dugoročna finansijska ravnoteža pomerana ka sredstvima. Ovaj drugi slučaj polazi od zahteva da uslovi za održavanje likvidnosti u idućoj godini sa naslova dugoročnog finansiranja ne smeju biti teži nego u prethodnoj godini.

- Maksimum akumuliranja neto dobitka utvrđen je tako da se iz sopstvenih sredstava finansira prosta i deo proširene reprodukcije i da se pri tome uspostavi dugoročna finansijska ravnoteža, jednakost između krajnjeg obrtnog fonda i stalnih zaliha po zaključnom bilansu, čime se stvaraju uslovi za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja.

Relacije između akumuliranog neto dobitka na principu rentabilnosti kapitala (K) i utvrđenog akumuliranog neto dobitka potrebnog za finansiranje proste reprodukcije (R_{min}), odno-

sno za finansiranje dela proširene reprodukcije (R_{max}) teorijski mogu da budu:

- (1) $K = R_{min}$
- (2) $K > R_{min}$
- (3) $K < R_{min}$
- (4) $K = R_{max}$
- (5) $K > R_{max}$
- (6) $K < R_{max}$

Dakle, relacija 3 ne obezbeđuje finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava a relacija 6 ne obezbeđuje finansiranje dela proširene reprodukcije iz sopstvenih sredstava. Taj problem može se rešiti na dva načina:

- prvo, da vlasnici običnih deonica prihvate smanjene dividende do nivoa koji obezbeđuje jednakost između K i R_{min} ($K = R_{min}$), odnosno jednakost između K i R_{max} ($K = R_{max}$) i
- drugo, da vlasnici običnih deonica prihvate da deo dividende u visini razlike između R_{min} i K ($R_{min} - K$), odnosno razlike između R_{max} i K ($R_{max} - K$) transformišu u dividende deonice po tržišnoj vrednosti deonica.

Ako deoničari imaju zahteve za gotovinom, oni dividendne deonice mogu prodati na sekundarnom tržištu vrednosnih papira. U pogledu pribavljanja gotovine putem prodaje deonica deoničarima se može izaći u susret deljenjem emitovanih deonica na dve ili više novih deonica, pri čemu deoničarski kapital i akumulirani dobiti ostaju nepromenjeni. To dovodi do smanjenja nominalnih vrednosti i tržišne cene nove deonice, pri čemu, po pravilu, smanjenje tržišne cene nije proporcionalno deljenju, jer deonice sa manjom cenom imaju bolju prođu na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti. Primera radi, kada se deonica čija je tržišna cena 900 dinara podeli u srazmeri 3:1, nova deonica se često prodaje po ceni višoj od 300 dinara, što je, dakako, povoljno za deoničara. Međutim, svaka prodaja deonica znači, dakako, odricanje deoničara koji prodaje deonice od suvlasništva u preduzeću.

10.2. Obezbeđenje rezervi za slučaj očekivanih rizika

Uprava preduzeća može izaći pred deoničare sa zahtevom da se iz raspodele neto dobitka stvore rezerve. Po nameni, te rezerve mogu da budu različite.

- *Rezerve za ekspanziju.* Ove rezerve predstavljaju, u stvari, akumulirani neto dobitak za finansiranje proširene reprodukcije iz sopstvenih sredstava preduzeća. Rezerva za ekspanziju može se zahtevati od deoničara i stvarati jedino ako nije obezbeđen deo neto dobitka za finansiranje novih programa proširene reprodukcije, kako je izloženo u prethodnom odeljku.

- *Rezerve za retroaktivno povećanje ličnih dohodaka.* Ove rezerve se stvaraju u uslovima kada postoje izgledi da će u pregovorima učesnika za zaključenje kolektivnih ugovora doći do retroaktivnog povećanja ličnih dohodaka radnika. Stvaranjem ovih rezervi preduzeće obezbeđuje da retroaktivno povećanje ličnih dohodaka ne padne na teret tekućeg prihoda, što bi moglo dovesti do gubitka.

- *Rezerve za izgubljene sudske sporove.* Ako preduzeće vodi sudski spor ili je izvesno da će do njega doći a nije pri bilansiranju izvršilo isporuku vrednosti osporenog potraživanja, stvaraju se rezerve za otpis tih potraživanja za slučaj da sudski spor bude izgubljen.

- *Rezerve za pad cena gotovih proizvoda i robe.* Ako postoje izgledi da bi prodajne cene mogle pasti ispod cena po kojoj su bilansirani gotovi proizvodi i roba, stvaraju se rezerve za pokriće gubitka do koga će doći ako prodajne cene padnu.

- *Rezerve za povlačenje preferencijalnih deonica, obveznica i otplata dugoročnih kredita.* Ako je pri raspodeli neto dobitka obezbeđena otplata dospele glavnice dugoročnih obaveza, kako je izloženo u prethodnom odeljku, ove rezerve se ne stvaraju za tu namenu već samo za povlačenje preferencijalnih deonica i eventualno povlačenje obveznica pre roka dospeća i prevremenu

otplatu dugoročnih kredita. Povlačenje, tačnije, otkup ranije emitovanih preferencijalnih deonica može da bude motivisan raznim razlozima a najčešći razlog je previsoko utvrđena fiksna dividenda, što znatno smanjuje deo neto dobitka za raspodelu između vlasnika običnih deonica i preduzeća. Povlačenje obveznica pre roka dospeća i prevremena otplata dugoročnih kredita uključujući i oročene uloge motivisani su težnjom za smanjenje rashoda finansiranja a time smanjenje finansijskog rizika ostvarenja bruto dobitka. Ta operacija se preduzima obično kada su ugovorene kamatne stope previsoke ili kada je struktura pasive suviše pomerena pozajmljenom kapitalu, što izaziva visoke rashode finansiranja i visok finansijski rizik a budi i podozrenje poverilaca u kreditnu sposobnost.

● *Rezerve za slučaj gubitka usled nekomercijalnih rizika.* Ako su u izgledu nekomercijalni rizici izazvani političkom nestabilnošću u zemlji dužnika ili ratnom opasnošću, stvaraju se rezerve iz kojih bi se pokrio gubitak do koga dolazi bilo otpisom potraživanja, bilo smanjenjem obima poslovanja usled dejstva nekomercijalnih rizika.

Stvaranje svake od navedenih vrsta rezervi povećava, razume se, akumuliranje dela neto dobitka za preduzeće i smanjuje deo neto dobitka za dividendu. Otuda će deoničari prihvatiti rezervisanje samo ako potrebu rezervisanja uprava preduzeća podupire čvrstim dokazima o neophodnosti stvaranja rezervi i ukazivanjem na negativne posledice do kojih bi došlo ako deoničari neprihvate stvaranje predloženih rezervi.

10.3. Svođenje konflikata učesnika u raspodeli neto dobitka na najmanju moguću meru

Konflikte učesnika u raspodeli neto dobitka (radnika, deoničara i uprave preduzeća)

treba svesti na najmanju moguću meru, jer oni mogu imati negativne posledice za buduće poslovanje i ugled preduzeća. Konflikti se mogu izbeći ili barem svesti na minimum ako uprava preduzeća izađe pred radnike i deoničare sa argumentovanim zahtevima za akumuliranje neto dobitka za preduzeće, pri čemu ti argumenti moraju biti zaista objektivni a ne izmišljeni, i ako pri tome stalno ima u vidu interes drugih učesnika u raspodeli neto dobitka (radnika i deoničara). Tako, na primer, ako akumuliranje neto dobitka suviše obara dividendu, prihvatljivija je emisija dividendnih deonica, o čemu je bilo reči u odeljku 10.1., jer se time dividenda ne umanjuje, ona se samo kapitalizira; ako je deoničaru nužna gotovina, otvara mu se mogućnost da do gotovine dođe prodajom dividendne deonice, pri čemu će njegovo suvlasništvo u preduzeću biti neokrnjeno, tačnije, ostaće isto kao i da mu je dividenda isplaćena u gotovu.

Ako u prethodnim godinama stvorene rezerve ne budu iskorišćene jer nije nastupio rizik, te rezerve prerastaju u trajni kapital preduzeća koji treba da smanji akumuliranje neto dobitka za preduzeće u tekućoj godini. Zato će uprava preduzeća izaći pred deoničare sa zahtevom za akumuliranje manjeg neto dobitka ističući da je to rezultat ranije stvorenih a neiskorišćenih rezervi. Time uprava preduzeća dobija na poverenju i upravo zbog toga ne samo da će se izbeći konfliktne situacije nego će i u narednim godinama lakše biti prihvaćeni njeni predlozi.¹³⁸

Ako se deonice manje vrednosti lakše prodaju i bolje kotiraju postižući tako višu tržišnu cenu na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti a deoničari imaju potrebu za gotovinom, treba izvršiti deljenje deonica, odnosno zamenu postojeće deonice veće

138 Neiskorišćene ranije stvorene rezerve odraziće se na povećanje obrtnog fonda, što će smanjiti potrebu za akumuliranjem neto dobitka već samom primenom načina kvantifikacije potrebnog akumuliranja neto dobitka za finansiranje proste i dela proširene reprodukcije, prikazanog u odeljku 10.1, ali to treba deoničarima posebno istaći.

nominalne vrednosti za više novih deonica manje nominalne vrednosti. Pri tome treba imati u vidu da zakonom može biti ograničena suma dividendnih deonica i deljivih deonica. U nekim zemljama propisano je da kapital po osnovu obe vrste ovih deonica ne može biti viši od 1/4 deoničarskog kapitala. Otuda preveliko deljenje deonica može smanjiti emisiju dividendnih deonica u narednim godinama, pri čemu je sužena fleksibilnost kod raspodele neto dobitka, što se takođe mora imati u vidu pri odlučivanju o deljenju deonica.

10.4. Specifičnosti dividende holding preduzeća

Holding preduzeća (holding kompanije), pošto kod preduzeća u sastavu holding preduzeća (kod preduzeća kćerka), po pravilu, imaju visok deoničarski kapital (često preko 50%), ostvaruju visoke dividende. Budući da holding preduzeće ostvarenu dividendu bilansira kao prihod i da prihod po osnovu dividende ne ulazi u poresku osnovicu, jer je porez na finansijski rezultat u okviru njege i dividenda plaćen kod preduzeća kćeri, nužno je težiti da neto dobitak holding preduzeća bude najmanje u visini ostvarenog prihoda po osnovu dividende. To se može ostvariti jedino ako holding preduzeće ostvaruje i druge prihode (prihode od prodaje proizvoda i učinjenih usluga, prihoda od kamata, na primer) najmanje u visini rashoda; tada prihod od dividende neće biti upotrebljen za pokriće rashoda a budući da ne ulazi u poresku osnovicu, biće, dakako, pretočen

u neto dobitak. Pokriće rashoda iz prihoda od dividende nije opravdano zato što je dividenda u okviru bruto dobitka, tačnije, poreske osnovice kod preduzeća kćeri oporezovana pa je prihod od dividende kod holding preduzeća skup za pokriće rashoda. Primera radi, ako je porez (i doprinosi) na finansijski rezultat 25%, pošto je to stopa na bruto osnovicu, stopa na neto osnovicu je $33,33\% = \left(\frac{25 \cdot 100}{100 - 25} \right)$, što znači da je na svakih 100 dinara dividende plaćen porez od 33,33 dinara. Da bi se izbeglo korišćenje prihoda od dividende za pokriće rashoda, neophodno je utvrditi i ostvariti takvu delatnost holding preduzeća koja će obezbediti dovoljno prihoda (izuzimajući prihode od dividende) da se pokriju rashodi.

Isplatu dividende u gotovu holding preduzeću ne bi trebalo vršiti u momentu raspodele neto dobitka već u momentu kada holding preduzeće treba da finansira svoj investicioni program ili program preduzeća kćeri iz sopstvenog kapitala. Na taj način olakšava se održavanje likvidnosti preduzeća kćeri. Ta zadržana isplata dividende holding kompanije kod preduzeća kćeri predstavlja izvor finansiranja koji može da bude pod kamatom bilo da se zasnuje kratkoročni kreditni odnos, bilo da se pokrije komercijalnim zapisom. Tačno je da to izaziva rashode finansiranja kod preduzeća kćeri, ali taj rashod finansiranja preduzeće kćer bi imalo i pri eksternom finansiranju, a uz to rashod u ovom slučaju istovremeno predstavlja prihod holding preduzeća, što znači da nema izdataka izvan holding sistema.

VI. SANACIJA PREDUZEĆA

Opstanak preduzeća doveden je u pitanje ako zapadne u loš finansijski položaj koji se ogleda u: poremećenoj dugoročnoj i kratkoročnoj finansijskoj ravnoteži, zbog čega dolazi do permanentne nelikvidnosti, previsokoj zaduženosti, zbog čega dolazi do nemogućnosti supstitucije otplaćene glavnice dugoročno pozajmljenog kapitala sopstvenim kapitalom, do visokih troškova finansiranja i nemogućnosti finansiranja ni proste reprodukcije sopstvenim sredstvima — tim pre što takvo preduzeće, po pravilu, posluje s gubitkom. U takvim okolnostima u predstečajnom postupku dolazi do prinudnog poravnanja sa poveriocima. Ako poverioci ne prihvate prinudno poravnanje, pokreće se stečajni postupak, ako se ni u stečajnom postupku preduzeće ne sanira, dolazi do likvidacije. Da bi preduzeće izbeglo stečaj, odnosno likvidaciju, neophodno je sačiniti predlog sanacije sa kojim uprava preduzeća izlazi pred poverioce sa ciljem da ga oni prihvate. No da bi se predlog sanacije mogao sačiniti a, uz to, da bi se postigao maksimalan stepen sigurnosti da će posle sanacije preduzeće imati dobar finansijski položaj i ostvarivati pozitivan finansijski rezultat, nužno je pre sačinjavanja predloga sanacije izvršiti analizu ostvarenja finansijskog rezultata i analizu finansijskog položaja. To i jeste razlog što u ovoj glavi izlažemo analizu ostvarenja finansijskog rezultata i analizu finansijskog položaja, a potom predlog sanacije. Obe analize i predlog sanacije

odnose se na jedno konkretno preduzeće, s tim što je izvršeno određeno uopštavanje sa ciljem da se olakša primena analitičke aparature i način sačinjavanja predloga sanacije kod drugih preduzeća.

1. ANALIZA OSTVARENJA FINANSIJSKOG REZULTATA

Analiza ostvarenja finansijskog rezultata obuhvata: analizu strukture ukupnog prihoda, koja pokazuje osnov i područje ostvarenja prihoda; analizu rasporeda ukupnog prihoda, koja pokazuje relativnu težinu opterećenja ukupnog prihoda pojedinim rashodima i udeo finansijskog rezultata u ukupnom prihodu; analizu strukture finansijskog rezultata, koja pokazuje iz koje vrste prihoda potiče finansijski rezultat što je povezano sa ocenom uspešnosti bilansa; analizu rizika ostvarenja finansijskog rezultata i donje tačke rentabilnosti, koja pokazuje dejstvo poslovnog, finansijskog i ukupnog rizika na ostvarenje finansijskog rezultata i analizu uzroka gubitka.

1.1. Analiza strukture ukupnog prihoda i njegovog rasporeda

Oficijelni bilans stanja prilagođen je ovoj vrsti analize tako što su prihodi i rashodi iskazani po vrstama, pri čemu je bilansiranje izvršeno po metodi prodatih učinaka budući da je ta metoda pogodnija za analizu.¹³⁹ Drugim rečima, troškovi koji se uključuju u cenu

139 O metodama sačinjavanja bilansa uspeha vidi: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, „Ekonomika“, Novi Beograd, 1990., str. 319-328.

koštanja uključuju se u rashode u iznosima koji su sadržani u prodatim proizvodima, a struktura tih rashoda utvrđena je u srazmeri sa strukturom troškova uključenih u cenu

koštanja. Saglasno tome, struktura ukupnog prihoda i njegovog rasporeda posmatranog preduzeća u 1988, 1989. i prvom polugodištu 1990. godine izgleda ovako:

STRUKTURA UKUPNOG PRIHODA I NJEGOVOG RASPOREDA

Red. broj	Pozicija	U 000 dinara					
		1988.		1989.		I - VI 1990.	
		Iznos	Struktura	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura
1.	Prihodi od prodaje u zemlji	8.093	90,6	96.398	63,8	218.902	90,6
2.	Prihodi od prodaje u inostranstvu	809	9,1	13.233	8,8	17.032	7,0
3.	Redovni prihodi (1+2)	8.902	99,7	109.631	72,6	235.934	97,6
4.	Prihodi od finansiranja	17	0,2	41.169	27,3	3.391	1,4
5.	Vanredni prihodi	15	0,1	261	0,1	2.342	1,0
6.	Ukupan prihod (3 do 5)	8.934	100,0	151.061	100,0	241.667	100,0
7.	Troškovi materijala, energije i sl.	5.752	64,2	16.079	10,6	208.231	86,2
8.	Amortizacija	145	1,6	451	0,3	2.885	1,2
9.	Pretežno fikasni troškovi	2.329	26,1	1.439	1,0	19.276	8,0
10.	Troškovi finansiranja	141	1,6	140.746	93,2	17.492	7,2
11.	Lični dohoci	406	4,5	2.573	1,7	24.877	10,3
12.	Vanredni rashodi	30	0,3	2.989	1,9	15.442	6,4
13.	Ukupni rashodi (7 do 12)	8.783	98,3	164.273	108,7	288.293	119,3
14.	Bruto dobitak (6 - 13)	151	1,7				
15.	Gubitak (13 - 6)			13.212	-8,7	46.626	-19,3
16.	Porezi i doprinosi iz rezultata	72	0,8				
17.	Učešće ulagača u finansijskom rezultatu						
18.	Lični dohoci i zajednička potrošnja iz finansijskog rezultata	25	0,3				
19.	Neto dobitak - akumulacija (14 - 16 - 17 - 18)	54	0,6				
20.	Ukupan gubitak (15 + 16 + 17 + 18)			13.212	-8,7	46.626	-19,3

1.1.1. Struktura ukupnog prihoda

Redovni prihodi. Budući da se redovni prihodi ostvaruju po osnovu prodaje proizvoda i učinjenih usluga zbog kojih je preduzeće i osnovano, razumljivo je da udeo redovnih prihoda u ukupnom prihodu treba da bude dominantan. Kod posmatranog preduzeća, međutim, u posmatranom periodu udeo redovnih prihoda u ukupnom prihodu znatno oscilira — 99,7% (1988.), 72,6% (1989.) i 97,6% (prvo polugodište 1990.). Dva su razloga tome. Prvi razlog je što je u 1989. godini promenjen način bilansiranja prihoda od kama-

ta, u 1988. godini samo realni deo naplaćene kamate priznat je u prihod dok je revalorizacioni deo naplaćene kamate bilansiran u korist revalorizacionih prihoda izvan bilansa uspeha, a od 1989. godine ukupna naplaćena kamata se bilansira kao prihod u bilansu uspeha, zbog čega u 1989. i 1990. godini udeo redovnih prihoda u ukupnom prihodu opada a udeo prihoda od finansiranja raste. Drugi razlog je što je osetno veći udeo prihoda od finansiranja u ukupnom prihodu u 1989. nego u prvom polugodištu 1990. godine a to je posledica neuporedivo viših kamatnih stopa u prethodnoj

nego u ovoj godini zbog pada stope inflacije, a time i kamatnih stopa.

Za redovne prihode nije samo bitno da dominiraju u ukupnom prihodu, već je bitno na kome tržištu se ostvaruju — u zemlji ili inostranstvu. Što se više redovnih prihoda ostvaruje na inostranom tržištu, to je kuren-

tna sposobnost preduzeća veća, sučeljava se s većom konkurencijom i odupiranjem toj konkurenciji preduzeće obezbeđuje opstanak na tržištu utoliko uspešnije ukoliko je više prisutno na inostranom tržištu. Saglasno rečenom, pogledajmo strukturu redovnih prihoda posmatranog preduzeća:

U 000 dinara						
1988		1989		I - VI 1990.		
Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%	
1. Prihodi od prodaje u zemlji	8.093	90,9	96.398	87,9	218.902	92,8
2. Prihodi od prodaje u inostranstvu	809	9,1	13.233	12,1	17.032	7,2
3. Redovni prihodi (1+2)	8.902	100,0	109.631	100,0	235.934	100,0

Navedeni podaci pokazuju da je udeo prihoda od prodaje u inostranstvu u redovnim prihodima u 1989. u odnosu na prethodnu godinu povećan sa 9,1% na 12,1%, dok je u prvom polugodištu 1990. godine pao na 7,2%. Ovaj pad u 1990. godini ne mora da znači smanjenje kurentne sposobnosti jer se radi samo o pola godine, što znači, da bi se mogao nadoknaditi u drugom polugodištu ako kurentna sposobnost proizvoda posmatranog preduzeća na svetskom tržištu zaista nije pala. Sve u svemu, bitno je da posmatrano preduzeće oko 10% svojih proizvoda izvozi, što potvrđuje da su njegovi proizvodi kurentni i na svetskom tržištu.

Prihodi od finansiranja. Udeo prihoda od finansiranja u ukupnom prihodu iznosi: 0,2% (1988.), 27,3% (1989.) i 1,4% (prvo polugodište 1990.). Ova oscilacija posledica je promena načina bilansiranja i promene visine kamatnih stopa, o čemu je bilo reči.

Vanredni prihodi. Vanredni prihodi su, u krajnjoj liniji, odraz neurednog poslovanja preduzeća, otuda oni treba da minimiziraju udeo u ukupnom prihodu, da teže nuli. Vanredni prihodi u ukupnom prihodu u 1988. i 1989. učestvuju u granicama normale (0,1%) dok je u prvom polugodištu taj udeo relativno visok (1%).

1.1.2. Raspored ukupnog prihoda

Troškovi materijala, energije i usluga. Ovi troškovi su izrazito neravnomerno teretili ukupan prihod: 64,2% (1988.), 10,6% (1989.) i 86,2% (prvo polugodište 1990.). Uzimajući u obzir karakter proizvodnje posmatranog preduzeća samo se 1988. godina može prihvatiti kao normalna, dok je opterećenje ovim troškovima ukupnog prihoda u 1989. nenormalno nisko a u prvom polugodištu 1990. godine nenormalno visoko. Mada na opterećenost ukupnog prihoda ovim troškovima utiče paritet prodajnih i nabavnih cena, fizička ekonomičnost i struktura proizvodnje, po našem mišljenju, glavni razlog pada opterećenja ukupnog prihoda 1989. i rasta u prvom polugodištu 1990. godine jeste u procenjivanju zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda; te zalihe su suviše visoko procenjene 1989. zbog čega je malo ovih troškova otišlo na rashode u toj godini, pa otuda i njihovo malo opterećenje ukupnog prihoda, a u 1990. godini, kada su prodate, zalihe su povukle za sobom i precenjene troškove u zalihama na rashode, što je izazvalo nenormalno visoko opterećenje ukupnog prihoda, o čemu će više biti reči u odeljku o analizi uzroka gubitka.

Amortizacija. Amortizacija je teretila ukupan prihod 1,6% (1988), 0,3% (1989.) i 1,2%

(prvo polugodište 1990.). Oscilacija opterećenja ukupnog prihoda troškovima amortizacije u 1989. i 1990. godini opet je posledica procenjivanja nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda, o čemu je bilo reči.

Pretežno fiksni troškovi. Najvećim delom ovi troškovi obuhvataju režijske troškove kao i efekte revalorizacije troškova prodatih proizvoda u 1989. godini, kada je ova revalorizacija vršena u posmatranom preduzeću. Pretežno fiksni troškovi teretili su ukupan prihod sa 26,1% (1988.), 1% (1989.) i 8% (prvo polugodište 1990.). Izrazito visoko opterećenje ukupnog prihoda ovim troškovima u 1988. godini najvećim delom je posledica revalorizacije troškova prodatih proizvoda u toj godini a izrazito nisko opterećenje u 1989. godini posledica je procenjivanja zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda, o čemu je već bilo reči, jer se i deo ovih troškova uključuje u cenu koštanja.

Lični dohoci. Lični dohoci su teretili ukupan prihod sa 4,5% (1988.), 1,7% (1989.) i 10,3% (prvo polugodište 1990.). Opterećenje ukupnog prihoda ličnim dohocima zavisi od produktivnosti i visine ličnih dohodaka pa, ipak, ove oscilacije su najvećim delom posledica procenjivanja zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda u 1989. godini, o čemu je već bilo reči.

Troškovi finansiranja. Troškovi finansiranja teretili su ukupan prihod sa 1,6% (1988.), 93,2% (1989.) i 7,2% (prvo polugodište 1990.). Empirijska iskustva preduzeća u tržišnoj ekonomiji sa stabilnom valutom pokazuju da troškovi finansiranja terete prihod sa oko 3%. S tim u vezi postavlja se pitanje: zašto je opterećenje ukupnog prihoda troškovima finansiranja relativno nisko u 1988., enormno visoko 1989. godine i visoko 1990. godine? Visina ovog opterećenja zavisi od stepena zaduženosti, vladajuće kamatne stope i načina bilansiranja kamata. U 1988. godini samo realni deo plaćene kamate bilansiran je kao trošak a uz to uključen je u cenu koštanja (tačnije, razgraničavan

je deo kamata po osnovu zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda); otuda u toj godini i nisko opterećenje ukupnog prihoda kamatom, uprkos visoke zaduženosti posmatranog preduzeća. U 1989. godini kamate se ne uključuju u cenu koštanja, smatraju se rashodom perioda u ukupnom iznosu (dakle i realni i revalorizacioni deo), ali to ipak nije glavni razlog što su se rashodi kamata gotovo izjednačili sa ukupnim prihodom. Dva su razloga tome. Prvi je prekomerna zaduženost posmatranog preduzeća a drugi enormno visoke kamatne stope koje su u hiperinflaciji težile da budu realno pozitivne, tj. više od stope inflacije. Uz to, u ovoj godini, zbog zaduženosti prema inostranim poveriocima i stalnog opadanja vrednosti dinara javile su se i negativne kursne razlike koje čine 11,8% od bilansiranih rashoda finansiranja. Rashodi finansiranja u 1989. godini su objektivno veći od iskazanih u bilansu uspeha za iznos prenetog dela ovih rashoda na teret revalorizacione rezerve u iznosu od 5.495.745 dinara, tako da stvarni rashodi finansiranja čine 96,8% ukupnog prihoda. U 1990. godini troškovi finansiranja znatno manje terete ukupan prihod (7,2%) nego u prethodnoj godini zbog pada kamatnih stopa. Pri tome valja imati u vidu da su vladajuće kamatne stope u 1990. godini s obzirom na pad stope inflacije još uvek visoke, što izaziva visoke rashode finansiranja tim više što je posmatrano preduzeće prezaduženo. I u ovoj godini rashodi finansiranja su objektivno veći za iznos od 963.000 dinara koji je prebačen na teret revalorizacione rezerve, tako da stvarni ukupni rashodi finansiranja čine 7,6% ukupnog prihoda, što je preko dva i po puta više od uobičajenog normalnog opterećenja kod tipičnih preduzeća tržišne ekonomije.

Vanredni rashodi. Vanredni rashodi su dobrim delom posledica neurednog i neopreznog (otpisi potraživanja, npr.) poslovanja, pa otuda oni treba da teže nuli. Vanredni rashodi terete ukupan prihod u 1988. godini u granicama uobičajenog (0,3%), osetno više u 1989. godini (1,9%), a enormno visoko 1990.

godine (čak 6,4%). Razlog enormno visokih vanrednih rashoda u 1990. godini je enormno visok otpis, odnosno ispravka vrednosti neplaćenih potraživanja u iznosu od 10.935 hiljada dinara, što čini 4,6% redovnih prihoda i visokih, naknadno utvrđenih troškova iz prethodne godine u iznosu od 4.506 hiljada dinara. Očito je da se nije dovoljno vodilo računa o likvidnosti kupaca pri prodaji, otuda tako visok otpis potraživanja, i da bilansiranje nije bilo po urednosti na visokom nivou u prethodnoj godini, otuda tako visoki naknadno utvrđeni troškovi.

Ukupni rashodi. Ukupni rashodi manji su od ukupnog prihoda samo u 1988. godini, i to svega za 1,7%. Suprotno tome, ukupni rashodi su veći od ukupnog prihoda u 1989. godini za 8,7% a u prvom polugodištu 1990. godine čak za 19,3%.

Bruto dobitak i gubitak. Bruto dobitak je ostvaren samo 1988. godine i njegovo učešće u ukupnom prihodu samo 1,7%. Međutim, te godine posmatrano preduzeće bilansiralo je nepokrivene revalorizacije

rashode, koji su bili 97,9 puta veći od iskazanog bruto dobitka u bilansu uspeha. Naravno, takvo bilansiranje bilo je u skladu sa tada važećim zakonskim propisima, ali, objektivno, i te godine je ostvaren gubitak u visini razlike između nepokrivenih revalorizovanih rashoda iskazanih u bilansu stanja i bruto dobitka iskazanog u bilansu uspeha. Bruto dobitak je upotrebljavan za poreze i doprinose iz dohotka (što čini 0,8% od ukupnog prihoda), zajedničku potrošnju radnika (0,3% od ukupnog prihoda) i akumulaciju (0,6% od ukupnog prihoda). U 1989. i prvom polugodištu 1990. godine ostvaren je gubitak koji od ukupnog prihoda iznosi 8,7% (1989.), odnosno 19,3% (prvo polugodište 1990.).

1.2. Analiza strukture finansijskog rezultata

U ovoj analizi ukupan finansijski rezultat u formi neto dobitka (akumulacije), odnosno gubitka dekomponovan je po izvorima, što izgleda ovako:

STRUKTURA FINANSIJSKOG REZULTATA

	- u 000 dinara		
	1988.	1989.	I-VI 1990.
1. Redovni prihodi	8.902	109.631	235.934
2. Prihodi od finansiranja	17	41.169	3.391
3. Vanredni prihodi	15	261	2.342
4. Ukupan prihod (1 do 3)	8.934	151.061	241.667
5. Redovni rashodi bez rashoda finansiranja	8.709	20.538	255.359
6. Rashodi finansiranja	141	140.746	17.412
7. Vanredni rashodi	30	2.989	15.442
8. Ukupni rashodi (5 do 7)	8.880	164.273	288.293
9. Finansijski rezultat iz redovnih prihoda (1-5)	193	89.093	-19.425
10. Finansijski rezultat iz finansiranja (2-5)	-124	-99.577	-14.101
11. Finansijski rezultat iz redovnog poslovanja (9+10)	89	-10.484	-33.526
12. Finansijski rezultat iz vanrednih prihoda (3-7)	-15	-2.728	-13.100
13. Ukupan neto finansijski rezultat	50	-13.212	-46.626

U 1988. godini je pozitivan finansijski rezultat iz redovnih prihoda, a negativan iz finansiranja pri čemu je negativni finansijski rezultat iz finansiranja manji od pozitivnog finansijskog rezultata iz redovnih prihoda tako da je pozitivan i finansijski rezultat iz redovnog poslovanja, što znači da je bilans uspešan.¹⁴⁰ Negativni finansijski rezultat iz vanrednih prihoda je manji od pozitivnog finansijskog rezultata iz redovnog poslovanja tako da je ukupan neto finansijski rezultat pozitivan (ostvaren je neto dobitak odnosno akumulacija).

U 1989. godini pozitivan je samo finansijski rezultat iz redovnih prihoda, ali je negativni finansijski rezultat iz finansiranja osetno viši, zbog čega je negativan i iz redovnog poslovanja, što znači da je bilans neuspešan. Iz vanrednih prihoda ostvaren je takođe negativan finansijski rezultat, što je, dakako, dovelo do povećanja ukupnog negativnog finansijskog rezultata.

U prvom polugodištu 1990. godine svi finansijski rezultati — iz redovnog prihoda, iz finansiranja, iz redovnog poslovanja, iz vanrednog prihoda i ukupno — su negativni, što ukazuje da je preduzeće u dubokoj zoni gubitaka. Do pojave gubitka čak i iz redovnih prihoda, po našem mišljenju, dolazi zbog precenjivanja zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda po bilansu za 1989. godinu, o čemu je ranije bilo reči i o čemu će detaljnije biti raspravljano kod analize uzroka gubitka.

Treba imati u vidu da tipično proizvodno preduzeće, po pravilu, ostvaruje negativan finansijski rezultat iz finansiranja jer se profesionalno ne bavi finansiranjem, ali to preduzeće, u principu, ostvaruje pozitivan finansijski rezultat iz redovnog poslovanja (jer je pozitivan finansijski rezultat iz redovnih prihoda neuporedivo viši od negativnog finansijskog rezultata iz finansiranja); takvo preduzeće je uspešno a time je i njegov bilans uspešan, što nije slučaj sa posmatranjem preduzećem. Atipična je za posmatra-

no preduzeće i pojava visokih negativnih finansijskih rezultata iz vanrednih prihoda 1989. a naročito u prvom polugodištu 1990. godine, o čemu će takođe biti više reči kod analize uzroka gubitka.

1.3. Analiza rizika ostvarenja finansijskog rezultata i donje tačke rentabilnosti

Ovom analizom nisu obuhvaćeni vanredni rashodi i vanredni prihodi zato što se oni javljaju povremeno, njihova eventualna pojava je privremenog karaktera i upravo zato na finansijskom rezultatu kao razlici među njima ne može se zasnivati dugoročna perspektiva preduzeća. Kvantifikacija rizika ostvarenja finansijskog rezultata i donje tačke rentabilnosti posmatranog preduzeća prikazana je na tabeli na narednoj strani.

Poslovni rizik. Poslovni rizik je, u stvari, neizvesnost ostvarenja poslovnog dobitka kao razlike između redovnih prihoda i varijabilnih rashoda uvećanih za fiksne i pretežno fiksne rashode (bez rashoda finansiranja). Kvantitativno se poslovni rizik izražava faktorom koji se dobija iz odnosa marže pokrića i poslovnog rezultata (poslovnog dobitka). Što je faktor poslovnog rizika niži, utoliko je i manji rizik poslovnog rezultata. Visina faktora poslovnog rizika, pak, uslovljena je:

- globalnim paritetom prodajnih i nabavnih cena — što je paritet prodajnih i nabavnih cena više pomećen ka prodajnim cenama, viša je marža pokrića a time i niži faktor poslovnog rizika i obrnuto;
- fizičkom ekonomičnošću varijabilnih troškova — što je fizički utrošak sirovina, materijala, energije i drugih varijabilnih troškova po jedinici proizvoda manji, manji su varijabilni rashodi, viša marža pokrića a time i niži faktor poslovnog rizika i obrnuto;
- produktivnošću proizvodnih radnika — što je produktivnost proizvodnih radnika veća niži

140 O uspešnom i neuspešnom bilansu vidi: Dr Jovan Rodić, citirani opus, str. 61.

RIZIK OSTVARENJA FINANSIJSKOG REZULTATA I DONJA TAČKA RENTABILNOSTI

	u 000 dinara		
	1988.	1989.	I-VI 1990.
1. Redovni prihodi	8.902	109.631	235.934
2. Varijabilni rashodi*	5.904	17.104	218.272
3. Marža pokrića (1-2)	2.998	92.527	17.662
4. Fiksni i pretežno fiksni rashodi**	2.753	3.434	37.087
5. Neto rashodi finansiranja***	124	99.577	14.101
6. Porezi iz rezultata	72		
7. Poslovni rezultati (3-4)	265	89.093	-19.425
8. Bruto finansijski rezultat (7-5)	141	-10.484	-33.526
9. Neto finansijski rezultat (8-6)	69	-10.484	-33.526
10. Faktor poslovnog leveridža $\left(\frac{3}{7}\right)$	11,3	1,0	
11. Faktor finansijskog leveridža $\left(\frac{7}{8}\right)$	1,9		
12. Faktor ukupnog rizika (10x11)	21,5		
13. Procent učešća marže pokrića u redovnim prihodima $\left(\frac{3}{1} \cdot 100\right)$	33,68%	84,4%	7,49%
14. Potreban redovni prihod za ostvarenje neutralnog bruto dobitka $\left(\frac{4+5}{13} \cdot 100\right)$	8.483	122.051	685.418
15. Procent iskorišćenja redovnih prihoda za ostvarenje neutralnog bruto dobitka $\left(\frac{14}{1} \cdot 100\right)$	95,3%	111,3%	289,7%

*Varijabilni rashodi obuhvataju: troškove materijala, energije, usluga i sl. i lične dohotke proizvodnih radnika (redni broj 7. i deo rednog broja 11 i 12 tabele **Struktura ukupnog prihoda i njegovog rasporeda**).

Fiksni i pretežno fiksni rashodi obuhvataju: amortizaciju, pretežno fiksne troškove i lične dohotke neproizvodnih radnika (redni broj 8, 9 i deo rednog broja 18 tabele **Struktura ukupnog prihoda i njegovog rasporeda).

***Neto rashodi finansiranja su ravni razlici između rashoda finansiranja i prihoda od finansiranja.

su troškovi rada, viša marža pokrića a time niži faktor poslovnog rezultata i obrnuto;

- stepenom optimiziranja strukture proizvodnje — što je struktura proizvodnje više pomerena ka proizvodima koji odbacuju višu maržu pokrića, uz uvažavanje, naravno, tehničkih i tržišnih ograničenja, viša je ukupna marža pokrića a time niži faktor poslovnog rizika i obrnuto;

- stepen iskorišćavanja kapaciteta — što se kapacitet više koristi i ostvaruje veća prodaja ostvaruje se viša marža pokrića a time i niži faktor poslovnog rizika i obrnuto, i

- visinom fiksnih i pretežno fiksnih rashoda (pri čemu visina ovih rashoda zavisi od racionalnosti ulaganja u osnovna sredstva — amortizacija — racionalnosti organizacije svih funkcija preduzeća — režijski troškovi)

— niži fiksni i pretežno fiksni rashodi obezbeđuju viši poslovni dobitak a time niži faktor poslovnog rizika i obrnuto.

Faktor poslovnog rizika posmatranog preduzeća je 1988. godine izrazito visok (11,3) a 1989. godine izrazito nizak (1,0), dok je u prvom polugodištu 1990. godine poslovni rezultat negativan (poslovni rizik je nastupio). Izrazito nizak faktor poslovnog rizika u 1989. godini neosporno je posledica precenjivanja zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda, što se odrazilo na podcenjivanje rashoda a među njima i varijabilnih rashoda, pa je otuda u toj godini i nenormalno visok udeo marže pokrića u redovnim prihodima, koji iznosi čak 84,4%. Ovo praktično znači da su te godine troškovi sirovina, materijala, tran-

sporta, energije i ličnih dohodaka proizvodnih radnika po jedinici proizvoda u proseku iznosili 15,6% neto prodajne cene, što je u proizvodnji kojom se bavi posmatrano preduzeće, dakako, nemoguće ostvariti, pa to takođe potvrđuje neispravnost bilansiranja pomenutih zaliha u 1989. godini. Realizacijom precenjenih zaliha u 1990. godini objektivirani su skriveni gubici u njima načinjeni pri bilansiranju u 1989. godini, pa otuda u prvom polugodištu 1990. godine pojava i poslovnog gubitka. Naime, u prvom polugodištu 1990. godine marža pokrića učestvuje u redovnim prihodima samo 7,49%, što znači da prosečni troškovi sirovina, materijala, energije, transporta i ličnih dohodaka proizvodnih radnika čine čak 92,51% od neto prodajne cene, što objektivno nije tačno, odnosno, što je posledica neispravnog bilansiranja.

Finansijski rizik. Finansijski rizik je zapravo neizvesnost ostvarenja bruto dobitka s obzirom na rashode finansiranja. Visina rashoda finansiranja zavisi od stepena zaduženosti i vladajućih kamatnih stopa. Stepenn zaduženosti, pak, ne zavisi samo od visine sopstvenog kapitala već i od racionalnosti upravljanja sredstvima — što preduzeće postiže veću ekonomičnost ulaganja u osnovna sredstva i veći koeficijent obrta obrtnih sredstava, ukupno uložena sredstva će biti manja a time pri datom sopstvenom kapitalu manja i zaduženost, pa otuda i manji rashodi finansiranja.

U 1988. godini ostvaren je relativno nizak faktor finansijskog rizika (1,9) mada je i tada posmatrano preduzeće bilo visoko zaduženo a bile su visoke i kamatne stope. Razlog tako niskog faktora je u tome što je u toj godini samo realni deo kamate bilansiran u bilansu uspeha, dok je revalorizacioni deo kamate bilansiran u podbilansu revalorizacionih prihoda i rashoda.

Faktor ukupnog rizika. Faktor ukupnog rizika je zapravo i poslovna i finansijska neizvesnost bruto dobitka, a kvantitativno se izražava kao umnožak faktora poslovnog i faktora finansijskog rizika; otuda na visinu faktora ukupnog rizika deluje sve ovo što de-

luje i na visinu poslovnog i na visinu finansijskog rizika, o čemu je već bilo reči. Preduzeća koja po prirodi svoje delatnosti imaju visoka ulaganja u osnovna sredstva imaju i visok poslovni rizik jer su fiksni rashodi po osnovu amortizacije visoki. Ona nastoje da smanje finansijski rizik jačanjem sopstvenog kapitala, odnosno smanjenjem zaduženosti a time smanjenjem i rashoda finansiranja. Time se, dakako, smanjuje faktora finansijskog rizika zbog čega se i visina faktora ukupnog rizika svodi na prihvatljiv nivo mada je faktor poslovnog rizika visok ali iz objektivnih razloga.

Kod posmatranog preduzeća mogao je da bude utvrđen faktor ukupnog rizika samo za 1988. godinu, koji iznosi 21,5, koji je objektivno visok, dakako, zbog visokog faktora poslovnog rizika.

Donja tačka rentabilnosti. Donja tačka rentabilnosti je zapravo tačka u kojoj se izjednačuju prihodi i rashodi, što znači da je finansijski rezultat neutralan, odnosno ravan nuli. U 1988. godini za pokriće rashoda (bez poreza i doprinosa iz finansijskog rezultata) iskorišćeno je 95,3% redovnih prihoda. To je objektivno isuviše visok procent, što znači da je preduzeće bilo na ivici rentabiliteta i po oficijelnom bilansu, a stvarno u gubitku zbog nepokrivenih revalorizacionih rashoda u bilansu stanja, o čemu je ranije bilo reči.

U 1989. godini, po oficijelnom bilansu, za ostvarenje neutralnog bruto dobitka nedostajalo je 11,3% redovnih prihoda, a pri pravilnom procenjivanju zaliha nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda, o čemu je bilo reči, taj nedostatak je bio objektivno osetno veći. U toj godini preduzeće je koristilo realni kapacitet sa samo 40,6%, što ukazuje na veliku neiskorišćenu rezervu u pogledu ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata.

U prvom polugodištu 1990. godine za ostvarenje neutralnog bruto dobitka nedostajalo je čak 189,7% redovnih prihoda, što nije bilo moguće ostvariti čak ni pri 100% iskorišćenja realnog kapaciteta. Razlog tome su

previsoki rashodi finansiranja zbog visoke zaduženosti i previsoki rashodi po osnovu materijalnih troškova, amortizacije i ličnih dohodaka zbog precenjivanja zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda prethodne godine.

1.4. Analiza uzroka gubitka

U oficijelnom bilansu uspeha posmatranog preduzeća iskazan je gubitak kako sledi:

	-u 000 dinara
Gubitak 1989.	13.212
Gubitak u prvom polugodištu 1990.	46.626

Navedeni iskazani gubici nisu tačni iz sledećih razloga. Krajem 1989. godine zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda procenjene su po prodajnim cenama, što je u suprotnosti sa članom 53. Zakona o računovodstvu.¹⁴¹ Naime, po članu 53. Zakona o računovodstvu, zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda procenjuju se po ceni koštanja, a samo u uslovima kada je cena koštanja viša od prodajne cene, procena se vrši u skladu s načelom niže vrednosti, tj. po prodajnoj ceni. Međutim, u posmatranom preduzeću cena koštanja bila je niža od prodajne cene i s tim u vezi zalihe nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda trebalo je proceniti po ceni koštanja. Procenjivanjem zaliha nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda krajem 1989. godine po prodajnoj ceni zalihe su procenjene a rashodi podcenjeni, zbog čega je u 1989. godini u bilansu uspeha iskazan gubitak u manjem iznosu nego što objektivno iznosi. U prvom polugodištu 1990. godine procenjene zalihe prethodne godine su realizovane i time, dakako, povećale rashode i, dabome, povećan je po tom osnovu i gubitak.

Da su zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda krajem 1989. godine procenjene po ceni koštanja, bilans uspeha bi za 1989. i za prvo polugodište 1990. godine, u sažetoj formi, izgledao ovako:

	u 000 dinara	
	1989.	I-VI 1990.
1. Ukupan prihod	151.062	241.667
2. Poslovni rashodi	57.721	217.662
3. Rashodi finansiranja	140.746	17.492
4. Vanredni rashodi	2.990	15.442
5. Ukupni rashodi (2 do 4)	201.457	250.596
6. Gubitak (5-1)	50.395	8.929

Dakle, stvarni gubitak u 1989. godini je veći od iskazanog, a u prvom polugodištu 1990. godine je obrnuto, stvarni gubitak je manji od iskazanog u oficijelnom bilansu.

Glavni uzroci gubitka kod posmatranog preduzeća su: prezaduženost, nisko iskorišćenje realnog kapaciteta, opadanje produktivnosti i neuredna naplata potraživanja od kupaca. Zbog toga ćemo i kvantitativno iskazati te uzroke gubitaka.

Prezaduženost. U zbiru poslovne pasive posmatranog preduzeća sopstveni kapital učestvuje krajem 1989. godine, odnosno krajem juna 1990. godine sa 21,2%. U narednom poglavlju videćemo da je normala udela sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi s obzirom na organski sastav sredstava, vladajuću stopu inflacije, rentabilnost i likvidnost oko 60%. Prema tome, udeo sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi manji je za 38,8% — (60-21,2) i 1989. i 1990. godine. Logično je pretpostaviti da je udeo sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi bio na nivou normale, obaveze po kojima se plaćaju kamate bile manje i s tim u vezi bili bi manji i rashodi po osnovu kamata kako sledi:

	- u 000 dinara	
	1989.	I - VI 1990.
1. Stvarni rashodi po osnovu kamate	129.601	17.354
2. Odstupanja udela sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi	38,8%	38,8%

141 „Službeni list SFRJ“, br. 35/89 i 3/90.

3. Povećanje rashoda kamata zbog niskog udela sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi, odnosno zbog visoke zaduženosti $\left(\frac{1 \cdot 2}{100}\right)$	50.285	6.733

Dakle, kada bi zaduženost bila na normalni, rashodi po osnovu kamata bili bi manji a time manji i gubitak za 50.285 hiljada dinara (1989.), odnosno za 6.733 hiljada dinara (prvo polugodište 1990.).

Iskorišćenje realnog kapaciteta. Realni kapacitet je fizički obim proizvodnje koji se može ostvariti s obzirom na pogonsko-tehnološku spremnost opreme. Posmatrano preduzeće ima realni godišnji kapacitet od 23.515 tona proizvoda, odnosno polugodišnji od 11.757,5 tona proizvoda, a ostvarilo je obim proizvodnje u 1989. godini od 11.454 tona proizvoda, čime je iskorišćen realni kapacitet sa 48,62%, dok je u prvom polugodištu 1990. godine ostvaren obim proizvodnje od 3.739 tona proizvoda, odnosno ostvareno je iskorišćenje realnog kapaciteta od 31,80%. Da je kojim slučajem obim proizvodnje i prodaje bio na nivou 100% iskorišćenja realnog kapaciteta, povećali bi se redovni prihodi, varijabilni rashodi i marža pokrića kako sledi:

	- u 000 dinara	
	1989.	I-VI 1990.
1. Ostvareni redovni prihodi	109.631	235.934
2. Ostvareni varijabilni rashodi	17.104	218.272
3. Ostvarena marža pokrića (1-2)	92.527	17.662
4. Ostvareni procenat iskorišćenja realnog kapaciteta	48,62%	31,80%
5. Redovni prihodi pri 100% iskorišćenja realnog kapaciteta $\left(\frac{1}{4} \cdot 100\right)$	255.485	771.931
6. Varijabilni rashodi pri 100% iskorišćenja realnog kapaciteta $\left(\frac{2}{4} \cdot 100\right)$	35.179	686.390
7. Marža pokrića pri 100% iskorišćenja realnog kapaciteta (5-6)	190.306	55.541

8. Manje ostvareno marže pokrića zbog neiskorišćenja realnog kapaciteta (7-3)	97.779	37.879

U visini manje ostvarene marže pokrića od 97.779 hiljada dinara 1989., odnosno 37.879 hiljada dinara u prvom polugodištu 1990. godine ostvaren je gubitak usled neiskorišćenja realnog kapaciteta.

Produktivnost. Obim proizvodnje po radniku i u 1989. i u prvom polugodištu 1990. godine u odnosu na 1988. godinu u posmatranom preduzeću stalno opada, što se vidi iz sledećih podataka:

	- u 000 dinara		
	1988.	1989	I-VI 1990
1. Obim proizvodnje u tonama	14.087	11.423	3.739
2. Prosečan broj radnika	1.266	1.227	1.230
3. Obim proizvodnje u tonama po radniku na godišnjem nivou	11,13	9,31	6,08*
4. Indeks produktivnosti 1988 = 100	100	83,6	54,6
	$\frac{3.739 \cdot 2}{1.230}$		

Dakle, u odnosu na 1988. godinu produktivnost je opala za 16,4%, u 1989., odnosno 45,4% u prvom polugodištu 1990. godine. Da je kojim slučajem broj zaposlenih prilagođavan obimu proizvodnje, što znači da bi obim proizvodnje po radniku 1989. i u prvom polugodištu 1990. godine bio nepromenjen u odnosu na 1988. godinu, lični dohoci sadržani u rashodima bili bi manji, kako sledi:

	- u 000 dinara	
	1989.	I-VI 1990.
1. Lični dohoci sadržani u rashodima	2.575	24.877
2. Procent smanjenja produktivnosti u odnosu na 1988. godinu	16,4%	45,4%
3. Smanjenje ličnih dohodaka sadržanih u rashodima pri ostvarenoj produktivnosti iz 1988. godine $\left(\frac{1 \cdot 2}{100}\right)$	422	11.294

Dakle, da je održana produktivnost iz 1988. godine, rashodi po osnovu ličnih doho-

daka bili bi manji za 422 hiljade dinara (1989.) odnosno za 11.294 hiljada dinara (prvo polugodište 1990.) a u istim iznosima bio bi manje iskazan i gubitak u oficijelnom bilansu uspeha.

Otpis potraživanja od kupaca. U prvom polugodištu 1990. godine otpisano je 10.935 hiljada dinara potraživanja od kupaca, što čini

4,6% redovnih prihoda. Za taj iznos povećani su vanredni rashodi a time i iskazani gubitak. Da je kojim slučajem pri prodaji vođeno više računa o likvidnosti kupaca, toga otpisa ne bi bilo pa bi i iskazani gubitak bio manji za 10.935 hiljada dinara.

*

*

*

Pogledajmo sada rekapitulaciju prethodno kvantificiranih uzroka gubitka i uporedimo ih sa ostvarenim gubitkom.

	- u 000 dinara	
	1989.	I-VI 1990.
1. Prezaduženost	50.285	6.733
2. Neiskorišćenje realnog kapaciteta	97.779	37.879
3. Smanjena produktivnost	422	11.294
4. Otpis potraživanja od kupaca		10.841
5. Svega kvantificirani uzroci gubitka (1 do 4)	140.486	66.841
6. Gubitak iskazan u oficijelnom bilansu uspeha	13.212	46.626
7. Ostvareni gubitak utvrđen na bazi procenjivanja zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda po ceni koštanja	50.395	8.929

Budući da kvantificirani uzroci gubitaka prevazilaze nivo kako oficijelno utvrđenog gubitka tako i stvarno utvrđenog gubitka, to je dokaz da su uzroci gubitaka dobro identifikovani i kvantificirani.

Iz izloženog ne treba, međutim, shvatiti da se kod drugih preduzeća ne mogu javiti uzroci gubitka i na drugim područjima, kao što su: promena načina bilansiranja, pogoršanje globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena, povećanje fizičkih utrošaka direktnog materijala, energije i usluga, pogoršanje efikasnosti korišćenja sredstava. Ti uzroci gubitka kvantificiraju se na sledeći način:

Promena načina bilansiranja. Ako je promenjen način bilansiranja, treba otkriti koliko su zbog toga povećane pojedine kom-

ponente rashoda i smanjene pojedine komponente prihoda. Potom sledi prosuđivanje da li će se to ponavljati i u narednim obračunskim periodima ili je rezultat samo prelaska sa jednog na drugi način bilansiranja. Ako će se ponavljati i u narednim obračunskim periodima, treba videti da li se negativne komponente povećanja rashoda i smanjenja prihoda objektivno mogu eliminisati ne menjajući novi način bilansiranja. Ako se objektivno ne mogu otkloniti, moraju se tražiti mogućnosti poboljšanja finansijskog rezultata na drugim područjima kako bi se neutralisali negativni uticaji na finansijski rezultat proizašli iz promenjenog načina bilansiranja. Primera radi, ako preduzeće sa sistema obračuna ukupnih troškova pređe na sistem obračuna varijabilnih troškova, rashodi po osnovu fiksnih troškova uvek će se javljati nezavisno od prodaje. Uz to, rashodi u prvoj godini primene sistema obračuna varijabilnih troškova biće veći i za iznos fiksnih troškova prenetih u početnim zalihama nezavršene proizvodnje, poluproizvoda i gotovih proizvoda, ali se rashodi perioda u narednim godinama neće menjati. Ili, ako se pređe sa sistema obračuna prihoda po fakturisanju realizaciji na sistem obračuna prihoda po naplaćenju realizaciji, u prvoj godini primene sistema obračuna prihoda po naplaćenju realizaciji prihodi će se bitnije smanjiti, a u narednim godinama prihod će zavisiti ne samo od obima prodaje već i od obima naplate potraživanja.

Promena globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena. Globalni paritet prodajnih i nabavnih cena utvrđuje se iz odnosa redovnih prihoda (obračunati po fakturiranoj realizaciji) i varijabilnih materijalnih troškova sadržanih u fakturiranoj realizaciji, i to na sledeći način:

Godina
prethodna tekuća

1. Redovni prihodi
2. Varijabilni materijalni rashodi
3. Globalni paritet prodajnih i nabavnih
cena — nabavne cene = $1 \left(\frac{1}{2} \right)$

Ako je preduzeće imalo pogoršanje globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena tekuće u odnosu na prethodnu godinu, nužno je utvrditi koliko je po tom osnovu smanjen redovni prihod u tekućoj godini po sledećem postupku:

1. Varijabilni materijalni rashodi tekuće godine
2. Globalni paritet prodajnih i nabavnih cena prethodne godine — nabavna cena = 1
3. Redovni prihodi tekuće godine pri ostvarenju globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena prethodne godine (1 · 2)
4. Ostvareni redovni prihodi tekuće godine
5. Smanjenje redovnih prihoda u tekućoj godini zbog pogoršanja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena (3-4)

U visini smanjenja redovnih prihoda u tekućoj godini zbog pogoršanja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena povećan je gubitak tekuće godine. (Ako bi globalni paritet prodajnih i nabavnih cena bio bolji kod konkurencije, mogla bi se prethodna kvantifikacija izvesti i na osnovu ostvarenog globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena konkurencije). Sada je nužno utvrditi zašto je došlo do pogoršanja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena. Razlozi mogu biti

u promeni asortimana proizvodnje, u slabljenju kurentne pozicije proizvoda na tržištu, u bržem rastu nabavnih od prodajnih cena u uslovima inflacije, u povećanju fizičkih utrošaka direktnih materijalnih troškova, energije i usluga, u subjektivnim slabostima prodajne i nabavne funkcije, u supstituciji jeftinijeg skupljim materijalom, kao i supstituciji jeftinije skupljom energijom, odnosno uslugom.

Povećanje fizičkih utrošaka direktnog materijala, energije i usluga. Ako su fizički utrošci direktnog materijala, energije i usluga po jedinici proizvoda veći od normiranih odnosno standardizovanih, onda su i troškovi a time i varijabilni rashodi veći za iznos vrednosti prekoračenja normiranog utroška na čitavoj proizvodnji obračunatog po stvarnoj nabavnoj ceni.¹⁴² Za taj iznos, naravno, veći je i gubitak.

Pogoršanje efikasnosti korišćenja sredstava. Efikasnost korišćenja sredstava meri se koeficijentom obrta. Što je koeficijent obrta veći, sredstva se koriste efikasnije i obrnuto, ako je koeficijent obrta manji, obim angažovanih sredstava biće veći i zbog toga će preduzeće više koristiti kredite, a zbog većih kredita biće veći i rashodi po osnovu kamata. U takvim okolnostima nužno je utvrditi koliko je moguće smanjiti rashode po osnovu kamata. S tim u vezi najpre je potrebno utvrditi koeficijent obrta poslovnih sredstava i obrtnih sredstava u poslednje tri godine kod posmatranog preduzeća i kod konkurencije. Koeficijent obrta poslovnih sredstava utvrđuje se iz odnosa ukupnog prihoda i prosečnih poslovnih sredstava, a koeficijent obrta obrtnih sredstava iz odnosa ukupnog prihoda i prosečnih obrtnih sredstava. Ako je koeficijent obrta poslovnih

142 O načinu utvrđivanja povećanja troškova po osnovu prekoračenja normativa utroška vidi: Dr Jovan Rodić, citirani opus, str. 266-291.

sredstava ili obrtnih sredstava kod preduzeća niži nego kod konkurencije iste struke, iste delatnosti, jasno je da je tome jedini razlog loše upravljanje sredstvima, naročito obrtnim sredstvima.¹⁴³ Moguće je da tekuće u odnosu na prethodne godine padne koeficijent obrta poslovnih, odnosno obrtnih sredstava preduzeća, što znači da se pogoršava upravljanje sredstvima. Pri daljoj kvantifikaciji uzima se najviši moguć koeficijent obrta bilo da je to koeficijent obrta poslovnih ili obrtnih sredstava kod konkurencije u tekućoj godini ili kod preduzeća u prethodnim godinama. Budući da je koeficijent obrta poslovnih, odnosno obrtnih sredstava računat iz odnosa ukupnog prihoda i prosečnih poslovnih, odnosno obrtnih sredstava, deljenjem ukupnog prihoda mogućim koeficijentom obrta dobijaju se prosečna poslovna sredstva, odnosno obrtna sredstva koja bi bila pri mogućem koeficijentu obrta. Ako se od tako računskim putem utvrđenih prosečnih poslovnih, odnosno obrtnih sredstava oduzmu stvarna prosečna poslovna, odnosno obrtna sredstva, razlika predstavlja povećanje prosečnih poslovnih, odnosno obrtnih sredstava usled niskog koeficijenta obrta. Za taj iznos koristi se više pozajmljenih izvora finansiranja na koje se plaća kamata i ako se on pomnoži prosečno ostvarenom kamatnom stopom, dobiće se iznos povećanja rashoda po osnovu kamata usled neefikasnog korišćenja sredstava. Ceo taj postupak kvantifikacije izgleda ovako:

1. Ukupan prihod preduzeća
2. Mogući koeficijent obrta poslovnih odnosno obrtnih sredstava
3. Prosečna poslovna, odnosno obrtna sredstva pri ostvarenju mogućeg koeficijenta obrta $\left(\frac{1}{2}\right)$
4. Stvarna prosečna poslovna, odnosno obrtna sredstva preduzeća

5. Povećanje prosečnih poslovnih, odnosno obrtnih sredstava preduzeća usled niskog koeficijenta obrta $(4-3)$
6. Troškovi preduzeća po osnovu kamata
7. Prosečne obaveze preduzeća po kojima se plaća kamata
8. Prosečna kamatna stopa $\left(\frac{6}{7} \cdot 100\right)$
9. Povećanje troškova kamata usled neefikasnog korišćenja sredstava $\left(\frac{5 \cdot 8}{100}\right)$

Za iznos povećanja troškova kamata usled neefikasnog korišćenja sredstava povećani su rashodi a time i gubitak.

2. ANALIZA FINANSIJSKOG POLOŽAJA

Analiza finansijskog položaja obuhvata analizu: kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže, zaduženosti, održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala i analiza reproductivne sposobnosti. Najveći deo ovih analiza polazi od bilansa stanja poslovnih sredstava. Stoga pogledajmo najpre bilans stanja poslovnih sredstava posmatranog preduzeća krajem 1988, 1989. i krajem juna 1990. godine, strukturiran, za potrebe ove analize, koji je prikazan na tabeli na sledećoj strani.

2.1. Analiza finansijske ravnoteže

Ako su sredstva po obimu i roku veza-
nosti jednaka izvorima finansiranja po obimu i roku raspoloživosti, postoji finansijska ravnoteža, a time i mogućnost za održavanje likvidnosti. Finansijska ravnoteža se ocenjuje preko kratkoročne finansijske ravnoteže i dugoročne finansijske ravnoteže. Kvantitativno, kratkoročnu finansijsku ravnotežu izražava odnos likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane, dok dugoročnu finansijsku ravnotežu izražava odnos dugoročno vezanih sredstava, s jedne, i sopstvenog (trajnog) kapitala uvećanog za dugo-

143 O upravljanju obrtnim sredstvima biće reči na kraju ove glave.

BILANS STANJA POSLOVNIH SREDSTAVA

- u 000 dinara

AKTIVA

PASIVA

R. br.	Pozicija	31. decembar 1988.	31. decembar 1989.	30. jun 1990.	R. br.	Pozicija	31. decembar 1988.	31. decembar 1989.	30. jun 1990.
1.	Novac i hartije od vrednosti	333	5.906	3.907	1.	Promptne obaveze	3.155	104.787	96.448
2.	Promptna potraživanja	1.524	44.843	64.137	2.	Date hartije od vrednosti	1.626	1	425
3.	Kratkoročna finansijska ulaganja	19			3.	Kratkoročni krediti iz zemlje	2.058	73.455	107.788
4.	Zalihe	4.974	101.600	64.219	4.	Kratkoročni krediti iz inostranstva			
5.	Aktivna vremenska razgraničenja	33	727	753	5.	Pasivna vremenska razgraničenja	6	2	128
6.	Dugoročna finansijska ulaganja	754	41.816	41.934	6.	Neraspoređen dobitak tekuće godine			
7.	Osnovna sredstva	2.530	59.298	79.550	7.	Dugoroč. krediti iz zemlje	942	14.023	14.323
8.	Gubitak		13.212	46.626	8.	Dugoročni krediti iz inostranstva	79	18.181	18.176
					9.	Dugoročna rezervisanja			
					10.	Trajni (sopstveni) kapital	2.301	6.953	63.838
9.	Poslovna aktiva (1 do 8)	10.167	267.402	301.126	11.	Poslovna pasiva (1 do 10)	10.167	257.402	301.126

ročne obaveze i dugoročna rezervisanja, s druge strane. Stanje finansijske ravnoteže u realnom životu može da bude sledeće:

- Postoji jednakost između dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja pri čemu automatski postoji i jednakost između likvidnih sredstava uvećanih za kratkoročno vezana sredstva i kratkoročnih obaveza, dakle, postoji i dugoročna i kratkoročna finansijska ravnoteža a time i mogućnost održavanja likvidnosti. Pri postojanju dugoročne finansijske ravnoteže sigurnost u održavanju likvidnosti može se ostvariti u okviru kratkoročnog finansiranja. Ako je rok vezanosti kratkoročnih sredstava kraći od roka dospeća kratkoročnih obaveza, tada je mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava veća od dospeća kratkoročnih obaveza pa razlika među njima predstavlja likvidnu rezervu koja obezbe-

đuje sigurnost u održavanju likvidnosti utoliko veću što je likvidna rezerva veća.

- Dugoročna finansijska ravnoteža je pomerenka ka izvorima (sopstveni kapital uvećan za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja su veći od dugoročno vezanih sredstava), čime je kratkoročna finansijska ravnoteža automatski pomerenka ka sredstvima (likvidna i kratkoročna sredstva su veća od kratkoročnih obaveza).

Pri ovakvom stanju dugoročne finansijske ravnoteže u oblasti dugoročnog finansiranja stvorena je sigurnost u održavanju likvidnosti. Ta sigurnost utoliko je veća što je razlika između sopstvenog kapitala uvećana za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja, s jedne, i dugoročno vezanih sredstava, s druge strane, viša.

- Dugoročna finansijska ravnoteža je pomerenka ka dugoročno vezanim sredstvima (dugoročno vezana sredstva su veća od sopstvenog kapitala uvećana za dugoročne obaveze i dugo-

ročna rezervisanja), pri čemu je kratkoročna finansijska ravnoteža pomerena ka kratkoročnim obavezama (kratkoročne obaveze su veće od likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava), čime je u oblasti dugoročnog finansiranja ugroženo održavanje likvidnosti utoliko više što je dugoročna finansijska ravnoteža više pomerena ka dugoročno vezanim sredstvi-

ma, odnosno što je kratkoročna finansijska ravnoteža više pomerena ka kratkoročnim obavezama.

2.1.1. *Kratkoročna finansijska ravnoteža*

Stanje kratkoročne finansijske ravnoteže posmatranog preduzeća je sledeće:

KRA TKOROČNA FINANSIJSKA RAVNOTEŽA

- u 000 dinara						
	31. 12. 1988.		31. 12. 1989.		30. 6. 1990.	
	Iznos	% učešća u bilansnoj sumi	Iznos	% učešća u bilansnoj sumi	Iznos	% učešća u bilansnoj sumi
	1	2	3	4	5	6
1. Gotovina i hartije od vrednosti	333	3,3	5.096	2,2	3.907	1,3
2. Promptna potraživanja	1.524	15,0	44.843	16,8	64.137	21,3
3. Kratkoročna finansijska ulaganja	19	0,2				
4. Pasivna vremenska razgraničenja	33	0,3	727	0,2	753	0,2
5. Likvidna i kratkoročno vezana sredstva (1 do 4)	1.909	18,8	51.476	19,2	68.797	22,8
6. Promptne obaveze	3.155	31,0	104.787	39,2	96.448	32,0
7. Date hartije od vrednosti	1.626	16,0	1		425	0,1
8. Kratkoročni krediti	2.058	20,2	73.455	27,5	107.788	35,8
9. Pasivna vremenska ograničenja	6	0,1	2		128	0,1
10. Kratkoročne obaveze (6 do 9)	6.845	67,3	178.245	66,7	204.789	68,0

U čitavom posmatranom periodu kratkoročna finansijska ravnoteža je drastično pomerena ka kratkoročnim obavezama. Taj duboki poremećaj kratkoročne finansijske ravnoteže možda još bolje ilustruje, podatak da je na 100 dinara likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava otpadalo kratkoročnih obaveza: 359 dinara (krajem 1988.), 346 dinara (krajem 1989.) i 298 dinara (krajem juna 1990.). Pri takvoj kratkoročnoj finansijskoj ravnoteži razumljivo je da je nelikvidnost pravilo, a likvidnost izuzetak. U ovakvoj situaciji likvidnost bi se mogla održavati jedino kada bi rokovi vezanosti kratkoročno vezanih sredstava bili za preko tri puta kraći od rokova dospeća kratkoročnih obaveza, što je zbog tržišnih ograničenja objektivno nemoguće ostvariti.

2.1.2. *Dugoročna finansijska ravnoteža*

Stanje dugoročne finansijske ravnoteže posmatranog preduzeća prikazano je u tabeli na sledećoj strani.

Dugoročna finansijska ravnoteža u čitavom posmatranom razdoblju je drastično pomerena ka dugoročno vezanim sredstvima. Taj duboki poremećaj možda još bolje ilustruje podatak da je svakih 100 dinara dugoročno vezanih sredstava bio pokriven sopstvenim kapitalom i dugoročnim obavezama u iznosu od 40,22 dinara (krajem 1988), 41,29 dinara (krajem 1989) i 41,48 dinara (krajem juna 1990).

O dubini poremećaja dugoročne finansijske ravnoteže možda još bolje govori upoređenje obrtnog fonda i zaliha, pri čemu obrtni fond izražava deo sopstvenog kapitala i deo

DUGOROČNA FINANSIJSKA RAVNOTEŽA

- u 000 dinara

	31. 12. 1988.		31. 12. 1989.		30. 6. 1990.	
	Iznos	% učešća u bilansnoj sumi	Iznos	% učešća u bilansnoj sumi	Iznos	% učešća u bilansnoj sumi
	1	2	3	4	5	6
1. Zalihe	4.974	48,9	101.600	88,0	64.229	21,4
2. Dugoročna finansijska ulaganja	754	7,4	41.816	15,6	41.934	13,9
3. Osnovna sredstva	2.530	24,9	59.298	22,2	79.550	26,4
4. Gubitak			13.212	4,9	46.626	15,5
5. Svega dugoročno vezana sredstva i gubitak (1 do 4)	8.258	81,2	215.926	80,7	232.329	74,2
6. Dugoročne obaveze	1.021	10,0	32.204	12,0	32.499	10,8
7. Trajni (sopstveni) kapital	2.301	22,7	56.953	21,3	63.850	21,2
8. Trajni i dugoročni izvori (6+7)	3.321	32,7	89.157	33,3	96.337	32,0

dugoročnih obaveza koji se koristi za finansiranje trajnih obrtnih sredstava, dok se zalihe uzimaju kao trajno potrebna obrtna

sredstva jer posmatrano preduzeće ima kontinuiran proces proizvodnje i prodaje. Pogledajmo te podatke:

- u 000 dinara

	31.12.1988.	31.12.1989.	30. 6. 1990.
1. Trajni i dugoročni izvori	3.321	89.157	96.337
2. Dugoročno vezana sredstva i gubitak bez zaliha	3.284	114.326	168.110
3. Obrtni fond (1-2)	37	-25.169	-71.773
4. Zaliha	4.974	101.600	64.219
5. Stepen pokrivenosti zaliha obrtnim fondom ($\frac{3}{4} \cdot 100$)	0,7%	0	0

Samo u 1988. godini postojao je obrtni fond u neznatnom iznosu, tako da je njime bilo pokriveno samo 0,7% zaliha. Krajem 1989. i krajem juna 1990. godine obrtni fond je u visokom iznosu negativan, a to znači da su iz kratkoročnih obaveza finansiranje ukupne zalihe i deo osnovnih sredstava, dugoročnih plasmana i deo gu-

bitka iskazanog u aktivu u visini negativnog obrtnog fonda. Pri tako drastično poremećenoj dugoročno finansijskoj ravnoteži prirodno je zapitati se da li su zalihe pokrivene barem kratkoročnim kreditima. Pogledajmo te podatke:

- u 000 dinara

	31.12.1988.	31.12.1989.	30. 6. 1990.
1. Deo osnovnih sredstava dugoročnih plasmana i gubitaka finansiran iz kratkoročnih obaveza	-	25.169	72.773
2. Kratkoročna finansijska ulaganja	19	-	-
3. Zalihe nepokrivenih obrtnim fondom	4.937	101. 600	64.219
4. Svega za pokriće kratkoročnim kreditima (1 do 3)	4.956	126.769	135.992
5. Kratkoročni krediti	2.058	75.455	107.788
6. Nepokriveno kratkoročnim kreditima (4 -5)	2.898	53.314	28.204

Dakle, zalihe nisu pokrivene čak ni kratko-ročnim kreditima u navedenim iznosima, već iz spontanijih obaveza (obaveze prema dobavljačima, prema radnicima, fiskalnim organima i drugim obavezama promptnog karaktera). Otuda je sasvim razumljivo da u takvim okolnostima likvidnost nije moguće održavati.

2.2. Analiza zaduženosti

Zaduženost utiče na sigurnost poverilaca, autonomiju dužnika i rentabilnost, tačnije, na rizik ostvarenja finansijskog rezultata. Ako je zaduženost previsoka, visok je i rizik poverilaca, jer ako gubitak pređe nivo sopstvenog kapitala dužnika (a ta mogućnost je utoliko verovatnija što je sopstveni kapital niži), poverioci ne mogu više naplatiti svoja potraživanja, čak ni iz stečajne mase, prosto zato što je dužnik izgubio sav sopstveni kapital i deo pozajmljenog kapitala u visini razlike između gubitka i sopstvenog kapitala. Otuda potencijalni poverioci vode računa o zaduženosti budućeg dužnika izbegavajući rizične dužnike, a ako ipak pozajme dužniku s niskim sopstvenim kapitalom, pokušavaju da rizik umanje putem hipoteke na nepokretnu imovinu, zaloga pokretne imovine, garancije trećeg lica i na kraju utičući na poslovnu politiku dužnika u smislu njenog usmeravanja ka smanjenju rizika poverilaca. Dabome da takvo ponašanje poverilaca sužava autonomiju dužnika, slobodu odlučivanja i vođenje poslovne i finansijske politike, jer se zahtevi poverilaca moraju uvažavati utoliko više što je sopstveni kapital manji, odnosno što je zaduženost veća.

Sa visinom zaduženosti raste finansijski rizik ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata. Naime, troškovi finansiranja su, u principu, fiksni troškovi i otuda uvek postoji rizik da li će ili neće biti pokriveni. Taj rizik je utoliko veći što je zaduženost veća, jer visina troškova finansiranja zavisi od visine pozajmljenog kapitala i vladajuće kamatne stope na finansijskom tržištu. Otuda je u interesu dužnika da njegova zaduženost bude što manja, jer samo na taj način može smanjiti troškove finansira-

nja s obzirom da na visinu kamatne stope objektivno ne može uticati.

S obzirom na prethodno rečeno prirodno je zapitati: koja je to zaduženost prihvatljiva i za poverioca i za dužnika? Tradicionalno finansijsko pravilo je da odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala bude 1:1, što znači da se preduzeće finansira sa 50% iz sopstvenog kapitala i 50% iz dugova. Moderna, savremena finansijska teorija ne prihvata ovo kruto tradicionalno pravilo jer praksa je pokazala da prihvatljiv odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala zavisi od organskog sastava sredstava, visine vladajuće stope inflacije, rentabilnosti i likvidnosti. Organski sastav sredstava je zapravo odnos osnovnih i obrtnih sredstava i kada su ulaganja u osnovna sredstva visoka, to zahteva pomeranje strukture izvora finansiranja u korist sopstvenog kapitala i obrnuto. Razlog je jednostavan — pri visokom ulaganju u osnovna sredstva visoka je i amortizacija (koja je takođe fiksni trošak) i da bi pri tome bili ukupni fiksni troškovi manji a time i manji rizik ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata, jedini je izlaz u jačanju sopstvenog kapitala i na taj način smanjenju troškova finansiranja. Obrnuto, kad su niska ulaganja u osnovna sredstva, niska je i amortizacija pa tada preduzeće može prihvatiti veće zaduženje a time i veće troškove finansiranja a da se time značajno ne poveća ukupan rizik ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata.

U uslovima visoke inflacije kamatne stope mogu da budu realno negativne (niže od stope inflacije) i realno pozitivne (više od stope inflacije). Ako su kamatne stope realno negativne, poverioci ostvaruju inflatorne gubitke na potraživanjima, zbog čega izbegavaju da pozajmljuju, a to primorava preduzeće da se više finansira iz sopstvenog kapitala jer objektivno ne može pozajmiti. Ako je kamatna stopa realno pozitivna, pri visokoj stopi inflacije ona je previsoka, izaziva visoke troškove finansiranja i ugrožava ostvarenje pozitivnog finansijskog rezultata, pa to opet primorava preduzeće da se više finansira iz sopstvenog kapitala.

Visoka rentabilnost i permanentna likvidnost dozvoljavaju pomeranje strukture kapitala ka pozajmljenom jer to smanjuje rizik poverilaca, sopstveni kapital raste po osnovu pozitivnog finansijskog rezultata a time raste i garantna supstanca; uz to, preduzeće uredno plaća obaveze, što sve uverava poverioce da je dužnikov kreditni bonitet u redu; zbog toga mu rado pozajmljuju i pri tome nemaju razloga da se mešaju u njegovu poslovnu politiku jer se ispravnost te poslovne politike potvrđuje visokom rentabilnošću i permanentnom likvidnošću.

Prethodna izlaganja su pokazala da prihvatljiv nivo zaduženosti determinišu četiri činioca: organski sastav sredstava, visina sto-

pe inflacije, rentabilnost i likvidnost, pri čemu je njihovo dejstvo suprotno: visok organski sastav sredstava i visoka inflacija zahtevaju jačanje sopstvenog kapitala, a visoka rentabilnost i permanentna likvidnost dozvoljavaju pomeranje strukture kapitala u korist pozajmljenog. Otuda je prirodno zapitati se koji su činioci presudni za ocenu prihvatljive zaduženosti. Presudan je organski sastav sredstava i visina vladajuće stope inflacije jer oni imaju primaran uticaj, dok rentabilnost i likvidnost imaju sekundaran uticaj na prihvatljivu strukturu sa stanovišta vlasništva.

Pogledajmo sada strukturu poslovne pasive posmatranog preduzeća:

1. Obaveze po kojima se, po pravilu, ne plaćaju kamate
2. Obaveze po kojima se plaćaju kamate,
- u tome: devizne obaveze
3. Sopstveni kapita
4. Poslovna pasiva (1-3)

u 000 dinara					
31. 12. 1988.		31. 12. 1989.		30.6. 1990.	
Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
3.161	31,1	104.890	39,2	96.576	32,1
4.705	46,3	105.660	39,6	140.712	46,7
79		18.181		18.176	
2.301	22,6	56.953	21,2	63.838	21,2
10.167	100	267.402	100	301.126	100

Dakle, udeo sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi je nizak i s tendencijom smanjenja — 22,6% (1988) i 21,2% (1989. i 1990). Nasuprot tome, udeo obaveza u poslovnoj pasivi je visok i sa tendencijom povećanja. Uz to, u okviru obaveza po kojima se plaća kamata od 1989. godine su naročito značajno povećane devizne obaveze, što u uslovima inflacije izaziva visoke negativne kursne razlike a time i povećanje troškova finansiranja i ugrožavanje ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata.

Prethodna podela obaveza na obaveze po kojima se ne plaćaju kamate i na obaveze po kojima se plaćaju bila bi značajna kod likvidnih preduzeća, jer samo potonje obaveze izazivaju troškove finansiranja i ugrožavaju po tom osnovu ostvarenje pozitivnog

finansijskog rezultata. Kod nelikvidnih preduzeća ta podela gubi značaj, jer i obaveze po kojima se ne plaćaju kamate najčešće prerastaju u obaveze pod kamatom (na primer, zatezne kamate obračunate od strane dobavljača).

Mada i navedeni podaci pokazuju da je posmatrano preduzeće visoko zaduženo, njegova zaduženost je objektivno veća kad se uzme u obzir da mu je raspoloživi sopstveni kapital manji za iskazani gubitak u aktivni. Budući da je iskazan gubitak u aktivni po bilansu 1989. i 30. jun 1990., ako se sopstveni kapital umanjiti za taj gubitak, stvarna zaduženost je:

	- u 000 dinara			
	31. 12. 1989.		30. 6. 1990.	
	Iznos	%	Iznos	%
1. Ukupne obaveze	210.550	82,8	237.288	93,2
2. Sopstveni kapital umanjen za gubitak	43. 741	17,2	12.212	6,8
3. Svega (1+2)	254.291	100	254.500	100

Dakle, struktura izvora finansiranja je 82,8% : 17,2% (31.12.1989), odnosno 93,2% : 6,8% (30. jun 1990) u korist obaveza, što pokazuje da je posmatrano preduzeće neprihvatljivo visoko zaduženo. Sada se može postaviti pitanje: koja bi struktura kapitala bila prihvatljiva? S obzirom na relativno visok organski sastav sredstava posmatranog preduzeća, na četvorocifrenu stopu inflacije u prethodnoj i dvocifrenu stopu inflacije u ovoj godini, svetska iskustva pokazuju da u takvim okolnostima preduzeće raspolaže sa preko 60% sopstvenog kapitala.¹⁴⁴ Dakle, zaduženost posmatranog preduzeća je neuporedivo viša od te normalne pa otuda i enormno visoki rashodi finansiranja.

2.3. Analiza održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala

Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala u uslovima inflacije neophodno je sa stanovišta nesmanjenog fizičkog obima poslovanja, izbegavanja preterane zaduženosti i finansiranja bar proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava. Realna vrednost sopstvenog kapitala održava se ako sopstveni kapital raste po stopi inflacije. Ako se smanji realna vrednost sopstvenog kapitala, preduzeće jednostavno ne može iz sopstvenog kapitala kupiti onu količinu sredstava za rad i predmete rada koju je moglo kupiti pre smanjenja realne vrednosti sopstvenog kapitala. U takvim okolnostima preduzeće je pred alternativom: ili smanjiti fizički obim poslovanja, ili povećati zaduženost. Ni prva ni druga

alternativa nisu prihvatljive. Ako se smanji fizički obim poslovanja (proizvodnje kod proizvodnih preduzeća), zbog negativnog dejstva fiksnih troškova na finansijski rezultat smanjiće se finansijski rezultat. Ako se poveća zaduženost povećaće se rashodi finansiranja, što će opet smanjiti finansijski rezultat a uz to smanjiće se autonomija, odnosno povećati zavisnost od poverilaca. Najzad, ako se smanji realna vrednost sopstvenog kapitala, prosta reprodukcija se ne može finansirati iz sopstvenih sredstava, a to dovodi u pitanje i kreditni bonitet, što ugrožava mogućnost zaduženja radi finansiranja proste reprodukcije.

Smanjena realna vrednost sopstvenog kapitala ne mora se u momentu smanjenja odraziti na smanjenje fizičkog obima poslovanja, odnosno na povećanje zaduženosti. Ako je sopstveni kapital uložen u osnovna sredstva tek kod zamene tih osnovnih sredstava, znači u trenutku njihove dotrajalosti, pokazaće se da raspoloživi sopstveni kapital nije dovoljan da se kupe nova osnovna sredstva radi zamene dotrajalih. Suprotno tome, kada je sopstveni kapital uložen u zalihe paralelno sa smanjenjem realne vrednosti sopstvenog kapitala, pokazaće se da se utrošene zalihe ne mogu obnoviti u nesmanjenom fizičkom obimu bez dodatnog zaduženja.

Realna vrednost sopstvenog kapitala održava se po osnovu efekata revalorizacije pripisanih sopstvenom kapitalu i po osnovu povećanja sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata pripisanog sopstvenom kapi-

144 Vidi o tome: Hans Janberg, *Finanzirungshandbuch*, Gabler, Wiesbaden, 1964, str. 69 i 144.

tal. Kada bi bilansiranje u uslovima inflacije imalo za vrhunski cilj održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala, sopstveni kapital bi po osnovu efekata revalorizacije rastao tačno po stopi inflacije, realna vrednost bi se održavala putem revalorizacije, a uvećavanje sopstvenog kapitala po osnovu finansijskog rezultata predstavljalo bi njegovo realno povećanje kao i u uslovima stabilne novčane jedinice.

Ocena održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala zasniva se na upoređenju indeksa neto sopstvenog kapitala (neto

sopstveni kapital ravan je razlici između sopstvenog kapitala iskazanog u pasivi i gubitka iskazanog u aktivu), računatog iz odnosa neto sopstvenog kapitala iskazanog u poslednjem i u preposlednjem bilansu, i indeksa cena na malo kao opšteprihvaćenog merila inflacije, računatog iz odnosa meseca u kom je sačinjen poslednji bilans i meseca u kome je sačinjen preposlednji bilans. Pogledajmo sada indeks neto sopstvenog kapitala posmatranog preduzeća i indeks cena na malo:

u 000 dinara			
	31. 12. 1988.	31. 12. 1989.	30. 6. 1990.
	Iznos	Iznos	Iznos
1. Neto sopstveni kapital	2.301	43.741	17.212
2. Indeks neto sopstvenog kapitala		1.894	39
3. Indeks cena na malo		2.762 *	174 **

.*decembar 1989. prema decembru 1988. godine

**jun 1990. prema decembru 1989. godine.

Realna vrednost neto sopstvenog kapitala pala je 1989. godine za 869 indeksnih poena, odnosno za 31,4%, a u 1990. godini za 135 indeksnih poena, odnosno za 75,4%. Tako drastičan pad realne vrednosti neto sopstvenog kapitala imaće dugoročno negativne posledice po održavanje fizičkog obima poslovanja u nesmanjenom obimu, po zaduženost i reproduktivnu sposobnost.

2.4. Analiza reproduktivne sposobnosti

Reproduktivna sposobnost je zapravo sposobnost preduzeća da iz sopstvenih sredstava finansira reprodukciju, pri čemu razlikujemo sposobnost finansiranja proste reprodukcije i finansiranja proširene reprodukcije. Preduzeće je sposobno da finansira prostu reprodukciju ako iz sopstvenih sredstava može obnoviti dotrajala osnovna sredstva i utrošene stalne zalihe u nesmanjenom fizičkom obimu, a sposobno je da finansira iz sopstvenih sredstava i proširenu reprodukciju

ako ima sopstvena sredstva dovoljna ne samo za obnavljanje dotrajalih osnovnih sredstava i utrošenih stalnih zaliha već i za nabavku novih osnovnih sredstava i novih stalnih zaliha, što povećava obim poslovanja. Reproductivna sposobnost uslovljena je strukturom osnovnih sredstava sa stanovišta roka trajanja, dužinom amortizacionog perioda osnovnih sredstava, racionalnošću upravljanja zalihama, visinom finansijskog rezultata, visinom obaveznih dugoročnih ulaganja u našim uslovima, visinom osnivačkog sopstvenog kapitala i održavanjem realne vrednosti sopstvenog kapitala u uslovima inflacije.

U uslovima kada su rokovi trajanja osnovnih sredstava razudeni, zamena osnovnih sredstava vrši se u različitim periodima a, nasuprot tome, novčana sredstva po osnovu amortizacije sadržane u prodajnoj ceni prodatih proizvoda pritiču kontinuirano. To preduzeću omogućuje, ako novčana sredstva po osnovu amortizacije nisu upotrebljena za otplatu glavnice dugoročnih obaveza

ili za obavezne dugoročne plasmane, da ostvaruje više novčanih sredstava po osnovu amortizacije nego što dospe osnovnih sredstava za zamenu. Ako preduzeće odredi amortizacioni period kraći od roka trajanja osnovnih sredstava priliv novčanih sredstava, po osnovu amortizacije biće još veći nego što dospeva osnovnih sredstava za zamenu. Ako preduzeće racionalno upravlja zaliham, smanjuje se broj dana vezivanja zaliha a time smanjuje i obim stalnih zaliha. Manji obim stalnih zaliha zahteva i manji obim kapitala za njihovo finansiranje, čime se oslobađa kapital za ulaganje u osnovna sredstva.

Što je veći deo finansijskog rezultata pripisan sopstvenom kapitalu, veća je mogućnost za nova ulaganja u osnovna sredstva i stalne zalihe, naravno, ako se porast sopstvenog kapitala ne koristi za supstituciju otplaćene glavnice dugoročnih obaveza. Ako su visoka obavezna dugoročna ulaganja, novčana sredstva po osnovu amortizacije i akumulacije plasiraju se u ta ulaganja, što smanjuje sredstva za finansiranje reprodukcije u okviru preduzeća.

Što je viši osnivački kapital preduzeća to je niži dugoročno pozajmljeni kapital u momentu osnivanja, a ukoliko je niži dugoročno pozajmljeni kapital u momentu osnivanja preduzeća, to će se tokom njegove otplate lakše izvršiti njegova supstitucija povećanjem sopstvenog kapitala iz finansijskog rezultata, pri čemu ta supstitucija sa stanovišta održavanja dugoročne finansijske ravnoteže mora da bude u momentu otplate glavnice ako je dugoročno pozajmljeni kapital uložen u stalne zalihe ili osnovna sredstva koja se ne mobilizuju (zemljište, na pr.); a ako je dugoročno pozajmljeni kapital uložen u osnovna sredstva koja se amortizuju, u toku njihovog amortizacionog perioda supstitucija mora da bude u visini razlike između dospele glavnice i amortizacije a na kraju veka trajanja osnovnog sredstva sa stanovišta reprodukcije supstitucija mora da bude potpuna.

Ako se u uslovima inflacije ne održava realna vrednost sopstvenog kapitala, deo sop-

stvenog kapitala uložen u stalne zalihe neće biti dovoljan da se obnove utrošene zalihe već kod prve ponovne nabavke, a deo sopstvenog kapitala uložen u osnovna sredstva neće biti dovoljan da se obnove dotrajala osnovna sredstva u momentu njihove nabavke. Pogledajmo sada na sledećoj strani podatke o reproduktivnoj sposobnosti posmatranog preduzeća.

Podaci iz tabele pokazuju:

- da su neto sredstva za reprodukciju u čitavom posmatranom periodu negativna (sa znakom minus),
- da zalihe u celini nisu pokrivene obrtnim fondom,
- da je stopa otpisanosti opreme izrazito visoka, što upućuje na zaključak da postoji i deo opreme čiji je vek trajanja istekao pa je treba zameniti.

Sve to upućuje na nedvosmislen zaključak da je posmatrano preduzeće reproduktivno nesposobno, tačnije, sopstvenim sredstvima ne može finansirati ni prostu reprodukciju. Kada bi obrtni fond bio veći od zaliha, razlika među njima mogla bi se uložiti u zamenu dotrajalih osnovnih sredstava a da dugoročna finansijska ravnoteža ostane na normali — jednakost između dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročne obaveze — koja je neophodna za stvaranje uslova za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja. Da li bi preduzeće u takvim okolnostima bilo sposobno da iz sopstvenih sredstava finansira prostu ili možda i deo proširene reprodukcije, zavisi od visine razlike između obrtnog fonda i zaliha i nabavne vrednosti osnovnih sredstava koja se nabavljaju radi zamene dotrajalih. Ako je razlika između obrtnog fonda i zaliha manja od nabavne vrednosti osnovnih sredstava koja se nabavljaju radi zamene dotrajalih, preduzeće nema dovoljno sredstava da finansira prostu reprodukciju iz sopstvenih sredstava; ako su te dve veličine jednake, preduzeće je sposobno da finansira prostu

REPRODUKTIVNA SPOSOBNOST

- u 000 dinara

	31. 12. 1988.	31. 12. 1989.	30. VI 199
1. Akumulacija	54		
2. Amortizacija	108	2.606 *	2.405 *
3. Naplaćena glavica dugoročnih plasmana		1	32
4. Efekti revalorizacije nadoknađeni iz ukupnog prihoda	1.703		
5. Naplaćena revalorizaciona kamata	167 **		
6. Plaćena revalorizaciona kamata	2.818 **		
7. Bruto sredstva za reprodukciju (1+2+3+4+5-6)	-786	2.607	2.437
8. Dati obavezni zajmovi	15	261	38
9. Otplaćena glavica dugoročnih kredita	17	2.569	3.136
10. Neto sredstva za reprodukciju (7-8-9)	-818	-223	-731
11. Zalihe	4.974	101.600	64.219
12. Obrtni fond	37	-25.169	-71.773
13. Pokrivenost zaliha obrtnim sredstvima $\left(\frac{12}{11} \cdot 100\right)$	0,7%	0	0
14. Nabavna vrednost opreme	4.076	214.675	237.715
15. Ispravka vrednosti opreme	3.790	155.376	158.165
16. Stepen otpisanosti opreme $\left(\frac{15}{14} \cdot 100\right)$	93,0%	72,4%	66,5%

* Revalorizacija amortizacije uključena je u amortizaciju.

** U 1988. godini naplaćeni deo revalorizacione kamate povećao je sredstva za reprodukciju a plaćeni deo revalorizacione kamate smanjio sredstva za reprodukciju zato što ove kamate tada nisu bile uključene u bilans uspeha već u podbilans revalorizacionih

reprodukciju iz sopstvenih sredstava i, naravno, ako je razlika između obrtnog fonda i zaliha veća od nabavne vrednosti osnovnih sredstava koja se nabavljaju radi zamene do-

trajalih, preduzeće razliku između te dve veličine može upotrebiti za finansiranje proširene reprodukcije.

*

*

Analiza ostvarenja finansijskog rezultata pokazala je da se posluje s gubitkom a analiza finansijskog položaja pokazala je da je finansijski položaj u svim njegovim segmentima loš. Te dve stvari su čvrsto međusobno povezane, među njima postoji negativna interakcija — gu-bitak pogoršava finansijski položaj, loš finansijski položaj izaziva gubitak. Otuda se pri sanaciji mora poći od saniranja finansijskog

*

položaja i izlaska iz zone gubitaka, o čemu će biti reči u narednom poglavlju.

3. PREDLOG SANACIJE

Predlog sanacije treba da utvrdi otvorene i skrivene gubitke, ispita mogućnost poboljšanja finansijskog položaja prestrukturiranjem sredstava i izvora finansiranja, predloži sanacioni bilans i ispita mogućnost ostvare-

nja pozitivnog finansijskog rezultata posle sanacije.

3.1. Utvrđivanje otvorenih i skrivenih gubitaka

Otvoreni gubitak je, u stvari, iskazani gubitak u aktivi, time je on i otkriven i kvantificiran. Skriveni gubici se javljaju u okviru:

- osnovnih sredstava,
- zaliha,
- potraživanja (dugoročnih i kratkoročnih),
- hartija od vrednosti,
- aktivnih vremenskih razgraničenja i
- obaveza.

Njih, naravno, nije moguće otkriti posmatranjem bilansa stanja već pomnom analizom knjigovodstvenih računa i konsultovanjem sa odgovarajućim stručnjacima o upotrebnoj vrednosti osnovnih sredstava i zaliha i o likvidnosti odnosno solventnosti dužnika.

U okviru osnovnih sredstava treba utvrditi ona osnovna sredstva koja iz bilo kojih razloga nemaju više upotrebnu vrednost a nisu u potpunosti otpisana. Sva takva osnovna sredstva u visini neotpisane vrednosti predstavljaju skriveni gubitak.

U okviru svih vrsta zaliha treba prvo za svaku pojedinačnu vrstu zaliha uporediti knjigovodstvenu cenu (nabavnu cenu odnosno cenu koštanja) sa vladajućom tržišnom cenom. Ako je vladajuća tržišna cena niža od knjigovodstvene cene, razlika među njima pomnožena količinom predstavlja skriveni gubitak. Osim toga, nužno je za zalihe sirovina, materijala, rezervnih delova, sitnog inventara na zalihi, poluproizvoda i gotovih proizvoda i trgovačke robe utvrditi starosnu strukturu. Sve vrste ovih zaliha koje su starije od godinu dana treba posebno preispitati zajedno sa odgovarajućim stručnjacima u smislu zaš-

to se te zalihe tako dugo zadržavaju u skladištu¹⁴⁵ i kolika je njihova stvarna upotrebna vrednost bilo da će se upotrebiti za reprodukciju (sirovine, materijal, rezervni delovi i poluproizvodi), bilo da će se prodati. Sve razlike između knjigovodstvene vrednosti i upotrebne vrednosti takvih zaliha predstavljaju skriveni gubitak.

U okviru potraživanja uzimaju se u obzir sva potraživanja koja nisu naplaćena u roku dospeća. Potom se preispituje razlog kašnjenja naplate, koji može da bude usled osporavanja potraživanja od strane dužnika ili usled nelikvidnosti dužnika, i procenjuje sa odgovarajućim stručnjacima koliko će se najverovatnije morati otpisati bilo što je dužnik u pravu u pogledu osporavanja potraživanja ili je usled nelikvidnosti pred stečajem. Svi ti procenjeni otpisi predstavljaju skrivene gubitke.

U okviru hartija od vrednosti izdvajaju se dospele a nenaplaćene hartije od vrednosti a zatim se procenjuju mogućnosti njihove naplate s obzirom na pravni osnov važnosti takve hartije od vrednosti i likvidnost trasata. Sve hartije od vrednosti koje se neće moći naplatiti, bilo zbog jednog ili drugog, su skriveni gubici u okviru hartija od vrednosti.

U okviru aktivnih vremenskih razgraničenja svaki analitički račun treba preispitati. Ako je u njemu knjižen unapred plaćeni trošak, ocenjuje se da li je taj trošak već trebalo ukalkulisati; ako ga je trebalo ukalkulisati, to predstavlja skriveni gubitak. Ako je na računu iskazan unapred obračunati prihod, ocenjuje se da li ima pravnih osnova da se to fakturiše dužniku; ako nema osnova ili je dužnik u međuvremenu likvidirao, to predstavlja skriveni gubitak. Na ovim računima često se zbog knjigovodstvene aljkavosti, ne-

145 U jednom preduzeću utvrđene su zalihe gotovih proizvoda stare čak 3 godine i, pošto se radilo o prehrambenim proizvodima, njihov je rok upotrebe prošao. U drugom preduzeću utvrđeni su rezervni delovi stari 5 godina koji nikad neće biti upotrebljeni jer je u međuvremenu oprema promenjena.

sredenosti i neažurnosti vode i drugi izdaci (na primer, manjkovi, neusaglašena potraživanja, nepovezane isplate sa obavezama i sl.), na šta treba posebno obratiti pažnju prilikom utvrđivanja skrivenih gubitaka.¹⁴⁶

Nisu retki slučajevi da su obaveze potcenjene bilo zato što namerno nije knjižena neka obaveza (na primer, obračunata kamata na dugove), bilo zato što je poverilac propustio da dostavi dužniku zaduženje, bilo zato što je preduzeće propustilo da obračuna obaveze (porez, na primer) ili je, pak, potcenilo obavezu prema inostranom poveriocu primenjujući niži kurs od vladajućeg kursa valute u kojoj je iskazana obaveza na dan bilansiranja. Zbog toga je nužno proveriti ispravnost procene obaveza, jer sve potcenjene obaveze predstavljaju takođe skriveni gubitak.

Kod posmatranog preduzeća nisu utvrđeni skriveni gubici, dok otvoreni gubitak (gubitak iskazan u aktivu) iznosi 46.626 dinara.

3.2. Ispitivanje mogućnosti poboljšanja finansijskog položaja prestrukturiranjem sredstava i izvora finansiranja

Ova ispitivanja obuhvataju: ispitivanje mogućnosti smanjenja glavnih oblika obrtnih sredstava putem smanjenja broja dana vezivanja i mogućnosti povećanja glavnih oblika spontanih izvora putem povećanja broja dana raspoloživosti; ispitivanje mogućnosti smanjenja osnovnih sredstava i dugoročnih i kratkoročnih plasmana putem prodaje, odnosno naplate; ispitivanje mogućnosti reprogramiranja dugoročnih obaveza i konverzije kratkoročnih u dugoročne obaveze; ispitivanje mogućnosti prodaje dela

preduzeća i ispitivanje mogućnosti pribavljanja deoničarskog kapitala.

Ispitivanje mogućnosti smanjenja glavnih oblika obrtnih sredstava putem smanjenja broja dana vezivanja i povećanja glavnih oblika spontanih izvora putem povećanja broja dana raspoloživosti. Ova ispitivanja započinju utvrđivanjem broja dana vezivanja glavnih oblika obrtnih sredstava — primljenih hartija od vrednosti od kupaca, potraživanja od kupaca, datih avansa dobavljačima, zaliha materijala, zaliha sitnog inventara, zaliha nezavršene proizvodnje, zaliha poluproizvoda, zaliha gotovih proizvoda, zaliha trgovačke robe — i broja dana raspoloživosti glavnih oblika spontanih izvora finansiranja — datih hartija od vrednosti dobavljačima, obaveza prema dobavljačima i primljenih avansa od kupaca. Broj dana vezivanja glavnih oblika obrtnih sredstava utvrđuje se bar za dve do tri poslednje godine tako što se prosečan saldo množi sa 365 (broj dana u godini) i deli efektom (zbir potražne strane knjigovodstvenih računa pomenutih oblika obrtnih sredstava), a broj dana raspoloživosti glavnih oblika spontanih izvora finansiranja utvrđuje se takođe za dve do tri poslednje godine množenjem prosečnog salda sa 365 i deljenjem efektom (zbir dugovne strane navedenih oblika spontanih izvora finansiranja). Pri tome, kod primljenih hartija od vrednosti, potraživanja od kupaca, datih avansa dobavljačima, datih hartija od vrednosti dobavljačima, obaveza prema dobavljačima, obaveza po primljenim avansima od kupaca, da bi se utvrdio što tačniji broj dana vezivanja, odnosno broj dana raspoloživosti, prosečan saldo se utvrđuje na osnovu salda posle svakog knjiženja na ovim računima. Ovo zato što su, po pravilu, česte promene salda na ovim računima u toku meseca pa

146 Jedno preduzeće vodilo je na aktivnim vremenskim računima 1.234 miliona dinara neusaglašenih potraživanja i nepovezanih isplata sa obavezama.

utvrđeni broj dana vezivanja, odnosno broj dana raspoloživosti na osnovu prosečnog mesečnog salda ne bi bio tačan. Ako je preduzeće često bilo nelikvidno u posmatranom periodu, utvrđeni broj dana raspoloživosti glavnog oblika spontanih izvora finansiranja na opisani način neće biti tačan zato što se ove obaveze nisu plaćale u dogovorenim rokovima. Zbog toga u takvim okolnostima broj dana raspoloživosti glavnih oblika spontanih izvora treba utvrditi na bazi ponderisanog roka isplate na osnovu ugovora. To se čini tako što se sačini spisak ugovora u kome se iskazuje ugovorena vrednost i ugovoreni broj dana roka isplate. Potom se ugovorena vrednost množi brojem ugovorenog dana plaćanja. Zbir tog umnoška podeljen zbirom ugovorene vrednosti daje prosečan broj dana ugovorenog roka isplate, odnosno broj dana raspoloživosti. Isto tako, ako je vršen eskont primljenih hartija od vrednosti od kupaca, utvrđeni broj dana vezivanja na osnovu prosečnog salda i efekta nije tačan. U takvim okolnostima broj dana vezivanja primljenih hartija od vrednosti od kupaca treba utvrditi na bazi ugovora, po postupku koji se primenjuje za spontane izvore finansiranja.

Kada je utvrđen broj dana vezivanja glavnih oblika obrtnih sredstava, odnosno broj dana raspoloživosti glavnih oblika spontanih izvora finansiranja, pristupa se preispitivanju mogućnosti smanjenja broja dana vezivanja glavnih oblika obrtnih sredstava i povećanja broja dana raspoloživosti glavnih oblika spontanih izvora finansiranja. Tome preispitivanju mnogo bi doprinelo upoređenje broja dana vezivanja glavnih oblika obrtnih sredstava i broja dana raspoloživosti glavnih oblika spontanih izvora finansiranja ako bi bilo moguće utvrditi broj dana vezivanja, odnosno broj dana raspoloživosti kod konkurencije, jer bi u tom slučaju, ako je kod

konkurencije manji broj dana vezivanja obrtnih sredstava a veći broj dana raspoloživosti spontanih izvora finansiranja nego kod preduzeća, predstavnici nabavne, proizvodne i prodajne funkcije bili primorani da dokažu zašto oni ne mogu da ostvare ono što konkurencija ostvaruje. No ili sa upoređenjem, ili bez upoređenja sa konkurencijom, nužno je sa predstavnicima pomenutih funkcija utvrditi objektivno koliki broj dana vezivanja treba da bude za svaki glavni oblik obrtnih sredstava i koliki broj dana raspoloživosti treba da bude za svaki glavni oblik spontanih izvora finansiranja. Pri tome treba uzeti u obzir položaj gotovog proizvoda na tržištu, položaj materijala na tržištu, sinhronizaciju nabavke i utroška materijala,¹⁴⁷ koliko objektivno s obzirom na vrstu proizvodnje i pogonsku spremnost traje proces proizvodnje, sinhronizaciju proizvodnje i prodaje, kao i sve druge relevantne okolnosti. Što se više uspe smanjiti broj dana vezivanja primljenih hartija od vrednosti od kupaca, potraživanja od kupaca i datih avansa dobavljačima i povećati broj dana raspoloživosti obaveza po datim hartijama od vrednosti dobavljačima, obaveza prema dobavljačima i obaveza po primljenim avansima od kupaca, utoliko će se pre stvoriti uslovi da se u oblasti kratkoročne finansijske ravnoteže omogućiti održavanje likvidnosti. Što se više uspe smanjiti broj dana vezivanja zaliha, utoliko će se više smanjiti zalihe a time i stalne zalihe, što će doprineti poboljšanju dugoročne finansijske ravnoteže a time i uslovima održavanja likvidnosti po osnovu dugoročnog finansiranja.

Kad se na opisani način utvrdi mogući broj dana vezivanja glavnih oblika obrtnih sredstava, utvrđuje se koliko se prosečno može smanjiti svaki oblik obrtnih sredstava kod koga je utvrđen mogući broj dana vezi-

147 U jednom preduzeću je utvrđeno da je u februaru nabavljeno 180 tona materijala a do kraja godine nije utrošen nijedan kilogram.

vanja manji od ostvarenog broja dana vezivanja u tekućoj godini po sledećem postupku:

1. Efekat tekuće godine
2. Mogući broj dana vezivanja
3. Prosečan iznos angažovanja pri ostvarenju mogućeg broja dana vezivanja $\left(\frac{1 \cdot 2}{365}\right)$
4. Ostvaren prosečni iznos angažovanja
5. Smanjenje prosečnog iznosa angažovanja (4 — 3)

Isto tako, na osnovu utvrđenog mogućeg broja dana raspoloživosti glavnih oblika spontaniz izvora finansiranja utvrđuje se koliko se prosečno može povećati svaki oblik spontanog izvora kod koga je utvrđen mogući broj dana raspoloživosti veći od ostvarenog broja dana raspoloživosti po sledećem postupku:

1. Efekat tekuće godine
2. Mogući broj dana raspoloživosti
3. Prosečan iznos raspoloživosti pri ostvarenju mogućeg broja dana raspoloživosti $\left(\frac{1 \cdot 2}{365}\right)$
4. Ostvareni prosečni iznos raspoloživosti
5. Povećanje prosečnog iznosa raspoloživosti (3 — 4)

Ispitivanje mogućnosti prodaje osnovnih sredstava i prevremene naplate dugoročnih i kratkoročnih plasmana. Prodati se može osnovno sredstvo samo ako se njegovim otuđenjem neće ugroziti proces poslovanja. Toga radi, najpre treba utvrditi zajedno sa proizvodnom, nabavnom i prodajnom funkcijom i upravom preduzeća postoje li takva osnovna sredstva, mogu li se prodati i po kojoj ceni. Za iznos neotpisane vrednosti osnovnog sredstva smanjiće se dugoročno vezana osnovna jer će se prodajna vrednost knjižiti u korist prihoda a neotpisana vrednost na teret rashoda. Time će se, dakako, popraviti dugoročna finansijska ravnoteža.

Ako se može skratiti rok naplate dugoročnih plasmana ili ako se mogu prodati deonice kupljene od drugih preduzeća i banaka, dugoročni plasmani će se smanjiti, što će takođe popraviti dugoročnu finansijsku ravnotežu. Zbog toga s finansijskom funkcijom i dužnicima treba ispitati ovu mogućnost.

Ako se mogu skratiti rokovi naplate kratkoročnih plasmana, kratkoročni plasmani će

se smanjiti, što će delovati na poboljšanje kratkoročne finansijske ravnoteže.

Ispitivanje reprogramiranja dugoročnih obaveza i konverzije kratkoročnih u dugoročne obaveze. Ako bi se reprogramirale dugoročne obaveze a kratkoročni krediti konvertovali u dugoročne, to bi popravilo dugoročnu finansijsku ravnotežu. Ako bi se dugoročne obaveze i kratkoročni krediti u celini ili jednim delom transformisali u trajne uloge ili u deonice, tada bi se ne samo popravila dugoročna finansijska ravnoteža već bi se i struktura pasive promenila u korist sopstvenog kapitala, naravno, uz uslov da se naknada za trajne uloge naplaćuje iz neto dobitka. Otuda obe mogućnosti treba ispitati zajedno s finansijskom funkcijom i poveriocima.

Ispitivanje mogućnosti prodaje dela preduzeća. Ako postoji deo preduzeća (pogon, restoran društvene ishrane, odmaralište, stovarište, servis, napr.) čije otuđenje ne bi ugrozilo obavljanje osnovne delatnosti, treba ispitati postoji li mogućnost da se sa stanovišta tražnje proda taj deo preduzeća i, ako postoji, kako će se prodaja odraziti na dugoročnu i kratkoročnu finansijsku ravnotežu.

Ispitivanje mogućnosti povećanja deoničarskog kapitala. Kad je deoničarsko društvo u lošem finansijskom položaju a ostvaruje pozitivan finansijski rezultat, finansijski položaj se može popraviti:

- akumuliranjem dividende na preferencijalne deonice, i eventualno, njenim konvertovanjem u obične deonice,
- neobračunavanjem dividende na obične deonice ili njenim konvertovanjem u dividendne deonice i
- emitovanjem nove serije deonice.

Budući da je preduzeće u lošem finansijskom položaju, po pravilu, njegove deonice se ne kotiraju na berzi (tržištu hartija od vrednosti). Otuda sa postojećim deoničarima treba postići dogovor o akumulaciji dividende na preferencijalne deonice, o neobračunavanju dividende na obične deonice ili njenim konver-

tovanjem u dividendne deonice, o otkupu nove serije deonica od strane postojećih deoničara i radnika preduzeća. Za ove potonje, naravno, treba postići dogovor s radnicima preduzeća.

Naša društvena preduzeća takođe mogu pribaviti deoničarski kapital, pri čemu se, dakako, transformišu u mešovita preduzeća. Budući da je društveno preduzeće u lošem finansijskom položaju, ono ne može dobiti saglasnost Savezne komisije u skladu sa Zakonom o hartijama od vrednosti („Službeni list SFRJ“, br. 64/89) da emituje deonice koje će se kotirati na berzi, ali može emitovati deonice internog karaktera koje će otkupiti radnici. Iskustvo Sjedinjenih Američkih Država pokazuje da oko 8.000 preduzeća čiji su vlasnici deonica radnici uspešno posluju i da su neka od njih dostigla ugled (Rent a car, na primer), a mnoga od njih postala su deoničarska društva upravo kada su bila pred stečajem. Iz straha da ne ostane bez posla, radnik je spreman da do krajnjih granica ograniči ličnu potrošnju da bi stvorio što veću uštedevinu i da je uloži u deonice svoga preduzeća. A kad postane suvlasnik preduzeća, radnik ima novi snažan motiv za uspeh i napredak preduzeća jer time ne samo zadržava radno mesto u njemu već i uvećava svoj kapital po osnovu dividende. Otuda ovu mogućnost treba seriozno ispitati putem dogovora s radnicima.

Naša društvena preduzeća prehrambene industrije imaju potencijalno veliku šansu da se transformišu u mešovita preduzeća ako seljake, koji su dobavljači tih preduzeća, privole

da postanu njihovi deoničari. Seljaci su radi svoje perspektive zainteresovani da imaju svoje prerađivačke kapacitete (industriju mesa, industriju mleka, industriju za preradu voća, industriju šećera, industriju ulja, industriju za preradu povrća, na primer) jer tako mogu prodati i finalizirati svoje proizvode, pa otuda nema razloga da otkupom deonica takvih preduzeća ne postanu njihovi suvlasnici. Time se istovremeno olakšava rešenje dva problema: prvo, seljaci će nastojati da obim svoje proizvodnje podese prema potrebama iskorišćenja realnog kapaciteta njihovog preduzeća, što će maksimirati neto dobitak a time i dividendu, i drugo, između preduzeća i seljaka lakše se dolazi do sporazuma o cenama poljoprivrednih sirovina, jer je seljak svestan da ako je niža cena, biće viša dividenda i obrnuto. Vlasnici velikog dela prehrambene industrije u Danskoj su seljaci (farmeri) i upravo zahvaljujući tome ta preduzeća su vrlo uspešna. Zbog toga naša društvena preduzeća prehrambene industrije moraju uložiti napore, pre svega korektnim odnosom prema seljacima, da privole seljake da postanu njihovi deoničari, što, dakako, ne isključuje mogućnost i radnika tih preduzeća da postanu deoničari.

Najzad, ako se društveno preduzeće transformiše u mešovito, potencijalni deoničari, osim radnika, mogu da budu svi njegovi poverioci i svi njegovi dužnici, pa otuda je nužan kontakt i s njima kako bi se identifikovao njihov interes.

*

*

*

Nakon opisanih ispitivanja nužno je napraviti sintezu promena strukture sredstava i izvora finansiranja koja će se uzeti u obzir pri sačinjavanju sanacionog bilansa. Kod posmatranog preduzeća utvrđeno je da jedino postoji mogućnost smanjenja dugoročnih plasmana u iznosu od 26.395 hiljada dinara po osnovu prodaje deonica kupljenih od banke, što će biti uze-

to u obzir pri sačinjavanju sanacionog bilansa u narednom odeljku.

3.3. Projekcija sanacionog bilansa

Sve prethodne analize upućuju na zaključak da sanaciju posmatranog preduzeća treba izvesti tako:

- da se uspostavi finansijska ravnoteža (du-

goročna i kratkoročna) i time stvore uslovi za permanentno održavanje likvidnosti,

- da se smanji zaduženost na nivo koji odgovara organskom sastavu preduzeća i vladajućoj stopi inflacije i
- da se omogući izlazak iz zone gubitka, odnosno obezbedi ostvarenje pozitivnog finansijskog rezultata.

U skladu s navedenim, polazeći od oficijelnog bilansa na dan 30. juna 1990. godine izvršena je projekcija sanacionog bilansa u više varijanti sa ciljem da se omogući izbor najprihvatljivije. Projekcija sanacionog bilansa izgleda ovako:

- u 000 dinara

	Projekcija sanacionog bilansa				
	Bilans stanja 30.VI 1990	1. varijanta	2. varijanta	3. varijanta	4. varijanta
1. Novac i hartije od vrednosti	3.907	3.907	3.907	3.907	17.206
2. Kratkoročna potraživanja iz poslovnih sredstava	64.137	64.137	64.137	64.137	64.137
3. Aktivna vremenska razgraničenja	753	753	753	753	753
4. Zalihe	64.219	64.219	64.219	64.219	64.219
5. Dugoročna finansijska ulaganja	41.934	41.934	41.934	41.934	28.635
6. Osnovna sredstva	79.550	79.550	79.550	79.550	79.550
7. Gubitak	46.626				
8. Poslovna aktiva (1 do 7)	301.126	254.500	254.500	254.500	254.500
9. Dobavljači	57.380	42.475	42.475	42.475	42.475
10. Ostale kratkoročne obaveze iz poslovnih odnosa	39.493	39.493	39.493	39.493	39.493
11. Pasivna vremenska razgraničenja	128	128	128	128	128
12. Kratkoročni krediti	107.788	79.788			
13. Dugoročni krediti u zemlji	14.323	10.602	90.390		
14. Dugoročni krediti u inostranstvu	18.176	18.176	18.176	18.176	18.176
15. Trajni ulozi				90.390	90.390
16. Sopstveni (trajuni) kapital	63.838	63.838	63.838	63.838	63.838
17. Poslovna pasiva (9 do 16)	301.126	254.500	254.500	254.500	254.500

Varijanta 1. sanacionog bilansa. Po ovoj varijanti predlaže se otpis obaveza u visini gubitka iskazanog u aktivi:

	u 000 dinara
- Obaveze prema dobavljačima	14.905
- Obaveze po kratkoročnim kreditima	28.000
- Obaveze po dugoročnim kreditima u zemlji	10.602
- Svega:	46.626

što čini 26% od bilansiranih ovih obaveza 30. juna 1990. godine.¹⁴⁸

Ako bi se ova varijanta prihvatila, stanje finansijske ravnoteže prikazano je na prvoj tabeli na narednoj strani.

Navedeni podaci pokazuju da je finansijska ravnoteža i dalje kardinalno poremećena — kratkoročna finansijska ravnoteža je pomerana ka obavezama a dugoročna finansijska ravnoteža je pomerana ka dugoročno vezanim sredstvima — i da stoga nije moguće postići i održavati likvidnost.

¹⁴⁸ Otpis dela obaveza po dugoročnom kreditu iz inostranstva nije uzet u obzir zbog toga što za taj kredit garantuje treće lice (banka) pa stoga poverilac nema razloga da prihvati delimični otpis.

- u 000 dinara

1. Likvidna i kratkoročna vezana sredstva	68.797	1. Kratkoročne obaveze	161.884
2. Dugoročno vezana sredstva	185.703	2. Sopstveni kapital i dugoročne obaveze	92.616
3. Poslovna sredstva (1+2)	254.500	3. Poslovna pasiva (1+2)	254.500

Učešće sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi bilo bi 25,1%, što je veoma nisko, odnosno, ostala bi i dalje prevelika zaduženost sa svim negativnim posledicama.

Zbog svega rečenog varijanta 1. (otpis obaveza u visini gubitka) ne bi bila dovoljna za sanaciju finansijskog položaja.

Varijanta 2. sanacionog bilansa. Ova varijanta, pored otpisa iz varijante 1., predlaže i konverziju kratkoročnih u dugoročne kredite u punom preostalom iznosu od 79.788 hiljada dinara sa ciljem da se poboljša finansijska ravnoteža.

Ako bi se usvojila ta konverzija, stanje finansijske ravnoteže bi bilo:

- u 000.dinara

1. Likvidna i kratkoročno vezana sredstva	68.797	1. Kratkoročne obaveze	82.096
2. Dugoročno vezana sredstva	185.703	2. Sopstveni kapital i dugoročne obaveze	172.404
3. Poslovna aktiva (1+2)	254.500	3. Poslovna pasiva (1+2)	254.500

Dakle, finansijska ravnoteža bi se bitno popravila, ali se još uvek ne bi uspostavila — kratkoročna finansijska ravnoteža je i dalje pomerena ka obavezama a dugoročna finansijska ravnoteža je pomerena ka sredstvima — što bi otežavalo održavanje likvidnosti. Uz to, zaduženost bi i dalje bila visoka jer sopstveni kapital učestvuje u poslovnoj pasivi, kao i kod varijante 1, sa samo 25,1%.

Prema tome, ni varijanta 2. ne dovodi do potpune sanacije finansijskog položaja.

Varijanta 3. sanacionog bilansa. Ova varijanta, pored otpisa iz varijante 1., predviđa da se ostatak po otpisu kratkoročnih kredita od 79.788 dinara i dugoročnih kredita u zemlji u iznosu od 10.602 hiljada dinara, što ukupno iznosi 90.390, transformiše u trajni ulog. Tom transformacijom povećao bi se udeo sopstvenog kapitala (sopstveni kapital od 63.838 hiljada dinara plus trajni ulog od 90.390 hiljada dinara) u poslovnoj pasivi na 60,6%, čime bi se postigla normala zaduženosti i otklonile sve negativne implikacije prezaduženosti, o kojima je bilo reči u odeljku o analizi zaduženosti. Međutim, transformacijom pomenutih kredi-

ta u trajni ulog finansijska ravnoteža bi ostala nepromenjena u odnosu na varijantu 2., a videli smo da ona ne obećava održavanje likvidnosti, zbog čega se predlaže i varijanta 4.

Varijanta 4. sanacionog bilansa. Ova varijanta predviđa predloženi otpis iz varijante 1., transformaciju ostatka kratkoročnih i dugoročnih kredita u zemlji u trajni ulog iz varijante 3. i prodaju deonica koje je emitovala banka a kupilo posmatrano preduzeće u iznosu od 13.299 hiljada dinara. Međutim, pošto tržište kapitala, još ne funkcioniše u Jugoslaviji, predlaže se da deonice otkupi banka koja ih je prodala. Otkupom tih deonica od strane banke kod posmatranog preduzeća smanjila bi se dugoročna finansijska ulaganja u iznosu od 13.299 hiljada dinara i u istom iznosu povećala bi se likvidna sredstva, pa bi finansijska ravnoteža bila kao na tabeli na narednoj strani.

Sada je i kratkoročna i dugoročna finansijska ravnoteža uspostavljena, čime su stvoreni uslovi za trajno održavanje likvidnosti. Naravno, i po ovoj varijanti ostaje učešće sopstvenog kapitala i trajnih uloga u poslovnoj pasivi sa 60,6%, što obezbeđuje prihvatljiv nivo zaduženosti.

- u 000 dinara			
1. Likvidna i kratkoročno vezana sredstva	82.096	1. Kratkoročne obaveze	82.096
2. Dugorono vezana sredstva	172.404	2. Sopstveni kapital i dugoročne obaveze	172.404
3. Poslovna aktiva (1+2)	254.500	3. Poslovna pasiva (1+2)	254.500

Konačni predlog sanacije. Posle analiza izloženih varijanti konačni predlog sanacije jeste:

(1) Da poverioci prihvate otpis svojih potraživanja i to:

	- u 000 dinara
- Dobavljači	14.905
- Kreditori kratkoročnih kredita	28.000
- Kreditori dugoročnih kredita	10.626

što ukupno iznosi 46.626 hiljada dinara, odnosno 26% od bilansiranih ovih obaveza 30. juna 1990. godine, koliko iznosi i gubitak za prvo polugodište.

(2) Da poverioci iz zemlje po kratkoročnim kreditima u iznosu od 79.788 hiljada dinara i poverioci iz zemlje po dugoročnim kreditima u iznosu od 10.626 hiljada dinara transformišu ove kredite u trajni ulog i da s tim ulogom učestvuju u raspodeli neto dobitka posmatranog preduzeća. Kasnije, kad se preduzeće transformiše u deoničarsko društvo, ovi trajni ulozi mogu se konvertovati u deonice deoničarskog društva.

(3) Da deonice koje je kupilo posmatrano preduzeće od banke u iznosu od 13.299 hiljada dinara otkupi banka koja ih je emitovala i prodala pošto tržište kapitala ne funkcioniše pa se deonice ne mogu unovčiti prodajom na tržištu.

3.4. Bilans uspeha posle sanacije

Oficijelni bilans uspeha posmatranog preduzeća, u sažetoj formi, za prvo polugodište izgleda ovako:

	- u 000 dinara
1. Redovni prihodi	235.934
2. Prihodi od finansiranja	3.391
3. Vanredni prihodi	2.342
4. Ukupan prihod (1 do 3)	241.667
5. Troškovi perioda	196.210
6. Smanjenje krajnjih zaliha	39.148
7. Troškovi prodatih proizvoda (5+6)	235.358
8. Nabavna vrednost prodate trgovačke robe	20.001
9. Poslovni rashodi (7+8)	255.359
10. Rashodi finansiranja	17.492
11. Vanredni rashodi	15.442
11. Ukupni rashodi (9+10+11)	288.293
13. Gubitak (12-4)	46.626

Polazeći od ovog bilansa uspeha bilans uspeha za 1990. godinu projektovan je u dve varijante.

Varijanta 1. Ova varijanta polazi od sledećih pretpostavki:

- da će se do kraja godine redovni prihodi i prihodi od finansiranja udvostručiti u odnosu na ove prihode ostvarene u prvom polugodištu;¹⁴⁹
- da će se vanredni prihodi povećati u drugom polugodištu za iznos otpisa potraživanja od strane poverilaca od 46.626 hiljada dinara;
- da će se troškovi perioda udvostručiti u odnosu na prvo polugodište, dakle, u drugom polugodištu ostvariće se obim proizvodnje koji je ostvaren u prvom polugodištu pri nepromenjenim nabavnim cenama iz prvog polugodišta;
- da će nivo zaliha nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda 31.12.1990. godine ostati nepro-

¹⁴⁹ U Prihode od finansiranja u prvom polugodištu nije uključen prihod od dividende po osnovu kupljenih deonica od banke jer na polugodištu ona nije vršila raspodelu neto dobitka. Inače, da je dividenda na kupljene deonice uključena u prihode od finansiranja u prvom polugodištu, za alikvotni deo smanjenja deonica po osnovu otkupa od strane banke smanjili bi se i prihodi od dividende u drugom polugodištu.

menjen u odnosu na 30. jun 1990. godine;

- da će se nabavna vrednost prodate trgovačke robe udvostručiti u odnosu na prvo polugodište;
- da će rashodi finansiranja u drugom polugodištu biti manji nego u prvom polugodištu za 3.955 hiljada dinara zbog otpisa kratkoročnih i dugoročnih kredita i
- da će vanredni rashodi ostati na nivou iz prvog polugodišta.

Dakle, ova varijanta bilansa uspeha kompatibilna je sa varijantom 1. i 2. sanacionog bilansa. Pod rečenim pretpostavkama bilans uspeha na kraju 1990. godine bi bio:

	- u 000 dinara
1. Redovni prihodi	471.860
2. Prihodi od finansiranja	6.782
3. Vanredni prihodi	48.968
4. Ukupni prihod (1 do 3)	527.610
5. Troškovi perioda	392.420
6. Smanjenje zaliha	39.148
7. Troškovi prodatih proizvoda (5+6)	431.568
8. Nabavna vrednost prodate trgovačke robe	40.002
9. Poslovni rashodi (7+8)	471.570
10. Rashodi finansiranja	31.029
11. Vanredni rashodi	15.442
12. Ukupni rashodi (9+10+11)	518.041
13. Bruto dobitak (4-12)	9.577

Ova varijanta bilansa uspeha obećava bruto dobitak od 9.577 hiljada dinara, a kako po zvaničnim propisima porezi i doprinosi iz rezultata ne mogu da budu veći od bruto dobitka, verovatno bi se ostvario i neto dobitak. Međutim, problem je u tome što i dalje ostaju izuzetno visoki rashodi finansiranja zbog visoke zaduženosti, što se lični dohoci moraju povećati (za pet meseci prvog polugodišta isplaćivani su samo zajamčeni lični dohoci), istina, uz smanjenje broja zaposlenih, do koga mora doći ako se ne poveća obim proizvodnje. Kad se sve to uzme u obzir, ova varijanta je, po našem mišljenju, i sa stanovišta finansijskog rezultata neprihvatljiva pre svega zato što su

visoki rashodi finansiranja, a time je visok i finansijski i ukupni rizik ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata.

Varijanta 2. Ova varijanta polazi od istih pretpostavki kao i varijanta 1. osim kod rashoda finansiranja. Naime, polazi se od pretpostavke da će kreditori prihvatiti transformaciju kratkoročnih i dugoročnih kredita u neotpisanom iznosu od 90.390 hiljada dinara u trajne uloge, što će izazvati smanjenje rashoda finansiranja u odnosu na prvu varijantu za 11.277 hiljada dinara u drugom polugodištu. Prema tome, ova varijanta bilansa uspeha kompatibilna je sa varijantom 3. i 4. sanacionog bilansa. Saglasno tome, projektovani bilans uspeha za 1990. godinu izgleda ovako:

	- u 000 dinara
1. Redovni prihodi	471.868
2. Prihodi od finansiranja	6.782
3. Vanredni prihodi	48.968
4. Ukupni prihod (1+2+3)	527.618
5. Troškovi perioda	392.420
6. Smanjenje zaliha	39.148
7. Troškovi prodatih proizvoda (5+6)	431.560
8. Nabavna vrednost prodate trgovačke robe	40.002
9. Poslovni rashodi (7+8)	471.570
10. Rashodi finansiranja	19.752
11. Vanredni rashodi	15.442
12. Ukupni rashodi (9+10+11)	506.764
13. Bruto dobitak (4-12)	20.854

Ova projekcija bilansa uspeha obećava znatno viši bruto dobitak u odnosu na prethodnu a time i viši neto dobitak. Treba imati u vidu da će u idućoj godini još više opasti rashodi finansiranja s obzirom na učešće sopstvenog kapitala u poslovnoj pasivi posle transformacije kredita u trajne uloge od 60,6%, što se u ovoj projekciji nije u potpunosti odrazilo budući da su kamate iz prvog polugodišta ostale nepromenjene. Padom rashoda za finansiranje bitno se smanjuje finansijski a time i ukupan rizik ostvarenja bruto dobitka. Osim toga, velike rezerve maksimira-

nja finansijskog rezultata postoje u oblasti iskorišćavanja realnog kapaciteta. Prethodno projektovani bilans uspeha polazio je od obima proizvodnje od 7.478 tona, što u odnosu na realni kapacitet čini samo 31,8%. Da bismo pokazali kakve rezerve postoje u iskorišćavanju realnog kapaciteta, dajemo proračun finansijskog rezultata pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta. Taj proračun polazi od podataka prethodno projektovanog bilansa uspeha s tim što su isključeni vanredni prihodi i vanredni rashodi i što su smanjeni varijabilni i fiksni rashodi za 37.607 hiljada dinara, koliko iznosi njihovo povećanje u tekućoj godini zbog precenjivanja zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda u prethodnoj godini. Pogledajmo taj proračun:

	- u 000 dinara
1. Redovni prihodi pri postojećem stepenu korišćenja kapaciteta	471.868
2. Varijabilni rashodi pri postojećem stepenu korišćenja realnog kapaciteta	371.313
3. Marža pokrića (1-2)	100.555
4. Procent iskorišćenja realnog kapaciteta	31,8%
5. Redovni prihodi pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta $\left(\frac{1}{4} \cdot 100\right)$	1.483.862
6. Varijabilni rashodi pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta $\left(\frac{2}{4} \cdot 100\right)$	1.167.651
7. Marža pokrića pri 100% iskorišćenja realnog kapaciteta (5-6)	316.211
8. Fiksni i pretežno fiksni rashodi	62.560
9. Neto rashodi finansiranja	12.970
10. Poslovni dobitak (7-8)	253.651
11. Bruto dobitak (10-9)	240.681
12. Faktor poslovnog leveridža $\left(\frac{7}{10}\right)$	1,25
13. Faktor finansijskog leveridža $\left(\frac{10}{11}\right)$	1,05
14. Faktor ukupnog rizika (12x13)	1,31
15. Procent učešća marže pokrića u redovnim prihodima $\left(\frac{7}{5} \cdot 100\right)$	21,31%
16. Potreban redovni prihod za ostvarenje neutralnog bruto dobitka $\left(\frac{8+9}{15} \cdot 100\right)$	354.435

17. Procent iskorišćenja redovnog prihoda za ostvarenje neutralnog bruto dobitka pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta $\left(\frac{16}{5} \cdot 100\right)$	23,9%

U slučaju 100% iskorišćenja realnog kapaciteta ovaj proračun pokazuje sledeće:

- bruto dobitak povećava se čak za 11,5 puta, pri čemu su lični dohoci veći od sadašnjih za 86%,
- svi faktori rizika ostvarenja finansijskog rezultata su minimalni,
- donja tačka rentabilnosti leži nisko; sa samo 23,9% redovnih prihoda pokrivaju se svi rashodi, odnosno ostvaruje se neutralan bruto dobitak.

I upravo zahvaljujući navedenom preduzeće može da vodi fleksibilnu politiku u pogledu ostvarenja finansijskog rezultata kombinujući politiku prodajnih cena i iskorišćenje realnog kapaciteta. Pri tome treba imati u vidu u kom odnosu stoji povećanje stepena iskorišćenja realnog kapaciteta i povećanje prodajnih cena u pogledu doprinosa ostvarenja finansijskog rezultata, tačnije bruto dobitka. Prema prednjim podacima 1% povećanja iskorišćenja realnog kapaciteta doprinosi ostvarenju bruto dobitka isto koliko i povećanje prodajnih cena za 0,2131%.

Drugim rečima, ako bi preduzeće sa stanovišta tržišnog ograničenja omogućilo 100% iskorišćenja realnog kapaciteta, sniženjem prodajnih cena od, recimo, 10% bruto dobitak bi se smanjio na 92.295 hiljada dinara $(240.681 - 1.483.862 \times 0,10)$. Tada bi stopa bruto dobitka na sopstveni kapital i trajne uloge iznosila čak $59,8\% = \left(\frac{92.295}{154.228} \cdot 100\right)$ i pod pretpostavkom da porezi iz bruto dobitka iznose 45%, stopa rentabilnost sopstvenog kapitala i trajnih uloga bila bi 39,2% $(59,8 \times 0,55)$, što je vrlo visoka stopa rentabilnosti. Naravno, osnov za vođenje politike cena i iskorišćenja realnog kapaciteta u pogledu maksimiranja finansijskog rezultata i sukoobljavanja sa konkurencijom mora da bude

planski bilans, o čemu je bilo reči u glavi o finansijskom planiranju u ovoj knjizi.

Najzad, treba imati u vidu da bi se u slučaju 100% iskorišćenja kapaciteta povećala potraživanja od kupaca, sve vrste zaliha (materijala, nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda) i obaveze prema dobavljačima, što bi poremetilo uspostavljenu finansijsku ravnotežu u sanacionom bilansu varijante 4. No treba imati u vidu

da posmatrano preduzeće i po varijanti 4. sanacionog bilansa ima u okviru dugoročnih plasmana 13.096 hiljada dinara kupljenih deonica od banke, koje bi putem prodaje mogla mobilisati i time uspostaviti finansijsku ravnotežu, a ako to ne bi bilo dovoljno, moglo bi se dodatno i zadužiti, tim pre što sopstveni kapital i trajni ulogi čine 60,6% poslovne pasive.

*

*

*

Hoće li ili neće poverioci prihvatiti predloženu sanaciju, to u prvom redu zavisi od njihove procene da li će više izgubiti putem predloženog otpisa svojih potraživanja ili putem naplate svojih potraživanja iz stečajne (likvidacione) mase. Za odluku poverilaca, saglasno rečenom, od kapitalnog značaja bila bi procena likvidacione mase. Međutim, likvidacionu masu je objektivno teško proceniti. Pri procenjivanju likvidacione mase treba imati u vidu sledeće:

- U principu, likvidaciona cena bilo da se prodaje celo preduzeće, bilo da se rasprodaju pojedinačne stvari niža je od knjigovodstvene vrednosti. Ovo zato što potencijalni kupci znaju da se zbog likvidacije preduzeća prodaja mora izvršiti i da se ta prodaja mora obaviti u što kraćem roku da bi bili manji troškovi likvidacije, pa otuda oni koriste te okolnosti i nude osetno nižu cenu od knjigovodstvene vrednosti.

- Ako se ne prodaje celo preduzeće, sasvim je izvesno da se pojedine stvari (neka osnovna sredstva i rezervni delovi, npr.) neće moći uopšte prodati, jer nikome nisu potrebne. Istina, te stvari mogli bi preuzeti poverioci, ali one im nisu potrebne, jer ih ne mogu koristiti u procesu poslovanja.

- Što god duže traje likvidacioni postupak, to su troškovi likvidacije veći a time manja likvidaciona masa.

Iz navedenih razloga objektivno je teško proceniti likvidacionu masu. No bez obzira procenjuje li se ili ne procenjuje likvidaciona masa, poverioci moraju imati u vidu sledeće:

- Važna je visina sopstvenog kapitala dužnika u odnosu na bilansnu imovinu. Što je sopstveni kapital dužnika u odnosu na bilansnu imovinu niži, utoliko je veća verovatnoća da će likvidaciona masa biti niža od obaveza. Kod posmatranog preduzeća sopstveni kapital u odnosu na bilansnu imovinu iznosi svega 6,8% i sasvim je izvesno da se bilansna imovina ne može unovčiti sa 93,12% (100-6,8) od knjigovodstvene vrednosti imovine pod uslovom da se čak sva proda.

- Ako postoje poverioci čija su potraživanja pokrivena hipotekom ili zalogom, oni se svrstavaju u prvi isplatni red, što znači da će ostali poverioci dobiti iz likvidacione mase utoliko manje ukoliko je više potraživanja pokriveno hipotekom ili zalogom.

- Sve dok se ne okonča likvidacija, obaveze preduzeća u likvidaciji miruju, poverioci ne mogu naplatiti svoja potraživanja niti na njih mogu obračunavati kamate i što je likvidacioni postupak duži, to su gubici poverilaca na potraživanjima veći.

Naravno, poverioci će, pored navedenog, ceniti realnost predložene sanacije i tržišne izgleda za opstanak posle sanacije njihovog

dužnika uzimajući u obzir i sposobnost rukovodilaca preduzeća za koje se traži sanacija. Zbog toga je nužno ne samo da predlog sanacionog bilansa bude ubedljiv već da se poveriocima prezentiraju i mere koje će preduzeće preduzeti posle sanacije, o čemu će biti reči u narednom poglavlju.

4. MERE ZA USPEŠNO POSLOVANJE PREDUZEĆA POSLE SANACIJE

Mere za uspeh preduzeća posle sanacije neophodne su na svim funkcionalnim područjima. I obzirom na prirodu ove knjige, u nastavku ćemo izložiti mere sa područja finansijskog upravljanja — finansijsko planiranje, upravljanje troškovima i upravljanje obrtnim sredstvima.

4.1. Finansijsko planiranje

Planski bilans stanja i uspeha treba da se sačinjavaju po metodologiji izloženoj u glavi o finansijskom planiranju u ovoj knjizi. Podsetimo se na šta je ta metodologija usmerena:

- Da se finansijski rezultat maksimira uzimajući u obzir proizvodna i tržišna ograničenja s tim što se u skladu s finansijskim položajem određuje minimum i maksimum neto dobitka koji mora da bude akumuliran u korist sopstvenog kapitala. Iz tako koncipiranog planskog bilansa uspeha proističu sasvim konkretni zadaci za nabavnu, proizvodnu i prodajnu funkciju i za upravu preduzeća.
- Da se u okviru planskog bilansa stanja polazeći od tržišnih uslova (i proizvodnih ograničenja kod zaliha nezavršene proizvodnje i poluproizvoda) objektivno utvrdi broj dana vezivanja svih pojavnih oblika obrtnih sredstava sa ciljem da ona budu što manja i broj dana raspoloživosti spontaniz izvora finansiranja sa ciljem da oni budu što veći, kao i kolika su neophodna ulaganja u osnovna sredstva, dugoročne finansijske plasmane, kratkoročne finansijske plasmane i kolika moraju da budu dodatna dugoročna i krat-

koročna zaduženja. Dakle, celokupno ovo planiranje usmereno je da se upravljanjem sredstvima i izvorima finansiranja zajedno sa akumuliranim neto dobitkom za sopstveni kapital ne pogoršava finansijski položaj (ako se akumulacija objektivno ne može ostvariti iznad minimuma), odnosno da se finansijski položaj dovede na normalu (ako se akumulacija ostvaruje na nivou maksimuma). Iz ovako koncipiranog planskog bilansa stanja proizlaze sasvim konkretni zadaci: za nabavnu, proizvodnu, prodajnu i finansijsku funkciju u pogledu ostvarenja predviđenog broja dana vezivanja pojedinih vrsta obrtnih sredstava i broja dana raspoloživosti pojedinih vrsta spontaniz izvora finansiranja, za finansijsku funkciju i upravu preduzeća u pogledu ulaganja u osnovna sredstva i dugoročne i kratkoročne plasmane i u pogledu pribavljanja dodatnih sredstava putem novog zaduženja.

Naravno, u sklopu izrade planskog bilansa stanja i uspeha ispituju se sve mogućnosti minimiziranja poslovnog i finansijskog rizika ostvarenja finansijskog rezultata, a u sklopu planiranja dugoročnog ulaganja teži se maksimiranju rentabilnosti i obezbeđenju likvidnosti. Najzad, finansijsko planiranje obuhvata i kontinuelno planiranje priliva i odliva gotovine i blagovremeno preduzimanje potrebnih mera da priliv plus raspoloživa gotovina budu veći od odliva za iznos likvidne rezerve, o čemu je takođe bilo reči u glavi o finansijskom planiranju.

4.2. Upravljanje troškovima

Široko je rasprostranjeno uverenje da u uslovima inflacije nije moguće držati troškove pod kontrolom. Takvo uverenje je, naravno, pogrešno. Tačno je da u uslovima inflacije cene izmiču kontroli, ali:

- fizičke utroške sirovina, energije i usluga moramo stalno držati pod kontrolom pa će i troškovi po tom osnovu biti manji,
- borba za veću racionalnost i efikasnost svih funkcija i uprave preduzeća neminovno

vodi sniženju troškova režije,

● efikasno upravljanje obrtnim sredstvima vodi sniženju troškova držanja, osiguranja i finansiranja obrtnih sredstava i uz to dolazi do poboljšanja likvidnosti, o čemu će više biti reči u narednom odeljku.

4.2.1. Upravljanje direktnim troškovima

U svim situacijama kada se može normirati fizički utrošak sirovina (materijala), energije i usluga po jedinici gotovog proizvoda, treba izvršiti to normiranje a potom razraditi sistem ekonomskog podsticaja i ekonomske prinude

po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog fizičkog utroška.

Taj sistem ekonomskog podsticaja i ekonomske prinude sastoji se u sledećem:

Utvrđivanje sniženja i povećanja troškova po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog fizičkog utroška. Za svaku vrstu normiranog fizičkog utroška materijala, energije i usluga po jedinici gotovog proizvoda najpre se utvrđuje ukupno odstupanje stvarnog od normiranog utroška po jedinici proizvoda za ostvareni obim proizvodnje u datom obračunskom razdoblju na sledeći način:

$$\begin{array}{lcl} \text{Stvarni fizički utrošak} & & \text{Normirani fizički utrošak} \\ \text{po jedinici proizvoda} & - & \text{po jedinici proizvoda} \end{array} \quad \times \quad \begin{array}{l} \text{Količine proizvedenih} \\ \text{gotovih proizvoda} \end{array} \quad \times$$

$$\begin{array}{l} \text{Stvarna nabavna} \\ \text{cena po jedinici} \\ \text{fizičkog utroška} \end{array} \quad = \quad \begin{array}{l} \text{Sniženje, odnosno povećanje troškova po osnovu} \\ \text{odstupanja stvarnog od normiranog fizičkog} \\ \text{utroška po jedinici gotovog proizvoda} \end{array}$$

Ako je konačni rezultat ovog proračuna sa znakom *minus*, ostvareno je *sniženje* troškova po osnovu fizičkog utroška materijala, energije odnosno usluga; obrnuto, ako je konačan rezultat ovog proračuna sa znakom *plus*, ostvareno je *povećanje* troškova po osnovu fizičkog utroška materijala, energije odnosno usluga, oboje, naravno, u kvantificiranom iznosu koji daje konačni rezultat prethodnog proračuna.

Kada se kvantificirano sniženje, odnosno povećanje troškova, za svaku vrstu normiranog materijala, energije i usluge sabere po proizvođa, dobiće se ukupno sniženje, odnosno po-

većanje troškova po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog fizičkog utroška za svaki proizvedeni gotov proizvod.

Korekcija ličnih dohodaka po osnovu sniženja, odnosno povećanja troškova fizičkog utroška. Prvo treba utvrditi udeo direktnih ličnih dohodaka u stvarnoj ceni koštanja svakog proizvedenog gotovog proizvoda iz odnosa direktnih ličnih dohodaka po jedinici proizvoda i cene koštanja. Posle toga izračunava se deo sniženja, odnosno povećanja troškova po osnovu fizičkih utrošaka za korekciju ličnih dohodaka na sledeći način:

$$\begin{array}{l} \text{Ukupno sniženje, odnosno povećanje} \\ \text{troškova po osnovu fizičkog utroška} \\ \text{za konkretni proizvod} \end{array} \quad \times \quad \begin{array}{l} \text{Udeo direktnih ličnih dohodaka u} \\ \text{ceni koštanja konkretnog proizvoda} \end{array} = \quad \begin{array}{l} \text{Deo sniženja, odnosno povećanja} \\ \text{troškova po osnovu fizičkog utroška za} \\ \text{konkretni proizvod kojim se koriguju} \\ \text{lični dohoci radnika} \end{array}$$

Naravno, ako je ukupno sniženje, odnosno povećanje troškova sa znakom *minus*, ukupni troškovi su sniženi pa i deo za korekciju ličnih dohodaka biće takođe sa znakom *minus*; obrnuto, ako je ukupno sniženje, odnosno povećanje troškova sa znakom *plus*, ukupni troškovi

su povećani pa i deo za korekciju ličnih dohodaka biće sa znakom *plus*.

Alokacija dela sniženja, odnosno povećanja troškova po osnovu sniženja, odnosno povećanja troškova fizičkog utroška na lične dohotke odgovornih radnika. Utvrde

se najpre ostvareni direktni bruto lični dohoci radnika u posmatranom obračunskom razdoblju za svaki proizvod posebno. Potom se deo sniženja, odnosno povećanja troškova kojim se koriguju lični dohoci kvantificiran na gore opisani način alocira na svakog radnika koji je radio na proizvodnji konkretnog proizvoda srazmerno bruto ličnom dohotku. Za taj iznos, pri prvoj narednoj isplati ličnih dohodaka, povećava se bruto lični dohodak radnika, ako je ostvareno sniženje troškova, odnosno smanjuje se bruto lični dohodak radnika, ako je ostvareno povećanje troškova.

4.2.2. Upravljanje režijskim troškovima

U pogledu sniženja režijskih troškova svih funkcija i uprave preduzeća nužno je izvršiti podelu režijskih poslova među njima tako da se potpuno izbegne obavljanje istog posla u dve ili više funkcija, realno proceniti neophodan broj izvršilaca režijskih radnika uz identifikaciju najprikladnije struke, stepena obrazovanja i potrebnog iskustva, a potom što pre uskladiti broj stvarno zaposlenih u režiji sa potrebnim brojem obrazovanja i potrebno iskustvo. Time su stvorene osnovne pretpostavke i za sniženje režijskih

troškova funkcija i za njihovo efikasno obavljanje poverenih im poslova.

No i ovde je moguće uvesti ekonomski podsticaj i ekonomsku prinudu za obaranje režijskih troškova po jedinici proizvoda. Da bi se to ostvarilo nužno je:

- planirati i, naravno, evidentirati obim proizvodnje svakog proizvoda;
- utvrditi odgovorne radnike za ostvarenje obima proizvodnje; po pravilu, to su radnici koji rade na pripremi proizvodnje, na organizaciji proizvodnje, na održavanju pogonske spremnosti opreme, a u izvesnim slučajevima i radnici nabavne i prodajne funkcije;
- stvarne režijske troškove, po unapred utvrdjenim kriterijumima, alocirati na proizvode i
- utvrditi udeo ličnih dohodaka odgovornih radnika za ostvarenje obima proizvodnje u stvarnoj ceni koštanja svakog proizvedenog proizvoda.

Kada su ti uslovi ostvareni, dalji sistem obračuna korekcije ličnih dohodaka po osnovu obima proizvodnje i režijskih (indirektnih) troškova sastoji se u sledećem:

Kvantifikacija sniženja i povećanja indirektnih troškova po jedinici proizvoda. Ova kvantifikacija obavlja se po sledećem postupku:

$$\begin{array}{rcl}
 \text{Planirani obim proizvodnje konkretnog proizvoda} & - & \text{Ostvareni obim proizvoda konkretnog proizvoda} \\
 \text{X Stvarni indirektni troškovi alocirani na određen proizvod u apsolutnom iznosu} & & \\
 \hline
 \text{Ostvareni obim proizvodnje konkretnog proizvoda} & = & \text{Sniženje, odnosno povećanje indirektnih troškova po jedinici konkretnog proizvoda}
 \end{array}$$

Ako je ostvareni obim proizvodnje veći od planiranog, konačni izraz navedenog proračuna biće sa znakom *minus*, ostvareno je *sniženje* indirektnih troškova po jedinici proizvoda u kvantificiranom iznosu. Obrnuto, ako je ostvareni obim proizvodnje manji od planiranog konačni izraz navedenog proračuna biće

se znakom *plus*, ostvareno je *povećanje* indirektnih troškova po jedinici proizvoda u kvantificiranom iznosu.

Kvantifikacija dela sniženja i povećanje indirektnih troškova po jedinici proizvoda za korekciju ličnih dohodaka odgovornih radnika za ostvarenje obima proizvodnje. Ova

kvantifikacija obavlja se po sledećem postupku:

$$\begin{array}{lcl}
 \text{Sniženje, odnosno povećanje indirektnih} & & \text{Udeo ličnih dohodaka odgovornih radnika} \\
 \text{troškova po jedinici konkretnog proizvoda} & \times & \text{za ostvarenje nje obima proizvodnje u ceni} \\
 & & \text{koštanja konkretnog proizvoda} \\
 & & = \\
 = & \text{Deo sniženja, odnosno povećanja indirektnih} & \\
 & \text{troškova po jedinici konkretnog proizvoda za} & \\
 & \text{korekciju ličnih dohodaka odgovornih radnika} & \\
 & \text{za ostvarenje obima proizvodnje} &
 \end{array}$$

Naravno, ako je sniženje, odnosno povećanje indirektnih troškova po jedinici konkretnog proizvoda sa znakom *minus*, indirektni troškovi su sniženi pa i deo za korekciju ličnih dohodaka biće takode sa znakom *minus*; ako je sniženje, odnosno povećanje indirektnih troškova po jedinici proizvoda sa znakom *plus*, indirektni troškovi su *povećani* pa će i deo za korekciju ličnih dohodaka takode biti sa znakom *plus*.

Alokacija dela sniženja, odnosno povećanja indirektnih troškova po jedinici proizvoda na lične dohotke odgovornih radnika za ostvarenje obima proizvodnje. Utvrde se najpre ostvareni bruto lični dohoci odgovornih radnika za ostvarenje obima proizvodnje u posmatranom razdoblju. Ostvareni bruto lični dohoci odgovornih radnika za ostvarenje obima proizvodnje raščlane

se po pojedinim proizvodima kako su već alocirani na pojedine proizvode, odnosno, raščlane se na pojedine proizvode po istom kriterijumu po kome su režijski troškovi alocirani na proizvode. Potom se deo sniženja, odnosno povećanja indirektnih troškova po jedinici proizvoda kvantificiran na opisani način alocira na odgovorne radnike srazmerno njihovom bruto ličnom dohotku alociranom na proizvod po osnovu koga je ostvareno sniženje odnosno povećanje indirektnih troškova. Za taj iznos pri prvoj narednoj isplati ličnih dohodaka povećava se bruto lični dohodak radnika ako je ostvareno sniženje indirektnih troškova, odnosno, smanjuje se bruto lični dohodak radnika ako je ostvareno povećanje indirektnih troškova.

*

*

*

Opisane korekcije ličnih dohodaka po osnovu sniženja, odnosno povećanja fizičkog utroška i po osnovu ostvarenja obima proizvodnje vrši se odvojeno za svako obračunsko razdoblje (na primer, za svaki mesec ili za svaka tri meseca). Naravno, ovaj osnov i merilo sticanja ličnog dohotka, koji predstavlja ekonomski podsticaj (to je slučaj kada je ostvareno sniženje fizičkog utroška, odnosno povećanje obima proizvodnje) i ekonomsku prinudu (to je slučaj kad je ostvareno povećanje fizičkog utroška, odnosno smanjenje obi-

ma proizvodnje) mora biti ugrađen u akt o utvrđivanju ličnih dohodaka.

4.3. Upravljanje obrtnim sredstvima

4.3.1. Razjašnjenje problema upravljanja obrtnim sredstvima

U izvornom smislu, svako upravljanje pa i upravljanje obrtnim sredstvima znači *odlučivanje*. Mada je ovo tumačenje upravljanja jednostavno i opštepoznato, u našim uslovima gotovo redovno dolazi do zablude kad se

postavi trivijalno pitanje čime se zapravo upravlja i ko to upravlja obrtnim sredstvima.

Na prvi deo pitanja *čime se upravlja u oblasti obrtnih sredstava*, većina ljudi će odgovoriti da se tu radi o upravljanju obrtnim sredstvima u svim pojavnim oblicima koja su iskazana u aktivu. Taj odgovor je samo delimičan, *jer upravljanje obrtnim sredstvima podrazumeva i upravljanje svim vrstama obrtnih sredstava u aktivu i upravljanje svim vrstama njihovih izvora u pasivu*. Na strani aktive upravljanje obrtnim sredstvima podrazumeva stalno njihovo održavanje na najnižem mogućem nivou u datoj tržišnoj situaciji i pri datom obimu poslovanja (optimum ukupnih obrtnih sredstava) sa ciljem da se troškovi naručivanja, držanja, osiguranja i finansiranja svedu na najnižu moguću meru i da se na obrtnim sredstvima u prelaznom obliku (potraživanja i hartije od vrednosti) i u novčanom obliku u uslovima inflacije ostvaruju što manji inflatorni gubici. Na strani pasive upravljanje izvorima obrtnih sredstava podrazumeva usklađivanje trajnih i dugoročnih izvora sa trajnim obrtnim sredstvima u aktivu (obezbeđenje dugoročne finansijske ravnoteže), stalno usklađivanje kratkoročnih izvora finansiranja obrtnih sredstava sa kratkoročno imobilisanim sredstvima i novcem uz forsiranje da u strukturi tih izvora jačaju oni izvori koji su u datom roku raspoloživosti besplatni (autonomni odnosno spontani izvori), potom da jačaju oni izvori koji su s nižom kamatnom stopom da bi troškovi kamata bili što niži i, najzad, u uslovima inflacije da jačaju izvori na kojima se ostvaruju inflatorni dobici (to su autonomni izvori kod kojih je kasa-skonto niži od stope inflacije i oročeni izvori domaćeg porekla kod kojih je kamatna stopa takode niža od stope inflacije). To stalno usklađivanje roka vezanosti obrtnih sredstava i roka raspoloživosti njihovih izvora dovodi do mogućnosti permanentnog održavanja likvidnosti uz minimalnu likvidnu rezervu, a njen minimum je poželjan kako zbog njenog negativnog dejstva

na rentabilnost tako i zbog smanjenja inflatornih gubitaka u novcu u vreme inflacije.

Na drugi deo pitanja *ko zapravo upravlja obrtnim sredstvima* većina ljudi će, u našim uslovima, odgovoriti da su to nadležni rukovodioci. I upravo u takvim shvatanjima i leži zabluda u odnosu na obrtna sredstva. Tačno je da upravljaju nadležni rukovodioci, ali je isto tako tačno da obrtnim sredstvima upravlja i *svaki radnik koji obavlja bilo kakav i na bilo kom mestu posao u vezi sa obrtnim sredstvima i njihovim izvorima*. Ilustracije radi, uzmimo nekoliko običnih primera: ako je radnik koji naručuje robu lansirao narudžbinu danas umesto sutra, on je nepotrebno povećao obim zaliha; ako je radnik koji se stara o otpremi robe kupcu izvršio otpremu danas umesto juče, on je takode povećao obim zaliha; ako je radnik koji izdaje fakture ostavio da napiše fakturu sutra umesto danas, on je produžio rok naplate potraživanja od kupca i time povećao obim potraživanja; ako je kurir zakasnio u dostavi bilo kog dokumenta u vezi sa obrtnim sredstvima, on je nepovoljno delovao na obim obrtnih sredstava itd., itd. *Svaki od pomenutih radnika odlučuje u kom momentu će izvršiti zadatak na svom radnom mestu i time on upravlja obrtnim sredstvima jer njihov obim zavisi od toga da li je taj zadatak izvršen juče, danas ili će se izvršiti sutra*. I cela je mudrost u tome da se kolektiv ne ogлуši o ovu notornu činjenicu, da shvati da svako ko bilo šta radi u vezi sa obrtnim sredstvima, u stvari, i upravlja tim sredstvima.

Upravljanje obrtnim sredstvima u širem smislu znači njihovo planiranje, nabavljanje, raspolaganje njima, njihovo kontrolisanje, ponovno nabavljanje i ponovo upotrebljavanje, održavanje njihove likvidnosti i kupovne moći u uslovima inflacije. Planiranje obrtnih sredstava i njihovih izvora zapravo znači svesno oblikovanje odnosa obrtnih sredstava po roku vezanosti i njihovih izvora po roku raspoloživosti sa ciljem da se preko finansijske ravnoteže stvore uslovi za održava-

nje likvidnosti, da obim obrtnih sredstava bude što je moguće niži a da njihovi izvori budu što je moguće jeftiniji. Tako, uz planiranje i drugih poslovnih sredstava i njihovih izvora nastaje planski bilans stanja koji iskazuje projekciju finansijskog položaja na kraju godine i iz njega proizlaze zadaci za njegovo ostvarenje. Budući da je ovde reč o obrtnim sredstvima, svi rukovodioci i svi radnici koji na neki način odlučuju o obrtnim sredstvima imaju za zadatak da se obrtna sredstva i njihovi izvori održavaju u granicama plana, a bolja konstitucija obrtnih sredstava u smislu obima i roka vezanosti i roka raspoloživosti njihovih izvora u stvarnom bilansu stanja od predviđene u planskom bilansu stanja je, u stvari, „prebačaj“ plana, naravno, u pozitivnom smislu.

Oživotvorenje sistema odgovornosti za upravljanje obrtnim sredstvima podrazumeva:

- raspolaganje neosporno tačnim knjigovodstvenim podacima o prosečnom stvarnom angažovanju relevantnih vrsta obrtnih sredstava i njihovom stvarnom efektu u datom vremenskom periodu;
- raspolaganje neosporno tačnim knjigovodstvenim podacima o prosečno raspoloživim autonomnim izvorima i njihovom efektu u datom vremenskom periodu;
- utvrđivanje planiranog (ili normiranog) broja dana vezivanja pojedinih oblika obrtnih sredstava i broja dana raspoloživosti pojedinih oblika autonomnih izvora;
- utvrđivanje promene obima angažovanih pojedinih vrsta obrtnih sredstava po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana vezivanja, odnosno utvrđivanje promene obima pojedinih vrsta autonomnih izvora po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana raspoloživosti;
- kvantifikaciju smanjenja ili povećanja troškova držanja, osiguranja i finansiranja obrtnih

sredstava po osnovu promene obima angažovanih pojedinih vrsta obrtnih sredstava pod uticajem razlike između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja, odnosno po osnovu promene obima pojedinih vrsta autonomnih izvora pod uticajem razlike između stvarnog i normiranog broja dana raspoloživosti i

- kvantifikaciju odraza smanjenja ili povećanja troškova držanja i finansiranja obrtnih sredstava na lične dohotke radnika koji upravljaju obrtnim sredstvima izvršavajući zadatke na svome radnom mestu.

4.3.2. *Koncept obračuna troškova finansiranja, držanja i osiguranja obrtnih sredstava*

Budući da kod svakog proizvodnog preduzeća najveći deo obrtnih sredstava čine zalihe (materijala, sitnog inventara, nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda) i potraživanja od kupaca, a u oblasti autonomnih izvora najveći deo otpada na obaveze prema dobavljačima, dovoljno je da se ovim konceptom obuhvate:

- zalihe materijala,
- sitan inventar, ambalaža i auto-gume na zalihi,
- zalihe nezavršene proizvodnje,
- zalihe sopstvenih poluproizvoda,
- zalihe gotovih proizvoda,
- potraživanja od kupaca i
- obaveze prema dobavljačima.

Naravno, ako je u pitanju trgovinsko preduzeće, umesto zaliha nedovršene proizvodnje, sopstvenih poluproizvoda i gotovih proizvoda srećemo se sa zalihama trgovinske robe.

Kvantifikacija stvarno prosečno angažovanih obrtnih sredstava. Kvantifikacija prosečno angažovanih obrtnih sredstava u obliku svih vrsta zaliha i potraživanja od kupaca vrši se na uobičajen način, na temelju mesečnih salda.¹⁵⁰ Ukoliko su velike oscilacije dnevnih salda to-

150 Naravno, u uslovima kada se obračun proizvodnje vrši kvartalno, kvantifikacija prosečnih zaliha nedovršene proizvodnje se vršiti samo na temelju tromesečnog salda.

kom meseca, što naročito može doći do izražaja kod potraživanja od kupaca, kvantifikaciju prosečno angažovanih sredstava bilo bi bolje izvršiti na temelju dnevnih salda.

Kvantifikaciju prosečnih obaveza prema dobavljačima takođe treba izvršiti na temelju mesečnih salda, ali kada saldo mnogo oscilira u toku meseca, tada je bolje izvršiti kvantifikaciju na temelju dnevnih salda.

Kvantifikacija promene obima angažovanih obrtnih sredstava po osnovu razlike između normiranog i stvarnog broja dana vezivanja

Zalihe

Za svaku prethodno pomenutu vrstu zaliha kvantificira se posebno promena obima po osnovu razlike između normiranog i stvarnog broja dana vezivanja na sledeći način:

$$\begin{array}{rcl}
 \text{Stvarno prosečno angažovane zalihe određene vrste} & \frac{\text{Efekti zaliha u posmatranom periodu određene vrste} \times \text{Normirani broj dana vezivanja zaliha određene vrste}}{\text{Broj kalendarskih dana u posmatranom periodu}} & = \\
 & \text{Promene obima angažovanih zaliha određene vrste u posmatranom periodu po osnovu razlike između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja} &
 \end{array}$$

Prethodno smo opisali kako se utvrđuju stvarne prosečne zalihe, a efekat se utvrđuje na sledeći način:

- za zalihe materijala efekat je ravan zbiru potražne strane računa materijala u posmatranom periodu,
- za zalihe sitnog inventara, ambalaže i auto-guma — efekat je ravan zbiru potražne strane računa sitan inventar, ambalaže i auto-guma na zalihi u posmatranom periodu,
- za zalihe nezavršene proizvodnje efekat je vrednost završene proizvodnje obračunate po stvarnim troškovima u posmatranom periodu,

- za zalihe sopstvenih poluproizvoda — efekat je vrednost utrošenih sopstvenih poluproizvoda obračunate po ceni po kojoj se vode u knjigovodstvu u posmatranom periodu,
- za zalihe gotovih proizvoda efekat je vrednost prodatih gotovih proizvoda obračunate po stvarnoj ceni koštanja u posmatranom periodu i
- za zalihe trgovačke robe efekat je ravan nabavnoj vrednosti prodate trgovačke robe u posmatranom periodu.

Potraživanje od kupaca

$$\begin{array}{rcl}
 \text{Stvarno prosečno angažovana obrtna sredstva u potraživanjima od kupaca u posmatranom periodu} & \frac{\text{Efekti potraživanja od kupaca (zbir potražne strane računa kupaca) u posmatranom periodu} \times \text{Normirani broj dana vezivanja potraživanja od kupaca}}{\text{Broj kalendarskih dana u posmatranom periodu}} & = \\
 & \text{Promene obima potraživanja po osnovu razlike između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja potraživanja od kupaca} &
 \end{array}$$

Svaka od navedenih promena obima angažovanih obrtnih sredstava po osnovu razlike između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja može da bude, naravno, i sa znakom *minus* i sa znakom *plus*. Ako je promena sa znakom *minus*, to znači da je stvarni obim angažovanih obrtnih sredstava pod uticajem smanjenja broja dana vezivanja *smanjen* u kvantificiranom iznosu, a ako je promena sa znakom *plus*, stvarni obim angažovanih ob-

rtnih sredstava pod uticajem povećanja broja dana vezivanja je *povećan* u kvantificiranom iznosu.

Kvantifikacija promena obima autonomnih izvora pod uticajem razlike između stvarnog i normiranog broja dana raspoloživosti

Obaveze prema dobavljačima

$$\begin{array}{c}
 \text{Stvarne prosečne obaveze prema} \\
 \text{dobavljačima u posmatranom periodu}
 \end{array}
 - \frac{
 \begin{array}{c}
 \text{Efekti obaveza prema dobavljačima} \\
 \text{(zbir dugovne strane računa x} \\
 \text{dobavljača) u posmatranom periodu}
 \end{array}
 \times
 \begin{array}{c}
 \text{Normirani broj dana} \\
 \text{raspoloživosti obaveza} \\
 \text{prema dobavljačima}
 \end{array}
 }{
 \begin{array}{c}
 \text{Broj kalendarskih dana} \\
 \text{u posmatranom periodu}
 \end{array}
 }
 =
 \begin{array}{c}
 \text{Promene obaveza prema dobavljačima po osnovu} \\
 \text{razlike između stvarnog i normiranog broja dana} \\
 \text{raspoloživosti obaveza prema dobavljačima}
 \end{array}$$

Kvantificirana promena obaveza prema dobavljačima na navedeni način može da bude i sa znakom *plus* i sa znakom *minus*. Ako je promena sa znakom *plus*, stvarne obaveze su *povećane* po osnovu povećanja broja dana raspoloživosti u odnosu na normirani, a ako je promena sa znakom *minus*, stvarne obaveze su smanjene po osnovu smanjenja broja dana raspoloživosti u odnosu na normirani.

Kvantifikacija sniženja i povećanja troškova po osnovu promene obima angažovanih obrtnih sredstava i raspoloživih autonomnih izvora

Sniženje i povećanje troškova držanja zaliha. Najveći trošak zaliha svih vrsta su troškovi finansiranja naročito u uslovima visokih kamatnih stopa. Pri kvantifikaciji sniženja i povećanja troškova finansiranja zaliha uzimaju se napred kvantificirane *promene prosečno angažovanih zaliha u posmatranom periodu po osnovu razlika između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja*, s jedne, *kamatna stopa najskupljeg izvora finansiranja u posma-*

tranom periodu, s druge strane. Kamatna stopa najskupljeg izvora finansiranja uzima se bez obzira za koju je namenu taj izvor (kredit) korišćen. Logika ovog rešenja je u sledećem. Ako se snizi obim zaliha, taj skupi kredit putem prevremene otplate može se smanjiti a time se smanjuje i kamata po osnovu njega, što predstavlja uštedu u troškovima finansiranja, a ako se zalihe povećavaju, povećaće se i troškovi finansiranja. Kad se kvantifikacija sniženja i povećanja troškova finansiranja zaliha vrši u toku godine, primenjuje se relativna kamatna stopa, kojom se množi promena prosečno angažovanih zaliha u posmatranom periodu. Relativna kamatna stopa dobija se tako što se godišnja kamatna stopa najskupljeg kredita u tom razdoblju podeli sa 12 (broj meseci u godini) i dobijeni količnik pomnoži brojem meseci u periodu za koji se vrši kvantifikacija sniženja i povećanja troškova finansiranja (na primer, za 3 meseca množi se sa 3, za 6 meseci množi se sa 6 itd.). Naravno, pri kvantifikaciji sniženja i povećanja troš-

kova finansiranja na kraju godine uzima se godišnja kamatna stopa najskupljeg izvora finansiranja (kredit). (Sve što je rečeno o utvrđivanju kamatne stope vredi i za kvantifikaciju sniženja i povećanja troškova finansiranja po osnovu potraživanja od kupaca i obaveza prema dobavljačima pa to nećemo

ponavljati kod kvantifikacije tih troškova finansiranja.)

Saglasno navedenom, sniženje i povećanje troškova finansiranja zaliha po osnovu razlike između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja zaliha je:

Promena prosečno angažovanih zaliha u posmatranom periodu po osnovu razlike između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja	X	Kamatna stopa korišćenog najskupljeg kredita u posmatranom periodu	=	Sniženje, odnosno povećanje troškova finansiranja zaliha

Kvantificirano sniženje troškova finansiranja zaliha ostvareno je ako je promena prosečno angažovanih zaliha sa znakom *minus* i obrnuto, povećanje troškova finansiranja zaliha ostvareno je ako je promena prosečno angažovanih zaliha *plus*. Naravno, ova kvantifikacija vrši se odvojeno po vrstama zaliha — zalihe materijala i zalihe sitnog inventara, zalihe nezavršene proizvodnje, zalihe sopstvenih poluproizvoda, zalihe gotovih proizvoda i zalihe trgovačke robe.

Pored troškova finansiranja zaliha, mogu se kvantificirati i troškovi držanja i osiguranja zaliha, odnosno, može se kvantificirati sniženje i povećanje troškova držanja i osiguranja zaliha po osnovu razlike između stvarnog i normiranog broja dana vezivanja. U tu svrhu najpre se mora izračunati stopa troškova držanja i osiguranja zaliha na sledeći način. U posmatranom periodu uzimaju se stvarni varijabilni troškovi držanja zaliha (definicija varijabilnih troškova držanja zaliha data je u glavi o finansijskoj strategiji i taktici zaliha u ovoj knjizi), koji se javljaju kod zaliha materijala, sitnog inventara na zalihi, zaliha gotovih proizvoda i zaliha trgovačke robe, i stvarni troškovi osiguranja zaliha, koji se javljaju, po pravilu, kod svih vrsta zaliha. Kad se stavi u odnos zbir stvarnih varijabilnih troškova držanja zaliha i stvarnih troškova osiguranja nastalih u posmatranom periodu sa stvarno prosečno angažovanim zalihama u istom periodu i taj odnos pomnoži sa 100, dobiće se stope troš-

kova držanja i osiguranja zaliha u tom periodu. Zbog toga što su varijabilni troškovi različiti za zalihe materijala i zalihe sitnog inventara od varijabilnih troškova sopstvenih poluproizvoda, gotovih proizvoda i trgovačke robe, kao i zbog toga što se kod zaliha nezavršene proizvodnje javljaju samo troškovi osiguranja, neophodno je posebno utvrditi stopu troškova držanja i osiguranja zaliha materijala i sopstvenih poluproizvoda, stopu troškova držanja i osiguranja zaliha gotovih proizvoda, stopu troškova držanja i osiguranja zaliha trgovačke robe i stopu troškova osiguranja nezavršene proizvodnje. Ove stope troškova držanja i osiguranja sabiraju se sa kamatnom stopom najskupljeg izvora finansiranja a potom se kvantifikacija sniženja odnosno povećanja troškova finansiranja, držanja i osiguranja zaliha vrši na prethodno opisani način.

Ovde se čitav problem svodi na teškoću utvrđivanja varijabilnih troškova zaliha (o čemu je bilo reči u ranije pomenutoj glavi) i ako se oni zaista ne mogu objektivno tačno utvrditi, naše je mišljenje da ih ne treba ni uzimati u obzir.

Sniženje i povećanje troškova finansiranja potraživanja od kupaca. Kvantifikacija troškova finansiranja potraživanja od kupaca obavlja se tako što se promene prosečno angažovanih obrtnih sredstava u potraživanjima od kupaca po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana vezivanja u posmatranom periodu množi sa korigovanom kamatnom stopom korišćenog najskupljeg kredita

u tom periodu. Korigovana kamatna stopa korišćenog najskupljeg kredita u posmatranom periodu u ovom slučaju dobija se nasledeći način. Kamatna stopa korišćenog najskupljeg kredita uvećava se za prosečnu stopu plaćenog kasa-skonto kupcima u posmatranom periodu, koja se dobija iz odnosa iznosa plaćenog kasa-skonto kupcima u posmatranom periodu i prosečnog salda potraživanja od kupaca u tom periodu, a umanjuje za prosečnu stopu zateznih kamata u posmatranom periodu, koja se dobija iz odnosa naplaćenih zateznih kamata od kupaca u posmatranom periodu i prosečnog salda potraživanja od kupaca u tom periodu. Logika ovog rešenja je u sledećem. Firma je po osnovu finansiranja potraživanja od kupaca ostvarila rashod u visini prosečnog salda potraživanja od kupaca pomnožen kamatnom stopom najskupljeg korišćenog kredita plus plaćeni kasa-skonto kupcima, a

ostvaren je i prihod po osnovu naplaćenih zateznih kamata od kupaca pa je otuda ostvarila neto rashod koji je ravan zbiru kamata za finansiranje potraživanja od kupaca plus plaćeni kasa-skonto kupcima minus naplaćena zatezna kamata od kupaca sve u posmatranom periodu. Kako se ovde kvantificira samo povećanje ili smanjenje neto rashoda po osnovu promene prosečnog salda potraživanja od kupaca pod dejstvom odstupanja stvarnog od normiranog broja dana vezivanja potraživanja od kupaca, to se povećanje i sniženje troškova finansiranja potraživanja od kupaca dobije množenjem promene prosečno angažovanih obrtnih sredstava u potraživanjima od kupaca po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana vezivanja sa korigovanom kamatnom stopom.

Saglasno prednjem, sniženje ili povećanje troškova finansiranja potraživanja od kupaca je:

Promene prosečnih potraživanja od kupaca po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana vezivanja	X	Korigovana kamatna stopa korišćenog najskupljeg kredita u posmatranom periodu	=	Sniženje, odnosno povećanje troškova finansiranja potraživanja od kupaca

Kada je promena prosečnih potraživanja od kupaca po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana vezivanja sa znakom *minus*, taj iznos pomnožen sa korigovanom kamatnom stopom korišćenog najskupljeg kredita (naravno, kamatna stopa za obračune u toku godine mora biti preračunata kako je objašnjeno kod zaliha) daće *sniženje* troškova finansiranja potraživanja od kupaca. Suprotno tome, kada je promena prosečnih potraživanja od kupaca po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana vezivanja sa znakom *plus*, taj iznos pomnožen korigovanom kamatnom stopom korišćenog najskupljeg izvora finansiranja daće *povećanje* troškova finansiranja potraživanja od kupaca.

Sniženje i povećanje troškova finansiranja po osnovu obaveza prema dobavljačima. Obaveze prema dobavljačima su besplatan izvor finansiranja u granicama ugovorenog roka dospeća obaveza. U tom roku može se os-

tvariti i dodatni prihod po osnovu korišćenja kasa-skonto koji odobravaju dobavljači. U uslovima kada se prekorači ugovoreni rok plaćanja, po pravilu, ostvaruje se rashod po osnovu zatezne kamate. Kvantifikacija *smanjenja* troškova finansiranja po osnovu povećanja broja dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima vrši se tako što se promena obaveza prema dobavljačima po osnovu broja dana raspoloživosti, koja je u ovom slučaju sa znakom *plus*, množi korigovanom kamatnom stopom korišćenog najskupljeg kredita u posmatranom periodu. *Povećanje* troškova finansiranja po osnovu smanjenja broja dana raspoloživosti prema dobavljačima kvantificira se tako što se promena obaveze prema dobavljačima po osnovu broja dana raspoloživosti, koja je u ovom slučaju sa znakom *minus*, množi korigovanom kamatnom stopom korišćenog najskupljeg kredita u posmatranom periodu.

Korigovana kamatna stopa korišćenog najskupljeg kredita u ovom slučaju se dobije tako što se kamatna stopa najskupljeg korišćenog kredita (u toku godine ona se, naravno, preračunava na relativnu kamatnu stopu npr. na tromesečnu ili polugodišnju kamatnu stopu kako je objašnjeno kod zalih) uveća za prosečnu stopu zateznih kamata i smanjuje za prosečnu stopu naplaćenog kasa-skonta od dobavljača. Prosečna stopa zatezne kamate dobija se tako što se iznos plaćenih zateznih kamata dobavljačima u posmatranom periodu stavi u odnos sa prosečnim saldnom obaveza prema dobavljačima u tom periodu, a prosečna stopa kasa-skonta dobije se tako što se iznos naplaćenog kasa-skonta od dobavljača u posmatranom periodu takođe stavi u odnos sa prosečnim saldnom obaveza prema dobavljačima u tom periodu. Logika ovog rešenja je u sledećem. Po osnovu zateznih kamata plaćenih dobavljačima firma ostvaruje rashod a po osnovu naplaćenog kasa-skonta od dobavljača ostvaruje prihod, odnosno sniženje rashoda. Neto sniženje ili povećanje rashoda je razlika između zateznih kamata i naplaćenog kasa-skonta. Ako su zatezne kamate veće od naplaćenog kasa-skonta, biće neto povećanje rashoda i obrnuto. Kada je ostvareno neto sniženje rashoda, obaveze prema dobavljačima kao izvor finansiranja su jeftinije od besplatnog izvora za iznos stope neto sniženja rashoda, koji se dobija iz odnosa neto sniženje rashoda i prosečnog salda obaveza prema dobavljačima. Kada je

ostvareno neto povećanje rashoda, obaveze prema dobavljačima kao izvor finansiranja nisu besplatne, njihova cena je ravna odnosu neto povećanja rashoda i prosečnog salda obaveza prema dobavljačima. Sabiranjem prosečne stope zateznih kamata i kamatne stope najskupljeg kredita i umanjenjem sa prosečnom stopom naplaćenog kasa-skonta, u stvari, svodi se cena najskupljeg izvora finansiranja na njegovu neto cenu, koja je uvek, dakako, viša od prosečne stope zatezne kamate jer se zatezne kamate plaćaju samo u slučaju prekoračenja roka plaćanja. Što se obaveze prema dobavljačima više koriste kao izvor finansiranja, manje će se koristiti najskuplji krediti, ostvariće se ušteda (smanjenje rashoda) i obrnuto, što se obaveze prema dobavljačima manje koriste kao izvor finansiranja, koristiće se više najskuplji krediti i povećaće se rashodi. Kako neto povećanje ili smanjenje rashoda kvantificiramo samo po osnovu promene prosečne obaveze prema dobavljačima po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana raspoloživosti, to se to povećanje ili sniženje rashoda (odnosno troškova finansiranja) dobija množenjem te promene obaveza prema dobavljačima korigovanim kamatnom stopom najskupljeg korišćenog kredita, koja je utvrđena na opisani način.

Saglasno prethodnom, sniženje ili povećanje troškova finansiranja po osnovu povećanja ili smanjenja broja dana raspoloživosti prema dobavljačima je:

Promena obaveza
prema dobavljačima
po osnovu odstupanja stvarnog X
od normiranog dana raspoloživosti

Korigovana kamatna
stopa korišćenog
najskupljeg kredita u
posmatranom periodu

=

Sniženje, odnosno
povećanje troškova
finansiranja po osnovu
obaveza prema dobavljačima

Kad je promena prosečnih obaveza prema dobavljačima po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana raspoloživosti sa znakom *plus*, ostvareno je *sniženje* troškova finansiranja po osnovu obaveza prema dobavljačima u gore kvantificiranom iznosu; obrnuto, kada je

promena prosečnih obaveza prema dobavljačima po osnovu odstupanja stvarnog od normiranog broja dana raspoloživosti sa znakom *minus*, ostvareno je *povećanje* troškova finansiranja po osnovu obaveza prema dobavljačima u gore kvantificiranom iznosu.

4.3.3. Korekcija ličnih dohodaka odgovornih radnika po osnovu sniženja, odnosno povećanja troškova finansiranja, držanja i osiguranja obrtnih sredstava

Budući da je u prethodnom odeljku izvršena kvantifikacija sniženja i povećanja troškova finansiranja, držanja i osiguranja po osnovu smanjenja i povećanja broja dana vezivanja zaliha, kao i kvantifikacija sniženja i povećanja troškova finansiranja po osnovu smanjenja i povećanja broja dana vezivanja potraživanja od kupaca i povećanja i smanjenja broja dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima, nužno je tim sniženjem i povećanjem troškova korigovati lične dohotke radnika odgovornih za upravljanje obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima kako bi se njihova odgovornost i materijalizovala i time učinila efikasnom u smislu sniženja troškova — što se može ostvariti jedino poboljšanjem upravljanja obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima. S tim u vezi postavljaju se tri pitanja: (1) koji su radnici odgovorni za upravljanje navedenim oblicima obrtnih sredstava i autonomnih izvora (2) kojim iznosom sniženja i povraćanja troškova se koriguju njihovi lični dohoci i (3) kako i u kom razdoblju se vrši korekcija ličnih dohodaka?

Identifikacija odgovornih radnika za upravljanje obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima. Saglasno organizaciji podele poslova i radnih zadataka u okviru preduzeća, nužno je identifikovati odgovorne radnike za upravljanje obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima. Budući da organizacija i podela poslova i radnih zadataka nije unificirana kod svih preduzeća, izložićemo identifikaciju odgovornih radnika po opštem pravilu organizacije ne vezujući je ni za jedno konkretno preduzeće.

Zalihe materijala i zalihe sitnog inventara, ambalaže i autoguma. Za upravljanje ovim zalihama odgovorni su svi radnici nabavne funkcije. Istina, visina ovih zaliha, između ostalog, zavisi i od kontinuiteta procesa proizvodnje,

ali nabavna funkcija mora da bude sposobna da uspori nabavke kada se kontinuitet proizvodnje prekine. U izuzetnim okolnostima odgovornost za upravljanje ovim zalihama mogla bi se proširiti i na onaj deo radnika proizvodne funkcije koji imaju za zadatak održavanje pogonske spremnosti.

Zalihe nezavršene proizvodnje i sopstvenih poluproizvoda. Za upravljanje ovim zalihama odgovoran je onaj deo radnika proizvodne funkcije čiji je zadatak organizacija proizvodnje, priprema proizvodnje i održavanje pogonske spremnosti postrojenja i uređenja.

Zalihe gotovih proizvoda. Za upravljanje zalihama gotovih proizvoda odgovorni su radnici prodajne funkcije.

Zalihe trgovinske robe. Za upravljanje zalihama trgovinske robe odgovorni su radnici nabavne i prodajne funkcije.

Potraživanja od kupaca. Radnici prodajne funkcije konkretizuju uslove svake pojedinačne prodaje u granicama opšteprihvaćenih uslova prodaje u smislu: načina plaćanja, roka plaćanja, kasa-skonto, diskontnog perioda za kasa-skonto i visine zatezne kamatne stope. Osim toga, oni vrše izbor kupaca a time snose i odgovornost za bonitet (kreditnu sposobnost) kupaca. Od uslova prodaje i boniteta kupca zavisi u kome će se roku naplatiti potraživanje od kupaca i koliko će se po tom osnovu ostvariti smanjenje prihoda (kasa-skonto) i ostvariti povećanje prihoda po osnovu zatezne kamate, pa je po tom osnovu i odgovornost svih radnika prodajne funkcije. Realizacija naplate potraživanja od kupaca spada u nadležnost svih radnika prodajne i finansijske funkcije pa je na njima i odgovornost za naplatu potraživanja od kupaca. Saglasno tome, svi radnici prodajne i finansijske funkcije odgovorni su za upravljanje potraživanjima od kupaca.

Obaveze prema dobavljačima. Svi radnici nabavne funkcije bave se nabavkom materijala, sitnog inventara i trgovačke robe i s tim u vezi sa svakim pojedinačnim dobavljačem

utvrđuju uslove nabavke, koji pored cene obuhvataju: način plaćanja, rok plaćanja, visinu kasa-skonta, diskontni period za kasa-skonto i visinu stope zateznih kamata. Time oni određuju rok raspoloživosti izvora po osnovu obaveza prema dobavljačima, mogućnosti ostvarenja prihoda po osnovu kasa-skonta dobijenog od dobavljača i visinu rashoda po osnovu zatezne kamate, pa otuda i odgovornost svih radnika nabavne funkcije za rok raspoloživosti tih obaveza i prihode i rashode koji s njima u vezi nastaju. Realizaciju isplate obaveza prema dobavljačima u vidu plaćanja i obračun prihoda i rashoda po tom osnovu obavlja finansijska funkcija, pa otuda i odgovornost svih radnika zaposlenih u njoj za te obaveze i prihode i rashode koji se s njima u vezi ostvaruju. Saglasno tome, za obaveze prema dobavljačima odgovorni su radnici nabavne i finansijske funkcije.

Iznos sniženja i povećanja troškova finansiranja, držanja i osiguranja kojim se koriguju lični dohoci odgovornih radnika i donja i gornja granica korekcije. Kada se ostvari sniženje troškova u iznosu kvantificiranom u prethodnom odeljku, doći će do sniženja rashoda za iznos sniženja troškova finansiranja, držanja i osiguranja. Obrnuto od toga, kada se ostvari povećanje troškova, takode kvantificirano u prethodnom odeljku, doći će do povećanja rashoda za iznos povećanja troškova finansiranja, držanja i osiguranja. Ovo zbog toga što smo kroz korekciju

Za sniženje troškova finansiranja, držanja i osiguranja po osnovu zaliha:

Sniženje troškova, finansiranje, držanje i osiguranje određene vrste zaliha	X	Planirani procent učešća bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima	=	Deo sniženja za povećanje bruto ličnih dohodaka odgovornih radnika

Za sniženje troškova finansiranja po osnovu potraživanja od kupaca:

Sniženje troškova finansiranja potraživanja od kupaca	X	Planirani procenti učešća bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima	=	Deo sniženja za povećanje bruto ličnih dohodaka radnika prodajne i finansijske funkcije

kamatne stope prihode i rashode po osnovu finansiranja uvek svodili na neto smanjenje i povećanje troškova finansiranja, a kod zaliha kamatnu stopu najskupljeg korišćenog kredita uvećavali za stopu troškova držanja zaliha i stopu troškova osiguranja zaliha.

Kad se uzmu u odnos planirani bruto lični dohoci svih radnika preduzeća i planirani ukupni rashodi (obe veličine su utvrđene planskim bilansom uspeha), dobiće se udeo bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima. Kad se ostvari sniženje rashoda po osnovu troškova finansiranja, držanja i osiguranja, bruto lični dohodak odgovornih radnika za upravljanje obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima koriguje se naviše iznosom koji se dobija iz umnoška ostvarenog sniženja troškova i uдела bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima. Obrnuto od toga, kad se ostvari povećanje troškova, bruto lični dohoci odgovornih radnika za upravljanje obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima koriguju se naniže iznosom koji se dobije umnoškom ostvarenog povećanja troškova sa udelom bruto ličnih dohodaka u rashodima.

Prema tome, saglasno identifikaciji odgovornosti za upravljanje obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima u prethodnoj tački ovog odeljka i kvantifikaciji sniženja troškova finansiranja, držanja i osiguranja izvršenoj u prethodnom odeljku, povećanje i smanjenje bruto ličnih dohodaka po osnovu sniženja i povećanja troškova su:

Za sniženje troškova finansiranja po osnovu obaveza prema dobavljačima:

Sniženje troškova finansiranja po osnovu obaveza prema dobavljačima	X	Planirani procent učešća bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima	=	Deo sniženja za povećanje bruto ličnih dohodaka za radnike nabavne i finansijske funkcije

U slučaju povećanja troškova finansiranja, držanja i osiguranja deo povećanja kojim se smanjuju bruto lični dohoci odgovornih radnika za upravljanje obrtnim sredstvima i autonomnim izvorima izračunava se na isti način kao i povećanje, s tim što se ovde, naravno, povećanje troškova finansiranja, držanja i osiguranja množi učešćem bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima.

Način i vreme korekcije bruto ličnih dohodaka po osnovu troškova finansiranja. Ovde treba razjasniti kako se alocira iznos za povećanje ili smanjenje bruto ličnih dohodaka po osnovu upravljanja obrtnim sredstvima na pojedine radnike i u kom vremenu i kako se vrši sama korekcija bruto ličnih dohodaka.

Alokacija iznosa za povećanje i smanjenje bruto ličnih dohodaka na pojedine radnike. Iznos za povećanje ličnih dohodaka i iznos za smanjenje bruto ličnih dohodaka kvantificiranih u prethodnoj tački alocira se na pojedine radnike srazmerno bruto ličnom dohotku svakog radnika ostvarenom u periodu za koji se vrši obračun.

Vreme i način obračuna korekcije bruto ličnih dohodaka po osnovu troškova finansiranja. Obračun korekcije bruto ličnih dohodaka, u principu, može se vršiti svakog meseca za protekli mesec ili, pak, početkom tekućeg kvartala za prethodni kvartal. Dok se ne uhoda ovaj sistem i ne steknu praktična iskustva u njegovoj realizaciji, smatramo da je u prve dve godine primene bolje ići na *kvartalni obračun*.

Način obračuna korekcija je kumulativan. Ovo praktično znači da se pri svakom obračunu sniženja i povećanja troškova finansiranja obuhvata čitavo razdoblje od početka godine do kraja meseca, odnosno kvartala sa

kojom se vrši obračun. Tako izračunato povećanje ili sniženje troškova pomnoženo procentom učešća planiranih bruto ličnih dohodaka u planiranim ukupnim rashodima daje kumulativni iznos korekcije bruto ličnih dohodaka odgovornih radnika takođe za razdoblje od početka godine do kraja meseca odnosno kvartala sa kojim se vrši obračun. Naravno, po prvom obračunu odgovornim radnicima će se uvećati ili smanjiti bruto lični dohoci za kvantificirani iznos povećanja i smanjenja bruto ličnih dohodaka po osnovu troškova i to prilikom prve naredne isplate, a kod svakog narednog obračuna kvantificirano povećanje i smanjenje bruto ličnih dohodaka koriguje se za izvršeno povećanje ili smanjenje bruto ličnih dohodaka u prethodnim obračunima jer je obračun kumulativan, a samo sa razlikom se uvećava ili smanjuje prva naredna isplata ličnih dohodaka.

Moguće je da se ostvare znatne korekcije bruto ličnih dohodaka pojedinih radnika po osnovu troškova. Ova mogućnost postoji kada je kamatna stopa korišćenog najskupljeg kredita enormno visoka. Istina, tu mogućnost donekle sprečava relativno mali planirani udeo bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima, ali verovatno ne dovoljno da bi se sprečilo enormno visoko povećanje i smanjenje bruto ličnih dohodaka odgovornih radnika po osnovu troškova finansiranja. Otuda povećanje i smanjenje bruto ličnih dohodaka po osnovu troškova ipak treba ograničiti na jednu razumnu meru, koja bi bila i stimulativna i zaštitila radnika u slučaju enormnog povećanja troškova finansiranja. Nama izgleda da bi to ograničenje trebalo da iznosi između 20 i 30% s tim što se u prvo

vreme primene sistema primenjuje jače ograničenje od 20%, a kasnije slabije od 30%. Ovo praktično znači da se bruto lični dohodak nijednom odgovornom radniku po

osnovu troškova ne bi mogao ni povećati ni smanjiti preko 20, odnosno 30%, a od toga moguć je svaki niži procent, naravno, ako on rezultira iz obračuna.

*

*

*

Kod preduzeća gde je izuzetno nizak udeo planiranih bruto ličnih dohodaka u planiranim ukupnim rashodima, kao što je slučaj, na primer, u trgovini na veliko, udeo bruto ličnih dohodaka u ukupnim rashodima može se multiplicirati (na primer, sa 2) sa ciljem da se jače odrazi sniženje ili povećanje troškova finansiranja, držanja i osiguranja obrtnih sredstava na bruto lične dohotke odgovornih radnika. No, u svakom slučaju, od politike vrednovanja ličnih dohodaka po drugim osnovama i merilima zavisice relativna vrednost ovog kriterijuma budući da su ukupni lični dohoci moraju uklopiti u okvire kolektivnog ugovora.

4.3.4. Normiranje broja dana vezivanja obrtnih sredstava i broja dana raspoloživosti autonomnih izvora

Broj dana vezivanja obrtnih sredstava (zalihe i potraživanja od kupaca) i broj dana raspoloživih obaveza prema dobavljačima treba normirati tako da je on objektivno u datim uslovima ostvarljiv. S tim u vezi, po našem mišljenju, broj dana vezivanja obrtnih sredstava i broj dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima treba normirati na sledeći način:

Normiranje broja dana vezivanja zaliha materijala, zaliha sitnog inventara, ambalaže i auto-guma. U uslovima kada je određen maksimum i minimum ovih zaliha, zbir maksimalnih i minimalnih zaliha podeljen sa dva daje optimalne zalihe. Kada se vrednost godišnjeg utroška zaliha podeli optimalnim zalihama, dobiće se koeficijent obrta zaliha. Deljenjem broja dana u godini koeficijentom obrta zaliha, dobiće se broj dana vezivanja koji se može uzeti za normirani broj

dana vezivanja. Kada nije određen maksimum i minimum zaliha, što je, na žalost, čest slučaj u našoj privredi, neophodno je za nekoliko godina unazad (četiri do pet godina) utvrditi ostvareni broj dana vezivanja i za normirani broj dana vezivanja uzeti broj dana vezivanja kada je bio najniži. Eventualno, ako je koeficijent obrtaja u svim godinama visok, za normirani broj dana vezivanja mogao bi se uzeti prosečno ostvareni broj dana vezivanja u posmatranim godinama. Ukoliko je u svim posmatranim godinama koeficijent obrtaja zaliha nizak ili previsok, trebalo bi normirani broj dana vezivanja odrediti prema stvarnom broju dana vezivanja drugog preduzeća koje se bavi istom delatnošću a ima i prihvatljiv koeficijent obrtaja zaliha.

Normiranje broja dana vezivanja zaliha nezavršene proizvodnje. Ovde je normirani broj dana vezivanja proizvodnje ravan broju dana trajanja tehnološkog procesa. Ukoliko na ovaj način nije moguće utvrditi normirani broj dana vezivanja zaliha nezavršene proizvodnje, treba se osloniti na višegodišnje stvarne dane vezivanja nezavršene proizvodnje ili sopstvene, ili drugog privrednog preduzeća iste delatnosti, kao što je objašnjeno kod zaliha materijala.

Normiranje broja dana vezivanja zaliha sopstvene proizvodnje. Normirani broj dana vezivanja ovih zaliha utvrditi na bazi višegodišnjeg sopstvenog stvarnog broja dana vezivanja kao što je objašnjeno kod zaliha materijala.

Normiranje broja dana vezivanja zaliha gotovih proizvoda. Normirani broj dana vezivanja ovih zaliha treba odrediti na bazi višegodišnjeg stvarnog broja dana vezivanja

bilo sopstvenih bilo kog drugog preduzeća iste delatnosti, kao što je objašnjeno kod залиха materijala.

Normiranje broja dana vezivanja potraživanja od kupaca i normiranje broja dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima. Normirani broj dana vezivanja potraživanja od kupaca mora da bude uzajaman sa normiranim brojem dana raspoloživosti obavezama prema dobavljačima. Za svaku pojedinačnu robu, zavisno od položaja tog proizvoda na tržištu, između kupca i prodavca dolazi do nagodbe o roku plaćanja. Time je među njima obligaciono određen rok izmirenja potraživanja i obaveza, a to je ujedno rok vezivanja potraživanja za prodavca i rok raspoloživosti obaveza kao izvora finansiranja za kupca. Da li će taj rok biti kraći ili duži, zavisno od jačine argumenata o položaju proizvoda na tržištu koje će upotrebiti kupac i prodavac pri zaključenju ugovora. Kupac će svakako upotrebiti one argumente koji govore o slabijem položaju proizvoda na tržištu sa ciljem da rok bude što duži, a prodavac će upotrebiti argumente koji govore o boljem položaju njegovog proizvoda na tržištu sa ciljem da se izбори za kraći rok naplate.

Pri prodaji robe dolazi do nagodbe između prodavca i kupca u smislu roka plaćanja. Prodavac ne bi smeo da proda robu sa dužim rokom naplate nego što je rok isplate obaveza prema dobavljaču. Prema tome, gornji limit broja dana vezivanja potraživanja od kupaca je broj dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima. Ako se prodaja vrši po prethodno definisanom limitu, u pogledu broja dana vezivanja preduzeće će imati ravnotežu između broja dana naplate potraživanja od kupaca i broja dana dospeća roka isplate obaveza prema dobavljačima, čime je stvoren uslov za održavanje likvidnosti u tom segmentu kratkoročnog finansiranja. Međutim, svako preduzeće treba da postigne i više od toga, odnosno da broj dana naplate potraživanja od kupaca bude manji od broja dana dospeća za plaćanje obaveza

prema dobavljačima, jer to stvara uslove da se u okviru kratkoročnog finansiranja ostvari likvidna rezerva a, uz to, u vreme inflacije smanjuje inflatorne gubitke na potraživanjima od kupaca i povećava inflatorne dobitke na obaveze prema dobavljačima. Ta šansa zavisi od položaja proizvoda na tržištu koji se prodaje i položaja proizvoda na tržištu koji se kupuje, ali i od lične spretnosti prodavca, odnosno kupca kada je položaj proizvoda na tržištu koji se prodaje bolji od položaja proizvoda na tržištu koji se kupuje a uz to zavidna lična sposobnost omogućuje prodavati s kraćim rokovima naplate a kupovati s dužim rokovima plaćanja. Obrnuto, kada je lošiji položaj na tržištu proizvoda koji se prodaje od položaja proizvoda koji se kupuje a uz to i slaba lična sposobnost, prodavaće se s dužim rokovima naplate a kupovati s kraćim rokovima plaćanja. Međutim, kada je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena ka sredstvima, ovo vodi ka permanentnoj nelikvidnosti, pa takvu kupovinu treba na svaki način izbeći i težiti da se bar prodaje i kupuje sa istim rokovima naplate i plaćanja.

Budući da većina preduzeća krajem tekuće i početkom naredne godine ugovara nabavku najvećeg dela materijala, odnosno trgovačke robe, smatramo da broj dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima treba normirati na bazi ponderisanog broja dana isplate obaveza prema dobavljačima.

Ponderisani broj dana isplate obaveza prema dobavljačima dobija se po sledećem postupku koji je prikazan na sledećoj strani.

Normirani broj dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima ravan je zbiru kolone 5 date tabele.

U pomenutu tabelu ne treba unositi u zaseban red svakog pojedinačnog dobavljača sa kojim je zaključen ugovor, već u jedan red treba uneti sve dobavljače sa kojima je ugovoren isti rok plaćanja. Osim toga, kolone 3 i 5 treba raditi sa što većim brojem decimala

(U 000 dinara)				
Dobavljači	Ugovorena vrednost nabavke	Udeo pojedinačnog dobavljača u ukupnoj vrednosti ugovorene nabavke	Ugovoreni rok plaćanja	Ponderisani rok plaćanja (3 x 4)
1	2	3	4	5
Zbir	100		xxx	

da bi se dobio što tačniji broj normiranih dana raspoloživosti.

Normirani broj dana vezivanja potraživanja od kupaca dobija se tako što se normirani broj dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima podeli koeficijentom koji se dobije iz odnosa prosečnih obaveza prema dobavljačima i prosečnog potraživanja od kupaca u prethodnoj godini pod uslovom da je taj koeficijent veći od 1. Ako je koeficijent manji od 1, normirani broj dana vezivanja potraživanja od kupaca ravan je normiranom broju raspoloživosti obaveza prema dobavljačima.

U izuzetnim okolnostima, kada se objektivno proceni da će doći do povećane konkurencije na prodajnom tržištu u tekućoj u odnosu na prethodnu godinu a pomenuti koeficijent je veći od 1, organ upravljanja može odlučiti da koeficijent smanji ali, naravno, ne ispod 1.

Navedeni način utvrđivanja normiranog broja dana vezivanja potraživanja od kupaca i normiranog broja dana raspoloživosti obaveza prema dobavljačima odražava realno stanje na tržištu, a uz to obezbeđuje pomeranje kratkoročne finansijske ravnoteže u segmentu potraživanja od kupaca i obaveza prema dobavljačima ka smeru koji obećava obezbeđenje sigurnosti u održavanju likvidnosti finansiranja. U najgorim slučajevima ovim se u startu obezbeđuje uspostavljanje kratkoročne finansijske ravnoteže u posmatranom segmentu (to bi bio slučaj kada bi normirani broj dana vezivanja

bio jednak normiranom broju dana raspoloživosti, što će se dogoditi samo ako su navedeni koeficijenti 1 ili manji od 1), a time i stvaranje uslova za održavanje likvidnosti. Kako, međutim, mehanizam korekcije ličnih dohodaka po osnovu troškova finansiranja podstiče na smanjenje broja dana vezivanja i povećanje broja dana raspoloživosti, realno je očekivati da će pod tim uticajem zaista doći do takve kratkoročne finansijske ravnoteže u segmentu potraživanja od kupaca i obaveza prema dobavljačima koja obezbeđuje i sigurnost u održavanju likvidnosti. Ova sigurnost održavanja likvidnosti ispoljava se u obliku likvidne rezerve pod uslovom da postoji dugoročna finansijska ravnoteža i da je broj dana vezivanja drugih oblika kratkoročno vezanih sredstava jednak broju dana raspoloživosti drugih oblika kratkoročnih izvora finansiranja; a kada je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena ka sredstvima, ispoljavaće se u finansiranju dugoročno vezanih sredstava iz kratkoročnih izvora finansiranja bez ugrožavanja likvidnosti, naravno, opet pod uslovom da je broj dana vezivanja drugih oblika kratkoročno vezanih sredstava jednak broju dana raspoloživosti drugih oblika kratkoročnih izvora finansiranja.

4.3.5. Preduslovi za realizaciju koncepta upravljanja obrtnim sredstvima

Da bi predloženi koncept upravljanja obrtnim sredstvima zaživeo, neophodno je ispuniti sledeće preduslove:

(1) Način vrednovanja ličnih dohodaka po osnovu upravljanja obrtnim sredstvima, dakako, mora da bude ugrađen u akt o vrednovanju ličnih dohodaka.

(2) Godišnjim planom u okviru planskog bilansa stanja moraju biti iskazane norme broja dana vezivanja, odnosno raspoloživosti naročito onih obrtnih sredstava i onih autonomnih izvora koji su uključeni u sistem vrednovanja ličnih dohodaka.

(3) U oblasti knjigovodstva mora se obezbediti:

- tačno iskazivanje prosečnog stanja i efekata: zaliha, potraživanja od kupaca i obaveza prema dobavljačima;
- evidentiranje na posebnim analitičkim računima u okviru glavne knjige: plaćenog kasa-skonta kupcima i naplaćene zatezne kamate od kupaca, naplaćenog kasa-skonta

od dobavljača i plaćene zatezne kamate dobavljačima;

- u okviru analitičke evidencije o ličnim dohocima na subanalitičkim računima treba obezbediti evidenciju bruto ličnih dohodaka odgovornih radnika za upravljanje obrtnim sredstvima po području odgovornosti i evidenciju ostvarenog ličnog dohotka po osnovu upravljanja obrtnim sredstvima i po području odgovornosti, i po svakom radniku;

- ukoliko se u obračun uključuju, pored troškova finansiranja i troškovi držanja i osiguranja zaliha, u okviru glavne knjige na analitičkim računima treba odvojeno pratiti varijabilne troškove držanja i troškove osiguranja zaliha, i to po pojedinim vrstama zaliha budući da odgovornost za upravljanje pojedinim vrstama zaliha pada na različite grupe radnika.

VII. PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA

„Vrednost, kao i lepota, nalazi se u svesti posmatrača.”

Shannon P. Pratt

1. OPŠTA TEORIJA

„Jedan od čestih izvora prave konfuzije između cene i vrednosti leži u tendenciji sudova, zajedno s drugim licima, da o vrednosti razmišljaju kao o nečem nerazdvojivom od stvari koja se vrednuje, a ne o nečijem ličnom stavu prema toj stvari u svetlu njene procenjene sposobnosti da izvrši neki rad. Da li jedna stvar, kao predmet apstraktnog razmišljanja, ima vrednost osim za lica za koja ona predstavlja vrednost, ili je pak nema, jeste pitanje na koje ne treba davati odgovor u okviru teorije o procenjivanju. Svakako da, kada je reč o novčanom vrednovanju, imovina nema nikakvu vrednost dok ne dođe da bude iskorišćena od ljudskih bića”.

James C. Bonbright

Teorija procene vrednosti preduzeća je deo ekonomske teorije o izboru investicija, koja se bazira na rentabilnosti investicija, a to znači da se proces vrednovanja usmerava na vrednovanje interesa. „Prema teoriji, vrednost interesa u jednom preduzeću ovisi od budućih koristi koja će se dobiti od toga.”¹⁵¹ Da bi se ostvarila u budućnosti korist, mora da postoji, naravno, baza koja stvara tu korist. Ta baza jeste preduzeće, a preduzeće čine sredstva, pri čemu su sredstva, po pravilu u raznim pojavnim oblicima, a deo tih sredstava potiče od dugova (obaveza), a deo od kapitala vlasnika; zatim, postoji organizacija preduzeća i reputacija preduzeća na svim tržištima, na tržištu — prodajnom,

nabavnom, finansijskom i radne snage. Kupovinom preduzeća menja se vlasnik preduzeća pri čemu novi vlasnik preuzima čitavo preduzeće, tj. sredstva, dugove, organizaciju i reputaciju na tržištu, kao bazu za ostvarivanje koristi, a bivši vlasnik dobija vrednost sopstvenog kapitala. Kolika je vrednost sopstvenog kapitala preduzeća koje menja vlasnika zavisi od procene koristi, pri čemu ta procena koristi može da bude objektivna i subjektivna, zavisno od toga čiji se interesi vrednuju. Ako je procenjivač nezavisan, on će procenjivati buduće koristi objektivno ne zastupajući ni interese sadašnjeg, ni interese budućeg vlasnika preduzeća, rezultat te procene biće „objektivna vrednost preduzeća”

¹⁵¹ Shannon P. Pratt, *Valuing a business*, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Second Edition, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1989, str. 23.

prihvatljiva za bilo kog investitora. Ako procenjivač zastupa interese bilo sadašnjeg bilo budućeg vlasnika preduzeća, on će buduće koristi procenjivati subjektivno pod uticajem ili budućeg ili sadašnjeg vlasnika preduzeća, a rezultat te procene biće „subjektivna vrednost preduzeća”. U principu, polazi se od nezavisnog procenjivača, koji procenjuje buduće koristi objektivno i dolazi do „objektivne vrednosti preduzeća”. Ta „objektivna vrednost” je polazna osnova za nagodbu između budućeg vlasnika (kupca) i sadašnjeg vlasnika (prodavca) preduzeća. Iz te nagodbe proizlazi cena preduzeća po kojoj ono menja

vlasnika, a cena preduzeća je pod uticajem subjektivnih interesa i kupca i prodavca, pri čemu se ti subjektivni interesi argumentiraju u samoj nagodbi bilo samostalno od strane kupca i prodavca, bilo uz učešće njihovih savetnika koji su, dakako, eksperti za procenu vrednosti preduzeća. Otuda se cena po kojoj preduzeće menja vlasnika najčešće razlikuje od „objektivne vrednosti”, jer će kupac upotrebiti argumente da je cena niža od „objektivne vrednosti”, a prodavac će upotrebiti argumente da je cena preduzeća viša od „objektivne vrednosti”. Ceo taj proces nagodbe može se ovako prikazati:

$$\text{Objektivna vrednost} + \text{Subjektivna vrednost prodavca} - \text{Subjektivna vrednost kupca} = \text{Cena preduzeća.}$$

U ovoj nagodbi o ceni preduzeća, kupac ima u vidu gornju (maksimalnu) cenu, a prodavac ima u vidu donju (minimalnu) cenu. Gornja (maksimalna) cena preduzeća za kupca može da bude dvojako određena:

- ili vrednosti budućih koristi koju bi ostvario alternativnim ulaganjem kapitala
- ili vrednosti budućih koristi koju će ostvariti kupovinom preduzeća koje se prodaje pri čemu su te koristi subjektivno vrednovane uključujući i sinergijske efekte.

Od ove dve vrednosti kupac će izabrati kao maksimalnu cenu onu koja je niža.

Donja (minimalna) cena za prodavca, takođe, može da bude dvojako određena:

- ili vrednost koristi koju već ostvaruje od posедovanja preduzeća,
- ili likvidaciona vrednost.

Prodavac će, naravno, kao donju (minimalnu) cenu odabrati onu vrednost koja je viša.

Između gornje cene i donje cene preduzeća jesu argumenti kupca, koji nastoji da cena preduzeća bude ispod gornje granice i argumenti prodavca, koji nastoji da cena preduzeća bude iznad donje cene.

Buduće koristi od kojih zavisi vrednost preduzeća nisu imaginarne ili duhovne vrednosti, već novčana primanja po osnovu posедovanja vlasništva nad preduzećima. Ta buduća novčana primanja vlasnika preduzeća kvantitativno se mogu izraziti ili dobitkom ili novčanim tokom (cash flow). Ako su buduća novčana primanja izražena dobitkom, to praktično znači da je u fokusu korist kojom se uvećava kapital (imovina) vlasnika preduzeća. Ako se buduća primanja izražavaju novčanim tokom, u fokusu je korist kojom se izražava i uvećanje sopstvenog kapitala, i mobilizacija (ponovno pretvaranje uloženog kapitala u gotovinu) i plaćanje obaveza; drugim rečima, novčani tok stavlja naglasak na likvidnost direktno a na uvećavanje sopstvenog kapitala indirektno.

Budući da postoji vremenska vrednost novca, novac koji će se primiti u budućnosti ima manju vrednost od novca koji je primljen danas, jer se danas primljeni novac može reinvestirati, što će u budućnosti doneti prinos, a tog prinosa kod novca koji će biti primljen u budućnosti nema, buduća primanja u vidu dobitka ili čistog novčanog toka se diskontuju na sadašnju vrednost, tj. vrednost na dan procene. Otuda, vrednost preduzeća ne zavisi od visine očekivanih primanja (bilo

u vidu dobitka, bilo u vidu čistog novčanog toka) već i od cene kapitala; viša cena kapitala daje niži diskontni faktor a time i nižu vrednost preduzeća i obrnuto, niža cena kapitala daje više diskontni faktor a time i višu vrednost preduzeća.

Možda je ovde korisno razjasniti neke razlike u oceni rentabilnosti investicionog programa i u proceni vrednosti preduzeća, koje se sastoje u sledećem:

- kod investicionog programa polazi se od ulaganja u stalna sredstva (nematerijalna ulaganja, materijalna ulaganja, dugoročne obavezne plasmane vezane za materijalna ulaganja) i u trajna obrtna sredstva, a kod procene vrednosti preduzeća pri primeni prinosnih metoda to nas ne zanima;

- kod investicionih programa korist se vrednuje prinosom na ukupan (sopstveni i pozajmljeni) kapital, a to znači da je prinos u vidu dobitka na sopstveni i pozajmljeni kapital ravan neto dobitku uvećanom za troškove kamata na pozajmljeni kapital, a čisti novčani tok je ravan zbiru neto dobitka, amortizacije i naplaćene glavnice obaveznih dugoročnih plasmana uvećanog za troškove kamata. Kod procene vrednosti preduzeća, vrednovanje koristi uslovljeno je da li se vrednost sopstvenog kapitala procenjuje direktno ili indirektno. Ako se vrednost sopstvenog kapitala procenjuje direktno, iz prinosa se isključuje servisiranje dugova — troškovi kamata se isključuju iz dobitka a iz čistog novčanog toka se isključuju takođe troškovi kamata, ali i otplata glavnice. Kod procene vrednosti sopstvenog kapitala indirektno, što znači da se prvo procenjuje ukupna imovina (aktiva) a potom se od procenjene ukupne imovine odbijaju dugovi, što daje procenjenu vrednost sopstvenog kapitala, iz prinosa ne isključuje servisiranje dugova. Najzad, kod procene vrednosti sopstvenog kapitala u prinos se može uključiti dobitak i u obliku neto dobitka i u obliku bruto dobitka, što uslovljava sadržine cene

kapitala. Kada je u prinos uključen neto dobitak, cena kapitala ne obuhvata porez na rezultat, a kada je u prinos uključen bruto dobitak, cena kapitala obuhvata i porez na rezultat. Tako se postiže konzistentnost između prinosa i cene kapitala;

- kod investicionih programa cena izvora finansiranja se utvrđuje ponderisanjem stope prinosa na sopstveni kapital i kamatne stope na pozajmljeni kapital iz koga se investicija finansira. Kod procene vrednosti preduzeća cena kapitala na bazi ponderisanja prinosa na sopstveni kapital i kamatne stope na dugove utvrđuje se samo ako se indirektno procenjuje vrednost sopstvenog kapitala a kod direktne procene vrednosti sopstvenog kapitala, cena kapitala predstavlja stopu prinosa na sopstveni kapital, a to je stopa prinosa na bez rizična ulaganja korigovana sa stopom premije za rizik;

- prihvatljiv je investicioni program koji obećava neto sadašnju vrednost ravnu nuli ili veću od nule, odnosno koji obećava internu stopu prinosa jednaku ili veću od cene izvora finansiranja (odnosno od stope kriterija), a kod procene vrednosti preduzeća prihvatljivost procenjene vrednosti primenom prinosnih metoda leži u njenoj objektivnosti, pri čemu procenjena objektivna vrednost ne može da bude niža od likvidacione vrednosti preduzeća, a uz to mora da obećava i prihvatljivu stopu prinosa na sopstveni kapital budućem vlasniku preduzeća.

Videli smo da procena vrednosti preduzeća bazira na očekivanoj koristi i ceni kapitala i, mada je to u osnovi ispravan postupak, ipak se ne primenjuje u svim slučajevima. Tako, na primer, sudovi u Sjedinjenim Američkim Državama zazuiru od procene vrednosti preduzeća na bazi očekivanog dobitka ili čistog novčanog toka smatrajući da su u kvantifikaciji očekivanog dobitka i čistog novčanog toka moguće namerne manipulacije i na gore i na dole. Otuda sudovi više veruju ostvarenim podacima u prošlosti nego projektova-

nim podacima u budućnosti, što implicira na primenu metode kapitalizacije dobitka.¹⁵² Međutim, ako se uzima ostvareni dobitak u prošlosti, pretpostavlja se da će se on ponavljati u nizu uzastopnih godina u budućnosti, dakle, radi se o stabilizovanom dobitku u nizu uzastopnih narednih godina, a dobitak iz prošlosti, u principu, se ne može izjednačiti sa stabilizovanim dobitkom. Otuda procenjač mora uzeti u obzir uslove ostvarenja dobitka u prošlosti, sučeljenih sa očekivanim uslovima ostvarenja dobitka u budućnosti, očistiti neponovljive prihode i rashode u prošlosti, a ponovljive prihode i rashode korigovati u skladu sa očekivanim uslovima, da bi najzad došao do stabilizovanog dobitka koji će se sa najvećom verovatnoćom ostvarivati u nizu uzastopnih godina.

Najzad, ako se procenjuju delovi preduzeća opšte je pravilo da zbir procenjenih delova preduzeća ne mora odgovarati procenjenoj vrednosti čitavog preduzeća. Brojni su razlozi tome. Ako se prodaje deo preduzeća ili pojedinačna imovina, ne prodaje se organizacija, ugled i renome preduzeća. Ako se procenjuje vrednost čitavog preduzeća, pojedini delovi preduzeća ili imovinski delovi ne procenjuju se, u principu zasebno, a ako je predmet procene deo preduzeća ili imovinski deo onda se oni procenjuju bez procene vrednosti čitavog preduzeća. Delovi preduzeća ili imovinski deo preduzeća može se, u principu, proceniti na dva načina. Ako delovi preduzeća ili imovinski deo preduzeća odbacuje prinos u

vidu dobitka, mogu se pri proceni primeniti prinosne metode kao i kod preduzeća, a ako to nije slučaj procena se vrši na bazi vladajuće tržišne cene na dan procene uzimajući u obzir položajnu rentu i preostali vek trajanja dela preduzeća, odnosno imovinskog dela koji se procenjuje. Ako se prodaje udeo ortaka u ortačkom preduzeću ili ako se prodaju deonice koje ne kotiraju na berzi, procena vrednosti udela odnosno deonice je, između ostalog, i pod uticajem šta vlasnici predstavljaju u upravljanju preduzećem, imaju li status većine ili manjine. Ako imaju status manjine (minorni deoničari, na primer) procenjena vrednost udela odnosno deonice biće manja, zato što budući suvlasnici nemaju presudan uticaj na donošenje upravljačkih odluka. Primera radi, ako su radnici preduzeća njegovi većinski a investitori izvan preduzeća njegovi manjinski deoničari, razume se da ovi potonji ne mogu presudno uticati na odluku o raspodeli neto dobitka, a radnici će, možda, pri odlučivanju o raspodeli neto dobitka preferirati plate na štetu dividende, što ne odgovara investorima izvan preduzeća, jer je prinos na njihov uloženi kapital manji, ali oni na to ne mogu uticati jer nemaju većinu u skupštini deoničara. Zato je za minorne deoničare prihvatljiva procenjena niža vrednost deonica, budući da će za otkupljeni stanoviti broj deonica uložiti manje kapitala, što će im pri datoj proporciji raspodele neto dobitka doneti veću stopu prinosa po osnovu dividende na uloženi kapital.

152 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 36.

2. DEFINICIJA VREDNOSTI PREDUZEĆA I PRIMENA STANDARDA I PREPORUKA ZA PROCENU VREDNOSTI PREDUZEĆA

„Nemoguće je objektivno i razumno raspravljati o metodama vrednovanja, a da to ne dovedemo u vezu sa nekom definicijom vrednosti”

James C. Bonbright

2.1. Definicija vrednosti preduzeća

U teoriji i praksi postoje različita shvaćanja vrednosti koja se u datim uslovima primenjuju pri proceni vrednosti preduzeća. S tim u vezi, Pratt definiše sledeće koncepte vrednosti:

- prava tržišna vrednost,
- prava ili čista vrednost,
- investiciona vrednost,
- unutrašnja ili fundamentalna vrednost,
- vrednost uspešnosti preduzeća,
- likvidaciona vrednost, i
- knjigovodstvena vrednost.¹⁵³

Prava tržišna vrednost. „Definicija prave tržišne vrednosti je skoro univerzalno prihvaćena kao gotovina ili ekvivalent gotovine, odnosno gotovinska vrednost po kojoj imovina prelazi iz vlasništva prodavca u vlasništvo kupca na određenoj osnovi, tj. uz odgovarajuću obaveštenost obojice o bitnim činjenicama i bez ikakve prinude na ma kojeg od njih da proda ili da kupi”¹⁵⁴ Koncept prave tržišne vrednosti podrazumeva:

● prvo, pod tržištem se ovde podrazumevaju svi potencijalni kupci i prodavci, a ne,

konkretni kupac i prodavac, što znači da je reč o hipotetičnim kupcima i prodavcima. Iz tog sledi da data cena ne bi mogla da bude sinonim za pravu tržišnu vrednost ako bi bila pod uticajem motivacija (interesa) koje nisu svojstvene svakom kupcu i svakom prodavcu;

● drugo, koncept prave tržišne vrednosti polazi od preovlađujućih ekonomskih i tržišnih uslova na dan procene;

● treće, koncept prave tržišne vrednosti znači cenu u gotovini ili ekvivalenta gotovine po kojoj će se transakcija izvršiti po uslovima koji su vladali u vreme procene; dakle, isključuje se negotovinsko plaćanje (npr. terminskim hartijama od vrednosti);

● četvrto, koncept prave tržišne vrednosti podrazumeva punu obaveštenost i kupca i prodavca o datumu procene, o činjenicama koje su uzete u obzir (ekonomski i tržišni uslovi) i o načinu, odnosno metodama procene; i

● peto, koncept prave tržišne vrednosti isključuje svaku prinudu kupca da kupi i svaku prinudu prodavca da proda.

Prava ili čista vrednost. Pratt kaže da se u SAD često prava ili čista vrednost tretira kao sinonim za pravu tržišnu vrednost, ali da sudska praksa u određenim slučajevima ipak pravi razliku među njima. „Uobičajena razlika između prave vrednosti i 'prave tržišne vrednosti' je u tome što odluke većine sudova ne iskazuje diskont na nedostatak tržišnosti kod privatnih preduzeća (zatvorenog tipa poslovanja) po standardu 'prave vrednosti', dok se ovaj diskont univerzalno priznaje kod privatnih minornih interesa (obeštećenje minornih deoničara, tj. deoničara koji nemaju kontrolni paket akcija — prim. J. R) prema standardu, prave tržišne vrednosti”.¹⁵⁵ Pri tome, pojam tržišnosti se odnosi na brzinu i

153 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 21.

154 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 21.

155 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 22.

sigurnost kojom se interes može pretvoriti u gotovinu po volji vlasnika. Ovo treba razumeti ovako — ako se uzima u obzir nedostatak tržišnosti postoji razlika između prave tržišne vrednosti i prave (ili čiste) vrednosti, jer prava tržišna vrednost uzima u obzir nedostatak tržišnosti (time što u procenu uvodi diskont), dok prava (ili čista) vrednost ne uzima u obzir nedostatak tržišnosti (time što u procenu ne uvodi diskont).

Investiciona vrednost. „Investiciona vrednost se definiše kao vrednost određenog investitora, bazirana na pojedinačnim investicionim potrebama koja se razlikuje od koncepta tržišne vrednosti koja nije lična i odvojena je. Kod procene nekretnina, izračunavanje investicione vrednosti konvencionalno uključuje diskontovanje očekivanog priliva. Jedan od najpoznatijih napisanih tekstova o razlikama između tržišne vrednosti i investicione vrednosti (je):

„Tržišna vrednost se može nazvati 'vrednost na licu mesta' tj. na tržištu, investiciona vrednost je specifična vrednost dobra i usluge određenog investitora (ili klase ili vrste investitora) sa svrhom pojedinačnog investitora. Tržišna i investiciona vrednost su dva različita koncepta, mada vrednost procenjena za svaku od njih mogu ali ne moraju brojčano biti isti, što zavisi od okolnosti. Osim toga, procene tržišne vrednosti se uglavnom prave bez povezanosti sa investicionom vrednosti, dok su procene investicione vrednosti često popraćene procenom tržišne vrednosti, radi olakšanja pri donošenju odluka. (*Procena nekretnina*, Čikago, Američki institut za procenu nekretnina, 1987)”.¹⁵⁶

Razlozi što se investiciona vrednost razlikuje od prave tržišne vrednosti su u tome što sadašnji i budući vlasnici imaju:

- razlike u proceni buduće dohodovne moći,
- razlike u sagledavanju stepena rizika,
- razlike u poreskom statusu, i
- sinergija ili saradnja sa drugim vlasničim ili kontrolnim operacijama,¹⁵⁷ dok koncept prave tržišne vrednosti ne uzima u obzir te razlike, jer se ona ne radi za posebnog i određenog kupca i prodavca.

Razlog što se procena investicione vrednosti, po pravilu, povezuje s procenom prave tržišne vrednosti leži u tome što prava tržišna vrednost služi kao kriterijum vlasniku za odluku: prodati ili ne prodati. Naime, ako je investiciona vrednost viša od tržišne vrednosti, onda je za vlasnika racionalna odluka da u to vreme ne prodaje po tržišnoj vrednosti i obrnuto.

Unutrašnja vrednost. Unutrašnja vrednost (često se sreće i pod nazivom fundamentalna vrednost) kod jednih autora je sinonim za investicionu vrednost a kod drugih autora postoji razlika između unutrašnje vrednosti i investicione vrednosti. „Unutrašnja vrednost se razlikuje od investicione vrednosti u tome, što ona predstavlja analitičku ocenu vrednosti koja se bazira na uočljivim karakteristikama, koje nisu saobražene sa karakteristikama jedinstvenim za svakog investitora, već su više saobražene sa tim kako se te uočene karakteristike tumače od jednog do drugog analitičara”.¹⁵⁸ Naime, svaki analitičar kada želi odrediti unutrašnju vrednost vlasničkog papira (npr. obične deonice) uzeće u obzir:

- vrednost aktive, pri čemu materijalna aktiva ima dakako neku tržišnu vrednost, koja je važna pri likvidaciji preduzeća ali ne i pri vrednovanju uspeha preduzeća,

¹⁵⁶ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 23.

¹⁵⁷ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 23.

¹⁵⁸ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 24.

- očekivani neto dobitak, koji je bitan za određivanje unutrašnje vrednosti,

- očekivana dividenda, takođe, bitno utiče na unutrašnju vrednost deonice, jer neto dobitak u poptunosti ili jednim delom može da bude akumuliran za rast i razvoj preduzeća a može u celini da bude isplaćen u vidu dividende,

- verovatnoća stope rasta, takođe, utiče na unutrašnju vrednost.

Vrednost uspešnosti preduzeća. „Koncept vrednosti uspešnosti nije standardna vrednost, već jedna pretpostavka o stanju preduzeća i poslovanju. To u izvesnom smislu znači da je preduzeće... sposobna operativna celina, tj. ono ima svoju aktivu, mesto, izgrađenu organizacionu funkcionalnost i ima otvorena vrata za poslovanje, bez pretnje od prekida uspešnosti tog poslovanja”.¹⁵⁹

Budući da su prava tržišna vrednost, prava (ili čista) vrednost i investiciona vrednost standardne vrednosti i da su te vrednosti uslovljene uspešnošću preduzeća u prošlosti i budućnosti, Pratt smatra da bi ih ispravno bilo okarakterisati, kao: prava tržišna vredost na bazi uspešnosti, prava (ili čista) vrednost na bazi uspešnosti i investiciona vrednost na bazi uspešnosti.

Likvidaciona vrednost. „Likvidaciona vrednost je po svojoj suštini antiteza vrednosti preduzeća na bazi uspešnosti, 'likvidaciona vrednost' je neto iznos kojeg vlasnik može realizovati (prisvojiti — prim. J. R.), ako je... poslovanje preduzeća... privedeno kraju, aktiva rasprodana u delovima (i plaćeni troškovi likvidacije i isplaćene obaveze — prim J. R.).¹⁶⁰

Drugim rečima, likvidaciona vrednost je ravna razlici između likvidacione mase i obaveze uvećanih za troškove likvidacije, tj. to

je ostatak likvidacione mase koji pripada (ostaje) vlasnicima preduzeća.

Kod utvrđivanja likvidacione vrednosti treba uzeti u obzir:

- kako će se rasprodati materijalna aktiva — postepeno u delovima težeći da se postigne što viša cena ili ubrzano, što pre, aukcijom pri čemu se često prodaju odjednom čitava materijalna aktiva čime se po pravilu postiže niža cena,

- da određeni delovi materijalne aktive neće moći biti uopšte prodati, jer nemaju upotrebnu vrednost za drugog,

- da se određena potraživanja i hartije od vrednosti neće, možda, u celini moći naplatiti,

- da su troškovi likvidacije u dobrom delu proporcionalni trajanju likvidacije preduzeća, a oni obuhvataju plate likvidacione uprave, plate radnika koji rade na likvidaciji, troškove grejanja, osvetljenja, administrativne troškove, pravne troškove, troškove osiguranja imovine i eventualne poreze.

Knjigovodstvena vrednost. Knjigovodstvena vrednost je, u stvari, neto aktiva, koja se utvrđuje na osnovu bilansa stanja kao razlika između aktive (umanjene za iznos gubitka iskazanog u aktivi) i obaveza pri čemu se s obavezama izjednačuju dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja, jer se polazi od pretpostavke da su plativi, odnosno da će u datom momentu prerasti u obaveze. Pratt knjigovodstvenu vrednost ne smatra standardnom vrednosti¹⁶¹ budući da je bilans sačinjen radi polaganja računa o stanju i uspehu preduzeća uprave preduzeća vlasnicima preduzeća uvažavajući načelo stalnosti i načelo opreznosti pa otuda takav bilans, u principu, sadrži latentne rezerve (a ponekad i skrivene gubitke), zbog čega je

159 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 25.

160 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 25.

161 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 26.

neto aktiva ili potcenjena (ako su latentne rezerve veće od skrivenih gubitaka) ili pre-cenjena (ako su skriveni gubici veći od latentnih rezervi).

Preporuka postupaka koje finansijski ekspert treba da primenjuju prilikom procene vrednosti preduzeća Evropskog saveza računovodstvenih, finansijskih i ekonomskih eksperata (UEC) definiše tri vrednosti preduzeća:

- objektivnu vrednost,
- subjektivnu vrednost, i
- pravičnu cenu.

Objektivna vrednost. Objektivna vrednost preduzeća je ona koju je utvrdio nezavisni procenjivač „u svetlu planova i buduće perspektive. Kao nezavisni procenjivač, finansijski ekspert treba da nastoji da vrednost preduzeća utvrdi za bilo kog investitora. Objektivna vrednost će proizaći ukoliko se ne uzimaju u obzir subjektivni uticaji posebno zainteresovanih investitora”. Ovako definisana objektivna vrednost odgovara pravoj tržišnoj vrednosti koju smo ranije opisali na osnovu stavova Pratta.

Subjektivna vrednost. „Subjektivna vrednost jednog preduzeća se manje ili više razlikuje od objektivne vrednosti zbog činjenice što se gledište potencijalnog investitora formira na osnovu njegove veze s preduzećem koje je u pitanju (koje se prodaje — prim. J. R.) i njegovih vlastitih planova, odnosno planova njegovog preduzeća, što indicira efekte sinergije.” Opisana definicija subjektivne vrednosti je kompatibilna sa investicionom vrednosti definisana od strane Pratta.

Pravična cena. Pravična cena preduzeća je zapravo cena koju finansijski ekspert utvrdi ili predloži u svojstvu arbitra između zainteresovanih strana (kupca i prodavca) „vodeći istovremeno računa o subjektivnim procenama i kupca i prodavca. Kada se finansijski ekspert pojavljuje u ulozi arbitra, na njegovu procenu mogu jako da utiču zakonski propisi ili ugovoreni odnosi prisutnih

strana. Opšte je pravilo u tim slučajevima da se arbitar ne zadržava samo na metodama procene kao nezavisni ekspert već, da prilikom svoje procene, na odgovarajući način, vodi računa i o subjektivnim procenama i kupca i prodavca”. Drugim rečima, pravična cena se nalazi između objektivne vrednosti i subjektivne vrednosti, pri čemu po prirodi stvari prodavac nastoji da pravična cena bude viša, a kupac da pravična cena bude niža, a finansijski ekspert u ulozi arbitra ceni subjektivne razloge što predeljuje pravičnu cenu.

Najzad, u računovodstvenoj literaturi poznate su još tri vrednosti:

- korigovana knjigovodstvena vrednost,
- reproduktivna vrednost, i
- poslovna vrednost (goodwill).

Korigovana knjigovodstvena vrednost.

Korigovana knjigovodstvena vrednost je neto aktiva, koja se utvrđuje na osnovu razlike između korigovane aktive (umanjene za gubitak iskazan u aktivi) i korigovanih obaveza uvećanih za korigovana dugoročna rezervisanja i korigovana pasivna vremenska razgraničenja. Iz ovog sledi da utvrđivanju korigovane knjigovodstvene vrednosti prethodi korekcija bilansa. Korekcija bilansa se vrši u onim slučajevima kada bilans nije sačinjen u skladu s propisima o bilansiranju i računovodstvenim standardima. U takvim okolnostima revizor ili procenjivač ispituje sve bilansne pozicije i one bilansne pozicije koje nisu procenjene u skladu sa propisima o bilansiranju i računovodstvenim standardima procenjuje po tim propisima i standardima. Tako se dolazi do korigovanog bilansa na osnovu koga se utvrđuje korigovana knjigovodstvena vrednost.

Reproduktivna vrednost. Reprodiktivna vrednost se utvrđuje na osnovu imovinskog bilansa. Imovinski bilans je bilans koji ne sadrži ni latentne rezerve, ni skrivene gubitke pa otuda iskazuje sopstveni kapital u punom iznosu. Do imovinskog bilansa se dolazi tako što se materijalna (realna) aktiva (ma-

terijalna osnovna sredstva i zalihe) procenjuju po vladajućim cenama na dan bilansa, devizna potraživanja i devizne obaveze se procenjuju po realnom kursu domaće valute u odnosu na stranu valutu na dan bilansa, sva potraživanja se procenjuju s gledišta naplativosti, a sve obaveze se procenjuju s gledišta plativosti. Kada je sačinjen imovinski bilans reproduktivna vrednost je zapravo reproduktivna neto aktiva koja se utvrđuje tako, što se od reproduktivne aktive (umanjene za gubitak) oduzmu reproduktivne obaveze uvećane za reproduktivna dugoročna rezervisanja i reproduktivna pasivna vremenska razgraničenja.

Poslovna vrednost (goodwill). Reč goodwill je engleskog porekla koja označava čuvenost, reputaciju, dobar glas, naklonost. Goodwill je nedodirljiva imovina, pri čemu je nedodirljiva imovina „imovina koja nema fizički oblik egzistencije, a vrednost joj zavisi od prava koja poseduje vlasnik”.¹⁶² Najčešći oblici nedodirljive imovine pored goodwilla su: prava na patente i licence, autorska prava, zaštitni trgovački znak (žig), prava na model, korišćenje proizvodno-tehničke dokumentacije i druga nematerijalna osnovna sredstva. „Nabavna vrednost nedodirljive imovine je knjigovodstveno evidentirana, dok interno razvijeni oblici nedodirljive imovine odnosno ulaganja, nisu evidentirani”.¹⁶³ Ovaj stav ima svoju potvrdu u IV direktivi Evropske ekonomske zajednice prema kojoj se u okviru nematerijalne imovine u bilansu stanja iskazuje i „poslovna vrednost (goodwill) u obimu koji je stečen uz uslov plaćanja”. Sticanje goodwilla putem plaćanja može se ostvariti kupovinom

preduzeća kao razlika između prodajne cene i neto aktive.

Goodwill može da ima samo postojeće, a ne i novoosnovano preduzeće. Goodwill se u suštini materijalizuje preko ostvarenja natprosečnog profita, odnosno neto dobitka, a vrlo je široka lepeza faktora koji utiču na vrednost goodwilla. Po Catlettu i Olsonu¹⁶⁴ to su:

1. Superioran upravljački tim,
2. Istaknuti rukovodioci prodaje i organizacije,
3. Slabljenje upravljanja kod konkurencije,
4. Efikasnost reklame i propagande,
5. Poslovna tajna proizvodnog procesa,
6. Dobri međuljudski odnosi zaposlenih,
7. Značajne kreditne olakšice koje rezultiraju iz uspostavljene reputacije njegovog poverenja i finansijskog stanja (pomoću toga kompanija pribavlja ekstra iznose — „pologe”, više nego uz obično zaduženje kroz povoljnu kamatnu stopu),
8. Vrhunski rekreativni program za zaposlene,
9. Visok položaj u zajednici kroz doprinose u dobrotvorne svrhe, sudelovanje u gradskim aktivnostima od strane rukovodilaca korporacije,
10. Nepovoljan razvoj u aktivnostima konkurencije,
11. Povoljna udruživanja s drugim kompanijama,
12. Strateška lokacija,
13. Otkrivanje talenata i resursa,
14. Povoljna vladina regulacija.”

Iz ove široke lepeze uticaja na vrednost goodwilla jasno je da se oni javljaju i u preduzeću i u okruženju i da jednom stečen goodwill

162 E. Hendriksen, *Accounting Theory*, R. D. Irwin INC. Homewood, Illinois, 1967, str. 336, prema Grupi autora, *Restrukturiranje i privatizacija društvenih poduzeća*, Progres, Zagreb. 1990. str. 94.

163 S. Davidson R. Weil, *Handbook of Modern Accounting*, Mc Graw Book Company, New York, 1983, str. 211, prema Grupi autora, *Restrukturiranje...*, str. 95.

164 G. Catlett, M. Olson, *Accounting for Goodwill*, A. I. C. P. A., New York, 1968, str. 17-18, prema Grupi autora, *Restrukturiranje...* str. 99.

u smislu ostvarenja natprosečnog neto dobitka nije trajan, goodwill se i stiče i gubi.

Budući da se vrednost goodwilla odnosi na preduzeće kao celinu i da se materijalizuje kroz natprosečan neto dobitak direktna metoda za procenu vrednosti goodwilla je:¹⁶⁵

$$\text{Vrednost goodwilla} = \frac{D - rc}{j}$$

gde je:

D = očekivani godišnji budući primici (neto dobitak),

r = stopa rentabilnosti sopstvenog kapitala u tipičnoj industriji,

c = iznos kapitala preduzeća (neto aktiva preduzeća) i

j = stopa povrata goodwilla.

Ovako procenjena vrednost goodwilla ne može se uneti u poslovne knjige, stoga se ona koristi u analizi pri prostornom poređenju preduzeća koje se analizira sa konkurentnim preduzećima da bi se ocenila njegova superiornost u odnosu na konkurentna preduzeća. U poslovne knjige može se uneti samo plaćeni goodwill, a plaćeni goodwill je ravan razlici između cene po kojoj je preduzeće prodato i knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala na dan procene. Ako bi prodajna cena preduzeća bila ravan procenjenoj vrednosti sopstvenog kapitala, a procenjena vrednost sopstvenog kapitala bila viša od knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala, plaćeni goodwill bi bio ravan razlici između procenjene vrednosti sopstvenog kapitala i knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala na dan procene. Plaćena vrednost goodwilla uneta u poslovne knjige kao nedodirljiva (neopipljiva) imovina se, prema IV direktivi Evropske ekonomske zajednice i Jugoslovenskog računovodstvenog

standarda, otpisuje na teret prihoda u roku od pet godina, što znači da je stopa amortizacije 20%.

2.2. Preporuke za procenu vrednosti preduzeća

Sveobuhvatne preporuke za procenu vrednosti preduzeća dali su: Evropski savez računovodstvenih, finansijskih i ekonomskih eksperata (UEC): „Preporučeni postupci koje primenjuju finansijski eksperti prilikom procene vrednosti preduzeća” i Američko udruženje procenjivača (American Society of Appraisers) „Principi prakse procenjivanja i kodeks profesionalne etike”¹⁶⁶ U ovom odeljku iz Preporuke UEC parafraziraćemo opšta pravila kojih se treba držati pri proceni vrednosti preduzeća:

Globalna procena. Preduzeće koje se procenjuje, procenjuje se kao jedan subjekt, a ne kao zbir pojedinačnih vrednosti.

Uvažavanje budućnosti. Vrednost preduzeća je uvek u funkciji budućnosti, zasniva se na budućim koristima (prinosima) koji se mogu diskontovati na vrednost na dan procene i na budućoj strukturi aktive i pasive. Rezultati prošlosti i neto aktiva na dan procene su samo elementi za orijentaciju u proračunima.

Jasna i precizna definicija kriterijuma za procenu. Proračuni u vezi s procenom treba da budu zasnovani na preciznim i međusobno usaglašenim pretpostavkama koje se odnose na buduću ekonomsko-finansijski položaj procenjivanog preduzeća i na eksterne faktore.

Mogućnost raspolaganja budućim rezultatom. Treba, u principu, poći od pretpostavke da novi vlasnik preduzeća može raspolagati ukupnim budućim rezultatima, odnosno da je moguće prisvajanje tih rezul-

165 G. Catler, N. Olson, *citirani opus*, str. 85.

166 Dr Vladimir Poznanić i mr Milivoje Cvetanović, *Procena vrednosti preduzeća*, Savez računovodstvenih i finansijskih radnika Srbije, Beograd, 1991. str. 99-127.

tata od strane potencijalnog novog vlasnika preduzeća.

Analiza ranijih rezultata. Raniji rezultati procenjivanog preduzeća se analiziraju najmanje za poslednje tri godine. Ako se iz bilo kog razloga odstupa od te analize, u izveštaju o proceni izlažu se razlozi odustajanja od analize.

Mogućnost da novi vlasnik izmeni strukturu. Procena vrednosti u principu treba da se zasniva na postojećem stanju u procenivanom preduzeću, a mogućnost da novi vlasnik izmeni strukturu ne uzima se u obzir. Ali, ako to klijent izričito zahteva, u izveštaju se daju posebni komentari.

Razmatranje sinergetskih efekata. Ispituju se sinergetski efekti na troškove i prihode procenjivanog preduzeća, zbog njegove povezanosti s grupom preduzeća, u ranijim i budućim godinama i ti efekti se posebno iskazuju i objašnjavaju u izveštaju.

Rukovodstvo. Da li će postojeće rukovodstvo otići ili ostati značajno je za procenu vrednosti preduzeća, zbog čega procenjivač treba da razmotri to pitanje i da odgovarajući komentar u izveštaju.

Vrednost supstance je neophodan element za svaku procenu vrednosti preduzeća. Pod vrednošću supstance se podrazumeva cena zamene neto aktive. Generalno, to je parcijalna vrednost, pošto se celokupna aktiva, a posebno nekih nematerijalnih ulaganja, ne može obuhvatiti procenom. Otuda, vrednost supstance predstavlja pomoćnu vrednost koja se može koristiti za razne svrhe.

Očuvanje supstance. Prilikom određivanja budućih rezultata, odnosno viška prihoda i prisvojenja tog viška mora se uzeti u obzir da će se kapacitet sredstava održavati.

Posebna procena vanposlovne aktive. Delovi aktive koji nisu neophodni i koji se mogu odvojiti bez štetnih posledica na poslovanje preduzeća smatraju se vanposlovnim aktivom. Budući da je diskontni prinos vanposlovne aktive često niži, generalni je

princip da se vrednost vanposlovne aktive proceni po neto likvidacionoj vrednosti (likvidaciona masa umanjena za obaveze vanposlovne pasive i troškove likvidacije).

Likvidaciona vrednost, donji limit. Likvidaciona vrednost preduzeća je, u principu, njegova najniža vrednost. Ako nerentabilno preduzeće zbog zakonskih propisa ili drugih razloga mora nastaviti sa poslovanjem, njegova najniža vrednost može da bude niža od likvidacione vrednosti odnosno predstavlja diskontovanu vrednost odložene likvidacije.

Problem u vezi sa procenom deonica preduzeća. Vrednost deonica preduzeća nije jednaka vrednosti preduzeća podeljenom brojem izdatih deonica. Do odstupanja može doći naročito u slučajevima kad postoji:

- većinski ili manjinski paketi deonica,
- deonice s pravom glasa ili deonice s pravom na posebne beneficije,
- restrikcija u pogledu prava prenosa vlasništva na druge,

otuda procena vrednosti deonica zahteva druge postupke. Potrebno je najpre razmotriti da li u sličnom slučaju vrednost preduzeća može poslužiti kao osnov. Ukoliko je takav slučaj, uzimaju se u obzir samo diskontna vrednost i berzanski kurs.

3. RAZLOZI PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA

Pre pristupanja proceni vrednosti preduzeća veoma je važno znati razlog (svrhu) procene, zbog toga što postoji relativno mnogo metoda (načina) procene vrednosti preduzeća, ali se ne može svaka od njih primeniti nezavisno od svrhe procene vrednosti preduzeća. Drugim rečima, svrha procene preduzeća uslovljava izbor metode procene preduzeća. Tako, primera radi, praksa sudova Sjedinjenih Američkih Država je pokazala da u uslovima kada sudovi odlučuju o sporu stranaka s naslova vrednosti preduzeća ne prihvataju procenu vrednosti preduzeća na

bazi budućih (planiranih) podataka, već uvažavaju i prihvatu procenu samo na bazi stvarnih prošlih, odnosno sadašnjih podataka. To ima za posledicu da se kod takvih procena vrednosti preduzeća ne mogu primeniti, na primer, metode diskontovanja budućeg prinosa već metoda kapitalizacije ili neka druga metoda koja počiva na stvarnim istorijskim ili sadašnjim podacima. Na drugoj strani, svrha procene vrednosti preduzeća uslovljava i primenu određenog standarda odnosno preporuke za procenu, o kojima je u prethodnom poglavlju bilo reči. Brojni su razlozi procene vrednosti preduzeća u tržišno razvijenim zemljama. U Preporuci postupaka koji finansijski eksperti treba da primenjuju prilikom procene vrednosti preduzeća Evropskog saveza računovodstvenih, ekonomskih i finansijskih eksperata (UEC) ističe se da se procena vrednosti preduzeća vrši naročito iz sledećih razloga:

- kupovina ili prodaja preduzeća ili dela preduzeća,
- integracija, ulaganja novog kapitala, pravne transformacije, sa izmenom odnosa između ulagača,
- određivanje zakonskih ili ugovornih obeštećenja ulagačima koji istupaju, odnosno drugih obeštećenja,
- donošenje internih poslovnih odluka, i
- u slučaju fiskalnih potreba.

U Preporuci postupaka stoji da se „u navedenim slučajevima vrednost preduzeća... uvek određuje s poslovne tačke gledišta, odnosno tačke gledišta investitora (preduzeća ili pojedinca), koji želi da stekne vlasništvo nad celokupnim preduzećem, a ne sa berzanske tačke gledišta”. To praktično znači da su u fokusu procene vrednosti preduzeća koristi investitora i s tim u vezi daje se naglasak

na primenu teorije investiranja i toj teoriji primerenih metoda, diskontovanje budućih prinosa, na primer. Taj stav dolazi u suprotnost sa praksom sudova Sjedinjenih Američkih Država za fiskalne potrebe, koji pri proceni vrednosti radi utvrđivanja poreza na poklon, poreza na nasleđe, poreza na imovinu, odnosno poreza „ad valorem” (poreza od vrednosti), preferiraju pravu tržišnu vrednost utvrđenu na bazi istorijskih podataka.¹⁶⁷

Prema predlogu Jugoslovenskog finansijskog standarda 11 -Procena tržišne vrednosti poslovnog subjekta¹⁶⁸ razlozi procene vrednosti preduzeća su:

- nova emisija i javna prodaja deonica deoničarskog društva,
- emisija radničkih deonica,
- prodaja, udruživanje ili otkup čitavog poslovnog subjekta,
- prodaja dela uloga partnera novom partneru,
- reorganizacija preduzeća prilikom bankrota, i
- za potrebe oporezivanja.

Razlozi procene vrednosti preduzeća u Sjedinjenim Američkim Državama su:

- porezi na poklone, imovinu i nasleđivanje,
- planiranje deoničarskog vlasništva zaposlenih i drugi planovi sa beneficojom zaposlenih,
- porezi „ad valorem”,
- rasprodaja, spajanje, nabavka ili lišavanje bogatstva,
- prelazak na javno poslovanje (misli na odluku preduzeća da emitovane deonice prodaje preko berze — primedba J.R.),
- kupoprodajni ugovori,

167 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 15.

168 Časopis: „Knjigovodstvo” 1/91.

- razvodi brakova, raspuštanje partnerstva i korporacija,
- slučajevi obeštećenja i
- reorganizaciju u slučaju bankrotstva.¹⁶⁹

4. PRISTUP PROCENI VREDNOSTI PREDUZEĆA

4.1. Definisanje zadatka procene

Budući da je procena vrednosti preduzeća vrlo delikatan posao, da zahteva znanje iz različitih područja i da procena mora da bude izvršena bez uticaja sa strane, dakle potpuno nezavisno, procenu vrednosti preduzeća vrši tim eksperata za finansije, računovodstvo, tržište i tehnologiju. U zapadnim zemljama i visoko ravijenim zemljama uopšte, procenu vrednosti preduzeća vrše specijalizovane firme za procenu ili revizorske firme koje zaključuju ugovor o proceni vrednosti preduzeća sa zainteresovanom stranom, tj. stranom koja poručuje procenu. Tom ugovoru, dakako, prethodi definisanje zadatka procene čiji su osnovni elementi:

- ime ili naziv klijenta koji poručuje procenu,
- ime procenjivača,
- definisanje jednog ili više interesa koji treba da se procenjuju,
- datum ili datumi procene,
- cilj ili ciljevi procene,
- primenljivi standard vrednosti,
- forma i veličina pisanog izveštaja o proceni,
- vremenski raspored poslova procene,
- posebni zahtevi.¹⁷⁰

Uz to, treba odrediti na koji se dan procena vrši, sačinjavanje bilansa na dan procene i saradnja procenjivača i predstavnika procenjivanog preduzeća.

Određivanje ko daje, a ko prihvata procenu. Samo navođenje imena klijenta koji traži procenu i imena procenjivača u zadatku procene nije dovoljno, jer ako dođe do prodaje nužno je unapred definisati koga procenjivač predstavlja — kupca ili prodavca ili i jednog i drugog (neka vrsta arbitra). „Odnos procenjivača prema strankama koje su uključene treba da bude jasan, jer se procenjivač uopšte smatra kao da je u advokatskoj poziciji.”¹⁷¹

Definisanje jednog ili više interesa koji treba da se procenjuju. Predmet procene može da bude, u načelu, celo preduzeće ili deo preduzeća. Kada je predmet procene deo preduzeća, odeljenje, pogon, branša, potrebno je tačno naznačiti koji deo preduzeća se procenjuje i koji aspekt ukupnog preduzeća dolazi u obzir za procenu. „Kritično je jedno od glavnih pitanja, koje se postavlja prilikom vršenja procene, da li se vrši procena aktive koja sačinjava preduzeće, ili procena vrednosnih papira ili pak nekih drugih interesa, kao što je interes partnerstva i sl.”¹⁷² Kod partnerstva treba odrediti procenat interesa običnih partnera i partnera sa ograničenim jemstvom. Ako je u pitanju procena vrednosti deonica, treba utvrditi broj izloženih deonica (broj izloženih deonica jednak je ukupnom broju prodatih deonica umanjenom za broj otkupljenih odnosno povučenih deonica od strne korporacije) i utvrditi koja vrsta deonica (obične ili preferencijalne) se vrednuju, sa naznakom omera deonica koje se vrednuju i koje se ne vrednuju.

¹⁶⁹ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 20.

¹⁷⁰ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 11.

¹⁷¹ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 11.

¹⁷² Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 12.

„U zadatku procene takođe treba biti navedeno ko je vlasnik interesa koji se vrednuje, zatim ko je vlasnik drugih interesa (i u kom obimu) i da li postoje novonastali ili stvoreni interesi.”¹⁷³ Primera radi, u ortaćkom preduzeću vlasnik interesa su ortaci u obimu njihovog uloženog kapitala; u našem društvenom preduzeću koje se transformiše u deoničarsko društvo vlasnik postojećih interesa je u krajnjoj liniji država a vlasnik novonastalih interesa su budući deoničari.

Datum ili datumi procene. Preciziranje datuma ili datuma procene je u stvari određivanje perioda u kome će procena preduzeća biti izvršena, a to je bitno, bar iz dva razloga. Prvo, procena vrednosti preduzeća uzima, dakako, u obzir opšte privredne trendove, tržišnu situaciju na tržištu na kome prodaje i kupuje preduzeće koje se procenjuje i njegov položaj u odnosu na konkurenciju. Ti privredni trendovi i te tržišne situacije su promenljive i zato je bitno odrediti datum procene, jer to znači da je procena izvršena uzimajući u obzir privredna i tržišna kretanja u momentu procene. Drugo, u veoma kratkim rokovima može da dođe do naglih promena: na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti, što se odražava na njihovu tržišnu cenu, na novčanom tržištu i tržištu kapitala, što se odražava na visinu kamatnih stopa, na deviznom tržištu, što se odražava na visinu kurseva. Najzad, u određenom trenutku preduzeće može da ima slabu prodaju, a u narednom može da dođe do buma u prodaji iz nekih nepredvidljivih razloga, što značajno utiče na procenjenju vrednost preduzeća. Drugim rečima, kada je definisano vreme procene, to podrazumeva da se iz tog vremena uzimaju vladajuće okolnosti i u okruženju i u samom preduzeću.

Cilj ili ciljevi procene. Ovde se u stvari misli na razloge odnosno svrhu procene o

čemu je bilo reči u prethodnom poglavlju, što znači da jedan od njih mora da bude definisan u zadatku.

Primenljivi standard vrednosti. O standardima vrednosti bilo je reči u poglavlju 2, što znači da jedan ili više od njih mora da bude definisan u zadatku procene s tim, što treba imati u vidu da je izbor standarda vrednosti uslovljen i sa svrhom procene. Do usvajanja Jugoslovenskog finansijskog standarda 11, možda je za naše prilike, budući da smo evropska zemlja, najbolje osloniti se pri proceni vrednosti preduzeća na Preporuku Evropskog saveza računovodstvenih, ekonomskih i finansijskih eksperata (UEC), o kojoj je, takođe, ranijebilo reči, ako je klijent prihvata, što, takođe, treba upisati u zadatak procene.

Datum procene. Procena vrednosti preduzeća uvek se vrši na određeni dan i zato on mora da bude definisan i prihvaćen od strane klijenta.

Sačinjavanje bilansa na dan procene. Preduzeće koje se procenjuje mora sačiniti bilans na dan procene i to na bazi inventarnih podataka uz poštovanje važećih propisa o bilansiranju i računovodstvenim standardima. To zahteva:

- popis materijalne aktive,
 - popis hartija od vrednosti i gotovine,
 - usaglašavanje potraživanja s dužnicima i obaveza s poveriocima,
 - svodenje knjigovodstvenog stanja na inventarno stanje,
 - usaglašavanje analitičkih evidencija sa sintetičkim računima,
- a potom sačinjavanje bilansa stanja i bilansa uspeha.

Saradnja procenjivača i predstavnika procenjivanog preduzeća. Procenjivano pre-

173 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 13.

dužeće treba obavezati da pruži podatke procenjivača o:

- svim pojedinačnim osnovnim sredstvima i to: mesto korišćenja, naziv, godina nabavke, propisana stopa amortizacije, nabavna (revalorizovana) vrednost, ispravka vrednosti i sadašnja vrednost, za građevinske objekte od kog su materijala građeni, da li je i kada na njima vršena rekonstrukcija i korisna površina, za zemljište površina i kategorija zemljišta, za višegodišnje zasade i šume površinu, za nematerijalna ulaganja specifikaciju po vrstama, za materijalna ulaganja u pripremi specifikaciju po vrstama,
- rokovima dospeća za naplatu i ugovorenoj kamatnoj stopi odnosno stopi naknade za dugoročna i kratkoročna finansijska ulaganja,
- razlozima indirektnog otpisivanja potraživanja i bonitetu dužnika,
- deviznim potraživanjima i deviznim obavezama iskazanim u dinarima i stranoj valuti,
- vrstama, rokovima dospeća i ugovorenoj naknadi za hartije od vrednosti s naznakom da li jeste ili nije naknada uključena u nominalnu vrednost hartije od vrednosti,
- cenama po kojima su bilansirane sve vrste zaliha i njihovoj starosnoj strukturi,
- načinu (metodu) obračuna utroška materijala, otpisa sitnog inventara i o sistemu obračuna troškova,
- sadržini (strukturi) aktivnih vremenskih razgraničenja, dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja,
- rokovima dospeća plaćanja i ugovornim kamatnim stopama odnosno stopi naknade dugoročnih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza,
- statusu preduzeća,
- delatnosti preduzeća,
- organizaciji preduzeća,
- kapacitetima i stepenu korišćenja kapaciteta u poslednje tri godine,
- prodajnom i nabavnom tržištu,

- konkurentnim preduzećima,
- broju zaposlenih i njihovim platama, i
- upravi preduzeća uključujući i kvalifikacionu strukturu.

Najzad, potreban je i bilans stanja i uspeha za poslednje tri godine. Osim toga, neophodno je da preduzeće koje se procenjuje imenuje tim eksperata (računovodstvene, finansijske, komercijalne i tehničko-proizvodne struke) koji će saradivati s procenjivačem.

Vremenski raspored poslova. Da bi se procena izvršila u ugovorenom roku, neophodno je precizirati:

- rok stavljanja na raspolaganje napred pobrojanih podataka,
- rok procene reproduktivne vrednosti materijalnih sredstava,
- rok provere obaveza i potraživanja, tranzitorne aktive (nematerijalnih ulaganja i aktivnih vremenskih razgraničenja), tranzitorne pasive (dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja) i hartija od vrednosti,
- rok prikupljanja podataka o: stanju i razvoju privrede, stanju i razvoju tržišta roba i usluga relevantnih za procenjivano preduzeće i podatke o konkurentnim preduzećima uključujući i njihove bilanse,
- rok završetka finansijske analize,
- rok završetka same procene i izrade izveštaja o proceni.

4.2. Ocena privrednih prilika, tržišta roba i usluga i konkurentne sposobnosti preduzeća

Ocena privrednih prilika. Ocena opštih privrednih prilika zasniva se na makroekonomskim pokazateljima stanja i tendencija kretanja privrednih kretanja kao što su:

- stopa rasta društvenog proizvoda odnosno nacionalnog dohotka,
- stopa rasta industrijske proizvodnje,
- stopa rasta poljoprivredne proizvodnje,

- stopa rasta cena, odnosno stopa inflacije,
- stanje spoljnotrgovinskog bilansa i platnog bilansa,
- stopa zaposlenosti,
- stanje i tendencije na tržištu novca, tržištu kapitala, deviznom tržištu.

Sublimirajući napred navedene pokazatelje, uzimajući u obzir ekonomska i politička zbivanja uz korišćenje predviđanja profesionalnih institucija koje se bave analizom i procenom opštih privrednih kretanja, treba, u stvari, izložiti opšti privredni ambijent u mometnu procene vrednosti preduzeća i naznačiti tendenciju opšteg rasta u periodu koji neposredno dolazi, u naredne 2-3 godine, na primer.

Tržište roba i usluga. Ovde je zapravo reč o tržištu roba i usluga i na nabavnom i na prodajnom tržištu. S područja nabavnog tržišta u fokusu interesa su robe i usluge koje preduzeće čija se vrednost procenjuje nabavlja. Vrlo je bitno oceniti da li će preduzeće po osnovu ograničenja s nabavnog tržišta moći da nabavlja potrebne mu sirovine i materijal za iskorišćenje realnog kapaciteta i da li će nabavne cene ostati nepromenjene, padati ili pak rasti. Ako preduzeće koristi prirodne sirovine (ugalj, rude metala, rude nemetala, drvo i sl.) nužna je procena resursa tih prirodnih sirovina čija je eksploatacija komercijalno isplativa.

S područja prodajnog tržišta u fokusu interesa su robe i usluge koje preduzeće čija se vrednost procenjuje proizvodi, ali se ovde uzimaju u obzir svi proizvođači tih roba i usluga koji prodaju na tržištu na kome prodaje i procenjavano preduzeće. Bitno je utvrditi na kojim tržištima se te robe i usluge prodaju — lokalnom, šire u okviru države ili pak i na svetskom (u izvozu), a zatim što realnije proceniti tendenciju tražnje tih proizvoda na tim tržištima i tendenciju kretanja prodajnih cena u naredne dve do tri godine, na primer.

Kurentnost proizvoda i usluga preduzeća čija se vrednost procenjuje. Ovde se

zapravo sučeljavaju proizvodi i usluge preduzeća čija se vrednost procenjuje sa istim proizvodima i uslugama svih drugih preduzeća njemu konkurentnih. Ako preduzeće čija se vrednost procenjuje prodaje samo na lokalnom tržištu, uzimaju se konkurentna preduzeća na tom tržištu, ako prodaje na domaćem tržištu uzimaju se konkurentna preduzeća koja prodaju na domaćem tržištu i, najzad, ako prodaje i u izvozu uzimaju se domaća preduzeća koja izvoze. Ovu procenu treba vezati za stepen iskorišćenja realnog kapaciteta preduzeća čija se vrednost procenjuje, s jedne, i za udeo njegovih proizvoda i usluga u ukupnoj prodaji tih proizvoda i usluga, s druge strane. Prvi indikator o kurentnosti proizvoda i usluga preduzeća čija se vrednost procenjuje jeste stepen iskorišćenog realnog kapaciteta, viši stepen iskorišćenja realnog kapaciteta indicira na bolju kurentnost i obrnuto, niži stepen iskorišćenja realnog kapaciteta indicira na slabiju kurentnost njegovih proizvoda i usluga uz uslov da za iskorišćenje realnog kapaciteta nema ograničenja s nabavnog tržišta. Drugi indikator kurentnosti proizvoda i usluga preduzeća čija se vrednost procenjuje jeste tržište na kojem se proizvodi i usluge realizuju i udeo njegovih proizvoda i usluga u ukupnoj prodaji istovrsnih proizvoda i usluga na tom tržištu. Razumljivo je da je konkurentnost proizvoda i usluga preduzeća čija se vrednost procenjuje srazmerna veličini tržišta na kome se proizvodi i usluge prodaju — najveća je na svetskom tržištu (izvoz), manja na domaćem i najmanja na lokalnom. Isto tako razumljivo je da je kurentnost proizvoda i usluga preduzeća čija se vrednost procenjuje utoliko veća što je udeo njegovih proizvoda u prodanim istovrsnim proizvodima na određenom tržištu viši i obrnuto. Najzad, poželjna je identifikacija da li se radi o proizvodnoj ili o cenovnoj kurentnosti proizvoda i usluga procenjivanog preduzeća. Preduzeće ostvaruje proizvodnu kurentnost ako prodaje proizvode i usluge po višim ili barem po

istim cenama u odnosu na cene proizvoda i usluga kurentnih preduzeća, a cenovna kurentnost se ostvaruje ako procenjavano preduzeće prodaje proizvode i usluge po cenama nižim u odnosu na cene proizvoda i usluga konkurentnih preduzeća. Uz to treba imati u vidu da proizvodna kurentnost obezbeđuje duži postupak na tržištu nego što to obezbeđuje cenovna kurentnost. Iz čitve ove analize kurentnost proizvoda i usluga preduzeća čija se vrednost procenjuje, nužno je da proizide ocena u kojem stepenu će biti moguće koristiti realni kapacitet sa stanovišta ograničenja sa prodajnog tržišta i kakva će biti tendencija promene cena, jedno i drugo bar u naredne dve-tri godine.

4.3. *Finansijska analiza*

Finansijska analiza je zapravo analiza bilansa uspeha i bilansa stanja. S ciljem da se dođe do saznanja o stanju i napretku procenjivanog preduzeća u ostvarenju finansijskog rezultata i finansijskog položaja, analiza treba da obuhvati najmanje tri godine koje prethode danu procene, čime se, dakako, obezbeđuje vremensko upoređenje. Isto tako, da bi se došlo do što realnijeg zaključka kako preduzeće stoji u pogledu i finansijskog rezultata i finansijskog položaja u odnosu na konkurenciju, neophodno je izvršiti i prostorno upoređenje s konkurentnim preduzećima. Konkurentna preduzeća su ona preduzeća koja proizvode iste proizvode i usluge kao i procenjivano preduzeće i uz to koja prodaju svoje proizvode i usluge na istom tržištu na kome prodaje svoje proizvode i usluge procenjivano preduzeće. Ukoliko ima više konkurentnih preduzeća prostorno upoređenje se može vršiti sa svim konkurentnim preduzećima, pri čemu je nužno raspolagati s njihovim zbirnim bilansom, ili, pak,

s najboljim konkurentnim preduzećem. Finansijska analiza treba da obuhvati:

- analizu strukture ukupnog prihoda i njegovog rasporeda,
- analizu strukture finansijskog rezultata,
- analizu rizika ostvarenja finansijskog rezultata i donje tačke rentabilnosti,
- analizu finansijske moći,
- analizu rentabilnosti,
- analizu kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže,
- analizu zaduženosti,
- analizu održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala, i
- analizu bilansne moći.

Ako je preduzeće koje se procenjuje u gubitku u analizu se (obično umesto analize rentabilnosti) obavezno uključuje analiza uzroka gubitka i mogućnosti izlaska iz zone gubitka.¹⁷⁴ Za procenu vrednosti preduzeća koje posluje s gubitkom od kapitalnog je značaja doći do uverenja da li može ili ne može preduzeće izaći iz zone gubitka, jer ako preduzeće ne može izaći iz zone gubitka može se procenjivati samo knjigovodstvena i likvidaciona vrednost sopstvenog kapitala, a ako može izaći iz zone gubitka procenjuje se knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala, reproduktivna vrednost sopstvenog kapitala i vrednost sopstvenog kapitala na bazi diskontovanja očekivanih rezultata.

5. *METODE PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA*

Zajedničko obeležje svih metoda procene vrednosti preduzeća jeste u tome što njihov rezultat daje procenjenu vrednost sopstvenog kapitala procenjivanog preduzeća. Mada

¹⁷⁴ Metodologija svih pomenutih analiza izložena je u knjizi dr. Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, IP „Ekonomika”, Novi Beograd, 1991. str. 352-404, 413-442 i 449-458.

ima relativno mnogo metoda procene vrednosti preduzeća, one se mogu svrstati u tri grupe:

- metode procene supstance
- prinosne metode, i
- ostale metode procene vrednosti preduzeća.

Metode procene supstance oslanjaju se na bilans stanja i, zavisno o kakvom bilansu stanja se radi, supstanca (vrednost sopstvenog kapitala) može da bude utvrđena kao:

- knjigovodstvena vrednost,
- korigovana knjigovodstvena vrednost, i
- reproduktivna vrednost.

Prinosne metode se oslanjaju na očekivani rezultat, a u okviru njih su: statičke metode i dinamičke metode. Vrednost sopstvenog kapitala primenom statičkih metoda procenjuje se kapitalizacijom očekivanog dobitka, a vrednost sopstvenog kapitala primenom dinamičkih prinosnih metoda procenjuje se diskontovanjem na sadašnju vrednost ili dobitka ili čistog novčanog toka (cash flow). Procenjivanje vrednosti sopstvenog kapitala primenom ostalih metoda vrši se u suštini različitim kombinovanjem procenjene vrednosti sopstvene i procenjene vrednosti sopstvenog kapitala prinosnim metodama a ovde spadaju i metode multiplikacije.

5.1. Metode procene supstance

5.1.1. Knjigovodstvena vrednost supstance

Knjigovodstvena vrednost supstance se procenjuje na osnovu bilansa koji je procenjivano preduzeće sačinilo u skladu sa propisima o bilansiranju i računovodstvenim standardima radi polaganja računa o stanju i uspehu preduzeća uprave preduzeća pred vlasnicima preduzeća. Da bi bilans bio pogodan za procenjivanje supstance prethodno moraju da budu ispunjena dva zahteva:

- poslovna aktiva mora da bude odvojena od vanposlovne aktive, i

- mora da se uspostavi bilansna ravnoteža između poslovne aktive i poslovne pasive, kao i između vanposlovne aktive i vanposlovne pasive.

Ukupnu aktivu čine:

- operativna aktiva,
- investiciona aktiva, i
- vanposlovna (neposlovna) aktiva.

Operativna aktiva. Operativnu aktivu čine one bilansne pozicije, odnosno sredstva koja su zaista nužna za obavljanje delatnosti preduzeća kojom se bavi. To su, u stvari, osnovna i obrtna sredstva koja se zaista koriste u procesu poslovanja u okviru kojih su i tranzitorne pozicije aktive (nematerijalna ulaganja, odnosno nedodirljiva osnovna sredstva i aktivna vremenska razgraničenja).

Investiciona aktiva. Investicionu aktivu čine dugoročna finansijska ulaganja, s tim što po važećim našim računovodstvenim propisima ovde ne spadaju obavezna dugoročna finansijska ulaganja.

Vanposlovna aktiva. Vanposlovnu aktivu čine ona sredstva koja ne pripadaju ni operativnoj ni investicionoj aktivu (stambene zgrade i stanovi, a u našim uslovima još i svi oblici potraživanja i novčana sredstva iz oblasti zajedničke potrošnje, kao i obavezna dugoročna finansijska ulaganja).

Bilansna ravnoteža poslovnog i vanposlovnog bilansa se uspostavlja na sledeći način:

- ako je zbir poslovne aktive veći od zbira poslovne pasive u istom iznosu je i zbir vanposlovne pasive veći od zbira vanposlovne aktive, tada se za iznos razlike između zbira poslovne aktive i poslovne pasive uvodi nova pozicija u okviru poslovne pasive — obaveze prema vanposlovnim sredstvima, a u okviru vanposlovne aktive uvodi se nova pozicija — potrživanja od poslovnih sredstava,
- ako je zbir poslovne pasive veći od zbira poslovne aktive, u istom iznosu je i zbir vanposlovne aktive veći od zbira vanposlovne pasive, tada se za iznos razlike između zbira

Bilans stanja 31. XII 1991. godine

– u 000 dinara –

AKTIVA		PASIVA	
A. STALNA SREDSTVA (I DO IV)	879.250	A. TRAJNI KAPITAL (I+II)	889.214
I. NEMATERIJALNA ULAGANJA	14.697	I. NOMINIRANI KAPITAL	230.267
II. MATERIJALNA ULAGANJA (1 do 5)	856.185	II. NENOMINIRANI KAPITAL	658.947
1. Zemljište	14.680	B. DUGOROČNA REZERVISANJA	0
2. Građevinski objekti	468.815	C. DUGOROČNE OBAVEZE (1 do 4)	123.957
3. Oprema	336.336	1. Obaveze prema povezanim preduzećima	7.641
4. Materijalna ulaganja u pripremi	28.218	2. Krediti od banaka u zemlji	20.918
5. Avansi za materijalna ulaganja	8.136	3. Ostali krediti iz zemlje	50
III. DUGOROČ. FINAN. ULAG. (1 do 3)	3.221	4. Krediti iz inostranstva	95.348
1. Ulaganja u povezana preduzeća	2	D. KRATKOROČNE OBAVEZE (I do III)	146.795
2. Uložena sredstva u banku	3.157	I. KRATKOROČNE OBAVEZE IZ POSLOVANJA (1 do 6)	41.590
3. Ostala uložena sredstva	62	1. Avansi, depoziti i kaucije	18.853
IV. OBAVEZNA DUGOROČ. ULAGANJA	5.147	2. Dobavljači u zemlji	0
B. OBRTNA SREDSTVA (I DO V)	279.913	3. Dobavljači za nefakturisanu robu	5.986
I. ZALIHE (1 do 3)	189.755	4. Instrumenti plaćanja i hartije od vrednosti	5.060
1. Materijal, rezervni delovi i sitan inventar	64.291	5. Razne obaveze iz poslovanja	2.867
2. Proizvodnja	123.250	6. Obaveze za lične dohotke	8.824
3. Proizvodi	2.214	II. KRATK. FINAN. OBAVEZE (1+2)	104.559
II. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA IZ POSLOVANJA (1+2)	71.211	1. Krediti od banaka u zemlji	90.029
1. Kupci u zemlji	70.978	2. Ostali krediti u zemlji	14.530
2. Razna potraživanja iz poslovanja	233	III. OSTALE KRATKOROČ. OBAVEZE (1+2)	646
III. KRATK. FINAN. ULAGANJA (1+2)	174	1. Obaveze za poreze, depozite i dažbine	617
1. Ulaganja u banke	100	2. Ostale obaveze	29
2. Ostala kratkoročna finansijska ulaganja	74	E. PASIVNA VREMENSKA RAZGRANIČ.	0
IV. OSTALA KRATK. POTRAŽ. (1 do 3)	2.855	F. POSLOVNA PASIVA (A+B+C+D)	1.159.966
1. Potraživanja od državnih i drugih institucija	514	G. VANPOSLOVNA PASIVA	49.606
2. Ostala potraživanja od radnika	729	H. UKUPNA PASIVA (F+G)	1.209.572
3. Razna potraživanja	1.612		
V. HARTIJE OD VREDNOSTI I NOVČANA SREDSTVA (1+2)	15.918		
1. Hartija od vrednosti	2.748		
2. Novčana sredstva	13.170		
C. AKTIVNA VREM. RAZGRANIČ.	0		
D. GUBITAK	0		
E. POSLOVNA AKTIVA (A+B+C+D)	1.159.163		
F. VANPOSLOVNA AKTIVA	50.409		
G. UKUPNA AKTIVA (E+F)	1.209.572		

poslovne pasive i zbira poslovne aktive u okviru poslovne aktive uvodi nova pozicija u okviru poslovne aktive — potraživanja od vanposlovnih sredstava, a u okviru vanpo-

slovne pasive uvodi se pozicija — obaveza prema poslovnim sredstvima.

Na gore rečeni način uspostavljena je bilansna ravnoteža u okviru bilansa poslovnih sredstava i u okviru bilansa vanposlovnih

Preuređeni bilans stanja za procenu knjigovodstvene vrednosti supstance na dan 31. XII 1991. godine

- u 000 dinara-

AKTIVA		PASIVA	
A. STALNA SREDSTVA (I DO IV)	874.103 ¹	A. TRAJNI KAPITAL (I+II)	884.067 ¹
I. NEMATERIJALNA ULAGANJA	14.697	I. NOMINIRANI KAPITAL	225.120 ¹
II. MATERIJALNA ULAGANJA (1 do 5)	856.185	II. NENOMIRANI KAPITAL	658.947
1. Zemljište	14.680	B. DUGOROČNA REZERVISANJA	0
2. Građevinski objekti	468.815	C. DUGOROČNE OBAVEZE (1 do 4)	123.957
3. Oprema	336.336	1. Obaveze prema povezanim preduzećima	7.641
4. Materijalna ulaganja u pripremi	28.218	2. Krediti od banaka u zemlji	20.918
5. Avansi za materijalna ulaganja	8.136	3. Ostali krediti iz zemlje	50
III. DUGOROČ. FIN. ULAGANJA (1 do 3)	3.221	4. Krediti iz inostranstva	95.348
1. Ulaganja u povezana preduzeća	2	D. KRATKOROČNE OBAVEZE (I DO III)	146.795
2. Uložena sredstva u banku	3.157	I. KRATKO. OBAVEZE IZ POSL. (1 do 6)	41.590
3. Ostala uložena sredstva	62	1. Avansi, depoziti i kaucije	18.853
IV. OBAV. DUGOROČNA ULAGANJA	0 ¹	2. Dobavljači u zemlji	0
B. OBRTNA SREDSTVA (I DO V)	280.716 ³	3. Dobavljači za nefakturisanu robu	5.986
I. ZALIHE (1 do 3)	189.755	4. Instrumenti plaćanja i hartije od vrednosti	5.060
1. Materijal, rezervni delovi i sitan inventar	64.291	5. Razne obaveze iz poslovanja	2.867
2. Proizvodnja	123.250	6. Obaveze za lične dohotke	8.824
3. Proizvodi	2.214	II. KRATK. FINAN. OBAVEZE (1+2)	104.559
II. KRATK. POTRAŽ. IZ POSLOV. (1+2)	71.211	1. Krediti od banaka u zemlji	90.029
1. Kupci u zemlji	70.978	2. Ostali krediti u zemlji	14.530
2. Razna potraživanja iz poslovanja	233	III. OSTALE KRATKO. OBAVEZE (1+2)	646
III. KRATKO. FIN. ULAGANJA (1+2)	174	1. Obaveze za poreze, depozite i dažbine	617
1. Ulaganja u banke	100	2. Ostale obaveze	29
2. Ostala kratkoročna finansijska ulaganja	74	E. PASIV. VREM. RAZGRANIČENJA	0
IV. OSTALA KRATKO. POTRAŽ. (1 do 3)	3.658	F. POSLOVNA PASIVA (A+B+C+D+E)	1.154.819 ¹
1. Potraž. od državnih i drugih institucija	514	G. VANPOSLOVNA PASIVA	55.556
2. Ostala potraživanja od radnika	729	H. UKUPNA PASIVA (F+G)	1.210.375 ^{2,4}
3. Razna potraživanja	2.415 ³		
V. HARTIJE OD VREDNOSTI I NOVČANA SREDSTVA (1+2)	15.918		
1. Hartije od vrednosti	2.748		
2. Novčana sredstva	13.170		
C. AKTIV. VREM. RAZGRANIČENJA	0		
D. GUBITAK	0		
E. POSLOVNA AKTIVA (A+B+C+D)	1.154.819 ^{1,3}		
VANPOSLOVNA AKTIVA	55.556 ²		
G. UKUPNA AKTIVA (E+F)	1.210.375		

¹ Umanjeno za obavezne plasmane u iznosu od 5.147.

² Uvećano za obavezne plasmane u iznosu od 5.147.

³ Uvećano za potraživanja iz vanposlovnih sredstava u iznosu od 803.

⁴ Uvećano za obaveze prema poslovnim sredstvima za 803.

sredstava, čime je stvoren uslov za procenji-
vanje knjigovodstvene supstance.

Bilans procenjenog preduzeća na dan
procene izgleda kako je prikazan na shemi
na strani 389.

Napred navedeni bilans stanja, da bi bio
podoban za utvrđivanje knjigovodstvene
vrednosti sopstvenog kapitala, mora da bude
preuređen po dva osnova:

- iz poslovne aktive treba da se isključe
obavezna dugoročna ulaganja, i
- mora postojati jednakost između poslov-
ne aktive i poslovne pasive.

Prema stavu 15. člana 44 Zakona o
računovodstvu („Službeni list SRJ”, br.
18/93) obavezna ulaganja koja su propisana
Zakonom vode se u vanposlovnim sredstvi-
ma s tim što se istovremeno trajni kapital u
visini obaveznih ulaganja prenosi u izvore
vanposlovnih sredstava. Budući da se knjigo-
vodstvena vrednost supstance utvrđuje na
osnovu bilansa poslovnih sredstava, obavez-
na dugoročna ulaganja iskazana u okviru po-
slovnih sredstava u iznosu od 5.147 hiljada
dinara prebačena su u vanposlovna sredstva
i za isti iznos smanjen je trajni kapital uz
povećanje izvora vanposlovnih sredstava.

U napred navedenom bilansu poslovna
aktiva je manja od poslovne pasive za 803
hiljade dinara zbog toga što su u tom iznosu
poslovna sredstva korišćena u vanposlovne
svrhe. Toga radi, za 803 hiljade dinara po-
većana su razna potraživanja u okviru po-
slovne aktive na ime potraživanja od
vanposlovnih sredstava i u istom iznosu po-
većani su izvori vanposlovnih sredstava po
osnovu obaveza prema poslovnim sredstvi-
ma. Time je uspostavljena bilansna ravnoteža
i u okviru bilansa poslovnih sredstava i u
okviru bilansa vanposlovnih sredstava.

Posle provedenih gore opisanih korektura,
preuređeni bilans stanja na dan 31. decembra
1991. godine, podoban za utvrđivanje knjigo-

vodstvene vrednosti supstance procenjiva-
nog preduzeća prikazan je na prethodnoj
strani.

Knjigovodstvena vrednost supstance, od-
nosno sopstvenog kapitala ravna je neto po-
slovnoj aktivi, plus neto aktiva vanposlovnih
sredstava. Neto poslovna aktiva je jednaka
razlici između poslovne aktive umanjene za
gubitak iskazan u aktivi i zbira obaveza, du-
goročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih
razgraničenja. Neto vanposlovna aktiva ravna
je razlici između vanposlovne aktive i obaveza
iskazanih u vanposlovnoj pasivi. Budući da se
po Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja
društvenog kapitala u druge oblike svojine
(„Službeni glasnik RS”, broj 48/91) procenjuje
vrednost društvenog odnosno sopstvenog ka-
pitala na osnovu bilansa poslovnih sredstava,
u našem primeru procenjivaćemo samo neto
poslovnu aktivu. Saglasno gore rečenom, na
osnovu navedenog preuređenog bilansa neto
poslovna aktiva je:

– u hiljadama dinara

1.	Poslovna aktiva	1.154.819
2.	Gubitak iskazan u aktivi	0
3.	Dugoročna rezervisanja	0
4.	Dugoročne obaveze	123.957
5.	Kratkoročne obaveze	146.795
6.	Pasivna vremenska razgraničenja	0
Neto poslovna aktiva — knjigovodstvena vrednost supstance odnosno sopstvenog kapitala (1-2-3-4-5-6)		884.067

5.1.2. Korigovana knjigovodstvena vrednost supstance

Korigovana knjigovodstvena vrednost
supstance, odnosno sopstvenog kapitala pro-
cenjuje se tako, što se najpre sve bilansne
pozicije preispituju da li jesu ili nisu procen-
jene u skladu sa propisima o bilansiranju i
računovodstvenim standardima. Ako neka
od pozicija bilasa nije procenjena u skladu
sa propisima o bilansiranju i računovodstve-
nim standardima, procenjivač procenjuje te
pozicije bilansa u skladu sa propisima o bi-

lansiranju i računovodstvenim standardima. Kada su preispitane sve bilansne pozicije i ako je kod nekih od njih utvrđeno da nisu procenjene u skladu sa propisima o bilansiranju i računovodstvenim standardima, sačinjava se korigovani bilans. Korigovani bilans mora da ima iste bilansne pozicije kao i zvanični (oficijelni) bilans, a zatim se vrši upoređenje korigovanog i oficijelnog bilansa i utvrđuje razlika među njima za svaku bilansnu poziciju. To se čini tako što se i za aktivu i za pasivu otvaraju tri para kolona:

- u prvu kolonu upisuje se iznos bilansne pozicije po oficijelnom bilansu, naravno preuređenog za procenu vrednosti knjigovodstvene supstance, o čemu je bilo reči u prethodnom odeljku,

- u drugu kolonu upisuje se korigovani iznos bilansne pozicije u skladu sa propisima o bilansiranju i računovodstvenim standardom, a ako kod neke pozicije korekcije nije bilo, upisuje se iznos iz prve kolone, i

- treća kolona predstavlja razliku između iznosa pozicije iskazane u drugoj i u prvoj koloni, pri čemu ta razlika može da bude pozitivna (u trećoj koloni ona se označava sa plusom), ako je iznos iz druge kolone veći od iznosa iz prve kolone, a može da bude i negativan (u trećoj koloni se označava sa minusom), ako je iznos iz druge kolone manji od iznosa iz prve kolone.

Potom se utvrđuje zbir druge i treće kolone, zbir druge kolone daje korigovanu aktivu odnosno pasivu, a zbir treće kolone daje neto iznos korekcije aktive odnosno pasive.

Otuda knjigovodstvena vrednost aktive iz prve kolone uvećana za zbir razlika iz treće kolone (ako su one u zbiru pozitivne), odnosno umanjene za zbir razlika iz treće kolone (ako su one u zbiru negativne), mora da bude jednak korigovanoj aktivu u drugoj koloni, a knjigovodstvena vrednost pasive iz prve kolone uvećana za zbir razlika iz treće kolone (ako su one u zbiru pozitivne), odnosno umanjene za zbir razlika iz treće kolone

(ako su one u zbiru negativne) mora da bude jednak korigovanoj pasivi u drugoj koloni. Na osnovu korigovanog bilansa procenjuje se korigovana knjigovodstvena vrednost supstance na sledeći način:

1. Korigovana poslovna aktiva
2. Korigovani gubitak iskazan u aktivu
3. Korigovana dugoročna rezervisanja
4. Korigovane dugoročne obaveze
5. Korigovane kratkoročne obaveze
6. Korigovana pasivna vremenska razgraničenja

Korigovana neto poslovna aktiva,
odnosno korigovana
knjigovodstvena vrednost
sopstvenog kapitala (1-2-3-4-5-6)

5.1.3. Reproductivna vrednost supstance

Reproductivna vrednost supstance, odnosno sopstvenog kapitala procenjuje se na osnovu imovinskog bilansa. Karakteristika imovinskog bilansa jeste u tome, što imovinski bilans ima za cilj da iskaže imovinu a time i sopstveni kapital u punom iznosu, što se ostvaruje putem procenjivanja bilansnih pozicija po cenama na dan bilansa i time iz bilansa isključuju i latentne rezerve i skriveni gubici. Na drugoj strani, bilans sačinjen radi polaganja računa o stanju i uspehu preduzeća, ima za cilj opreznog iskazivanja finansijskog rezultata, jer se polazi od načela stalnosti. To se postiže tako što se pri proceni bilansnih pozicija primenjuje načelo opreznosti putem potcenjivanja aktive i precenjivanja obaveza i tranzitornih pozicija pasive, što ima za posledicu odmeravanja rashoda na gore a prihoda na dole i opreznog iskazivanja finansijskog rezultata kao razlike među njima. Oprezno odmeravanje finansijskog rezultata olakšava finansiranje i odlaže plaćanje obaveza po osnovu finansijskog rezultata za kasnije obračune periodičnog fi-

nansijskog rezultata. Drugim rečima, ovakvom bilansiranju imanentno je stvaranje latentnih rezervi, a latentne rezerve su u suštini skriveni oblici finansiranja. Naravno, latentne rezerve se mogu stvarati samo u granicama koje to omogućuju propisi o bilansiranju i računovodstveni standardi. Na drugoj strani, bilans sačinjen radi polaganja računa o stanju i uspehu preduzeća može da sadrži i skriveni gubitak (stvoren namerno ili slučajno), ako je neka pozicija aktive precenjena ili neka pozicija obaveza i tranzitorne pasive potcenjena. Zbog svega rečenog, u principu, postoji razlika između sopstvenog kapitala utvrđenog na osnovu imovinskog bilansa i sopstvenog kapitala utvrđenog na osnovu bilansa sačinjenog radi polaganja računa o stanju i uspehu preduzeća; ta razlika ne bi postojala ako bi latentne rezerve u zbiru bile jednake zbiru skrivenih gubitaka, što je gotovo nemoguće u realnom životu.

Da bi se sačinio imovinski bilans na dan procene, svaka bilansna pozicija procenjuje se posebno na sledeći način:

5.1.3.1. Reproductivna vrednost nematerijalnih i materijalnih ulaganja

Nematerijalna ulaganja. Nematerijalna ulaganja se procenjuju sa stanovišta upotrebne vrednosti (napr. licence, patenta, zaštitnog žiga) i doprinosa ostvarenja rezultata. Uz to kod troškova osnivanja, interkalarne kamate i pravima na tuđim osnovnim sredstvima uzima se u obzir opravdanost njihove visine i period otpisivanja (amortizacije).

Zemljište. Zemljište se procenjuje po tržišnoj ceni na dan procene koja je ostvarena za istu kategoriju zemljišta ili po ceni koju opština primenjuje pri utvrđivanju osnovice poreza na promet zemljišta na teritoriji gde se zemljište nalazi.

Građevinski objekti. Građevinski objekti se prvo procenjuju po ceni gradnje na dan procene uzimajući u obzir: kvalitet gradnje, materijal od koga je građevinski objekat iz-

građen, izgrađenost infrastrukture vezane za objekat, funkcionalnost i lokaciju, što daje reproductivnu nabavnu vrednost. Zatim se reproductivna nabavna vrednost svodi na sadašnju reproductivnu vrednost tako što se ona množi koeficijentom preostale korisnosti koji se dobije iz odnosa procenjenog preostalog veka trajanja i ukupnog veka trajanja građevinskog objekta. Pri proceni preostalog veka trajanja građevinskog objekta uzima se u obzir njegovo fizičko stanje i funkcionalnost i polazi od pretpostavke da će se u preostalom veku trajanja vršiti uobičajeno (normalno) investiciono i tekuće održavanje građevinskog objekta.

Oprema. Oprema se prvo procenjuje po nabavnoj ceni na dan procene (ponovna nabavna cena), što daje reproductivnu nabavnu vrednost. Potom se reproductivna nabavna vrednost svodi na sadašnju reproductivnu vrednost tako što se reproductivna nabavna vrednost množi koeficijentom preostale korisnosti koji se dobija iz odnosa procenjenog preostalog veka trajanja i ukupnog veka trajanja. Pri proceni preostalog veka trajanja uzima se u obzir fizičko stanje, funkcionalnost i intenzitet korišćenja opreme, a polazi se od pretpostavke da će se u preostalom veku trajanja vršiti normalno (uobičajeno) investiciono i tekuće održavanje. Kod opreme čiji je vek trajanja uslovljen intenzitetom korišćenja, kao što su, na primer, poljoprivredne mašine, transportna sredstva i slično, koeficijent preostale korisnosti se može utvrditi iz odnosa procenjenog preostalog broja časova rada (na primer, za traktore), odnosno broja dana rada (na primer, za kombajne), odnosno broja pređenih kilometara (na primer, za transportna sredstva) i ukupnog mogućeg broja časova rada, odnosno dana rada, odnosno pređenih kilometara. Najzad, ako se među opremom nalazi oprema izvan upotrebe ona se procenjuje po neto likvidacionoj vrednosti (likvidaciona vrednost minus troškovi likvidacije) na dan procene.

Višegodišnji zasadi. Višegodišnji zasadi se procenjuju na bazi troškova podizanja zasada na dan procene, što daje reproduktivnu nabavnu vrednost. Sadašnja reproduktivna vrednost dobija se množenjem reproduktivne nabavne vrednosti koeficijentom preostale korisnosti. Koeficijent preostale korisnosti se može utvrditi na dva načina:

- prvi, iz odnosa procenjenog preostalog veka trajanja i ukupnog veka trajanja višegodišnjeg zasada, i

- drugi, iz odnosa fizičkog prinosa u preostalom veku trajanja i ukupnog fizičkog prinosa u toku čitavog veka trajanja zasada.

Drugi način je prihvatljiviji za zasade koji nemaju ravnomeran fizički prinos u čitavom veku trajanja. To su oni zasadi koji u prvom delu veka trajanja odbacuju fizički prinos po rastućoj stopi, a u drugom delu veka trajanja odbacuju fizički prinos po opadajućoj stopi.¹⁷⁵

Osnovno stado. Osnovno stado se procenjuje po valadajućoj tržišnoj ceni na dan procene (ponovna nabavna cena, odnosno cena zamene). Međutim, tržišna cena iste rase stoke varira u zavisnosti od starosti stoke, što otežava pribavljanja informacije o tržišnoj ceni na dan procene koja bi bila kompatibilna starosnoj strukturi osnovnog stada. Uz to, kod osnovnog stada je relativno visoka likvidaciona vrednost koja je ravna klaničkoj vrednosti, a pored toga kod krava prinos mleka u prvoj fazi proizvodnog životnog ciklusa raste, a u drugoj fazi opada. Saglasno tome, ako se ne može dokučiti tržišna cena na dan procene koja bi odgovarala starosnoj strukturi procenjivanog osnovnog stada, treba poći od tržišne cene na dan procene grla na početku njegove osposobljenosti za proizvodne svrhe (što predstavlja reproduktivnu nabavnu vrednost), a sadašnju reproduktivnu vrednost utvrditi na sledeći način:

- u hiljadama dinara -

Pozicija	Knjigovostvena vrednost			Reproduktivna vrednost			Razlika (6-3)
	nabavna vrednost	ispravka vrednosti	sadašnja vrednost	nabavna vrednost	ispravka vrednosti	sadašnja vrednost	
	1	2	3	4	5	6	7.
I. NEMATERIJALNA ULAGANJA	14.697	-	14.697	14.697	-	14.697	-
II. MATERIJALNA ULAGANJA (1 do 5)	1.586.296	730.111	856.185	5.128.317	2.192.067	2.936.250	+ 2.080.065
1. Zemljište	14.680	-	14.680	33.028	-	33.028 ¹	+ 18.348
2. Građevinski objekti	591.620	122.805	468.815	1.640.124	340.316	1.299.808	+ 830.993
3. Oprema	943.642	607.306	336.336	3.418.811	1.851.751	1.567.060	+ 1.270.724
4. Materijalna ulaganja u pripremi	28.218	-	28.218	28.218	-	28.218	-
5. Avansi za materijalna ulaganja	8.136	-	8.136	8.136	-	8.136 ²	-
III. SVEGA (I + II)	1.600.993	730.111	870.882	5.143.014	2.192.067	2.950.947	+ 2.080.065

1 Pasivirano na dugoročnim rezervisanjima 8.182 hiljade dinara, zato što u toj vrednosti procenjivano preduzeće nije unelo zemljište u poslovne knjige, a na njemu su izgrađeni građevinski objekti. Zemljište nije uneto u poslovne knjige jer sa vlasnicima zemljišta nije regulisan pravni finansijski osnov. Kad to bude, zemljište će se isplatiti na teret dugoročnog rezervisanja.

2 Pasivirano na dugoročnim rezervisanjima 6.060 hiljade dinara; naime, avans u ovom iznosu dat je dobavlju iz otcepljene republike bivše Jugoslavije, koja je uz to zahvaćena ratom, i budući da je neizvesna sudbina toga potraživanja, procenjivači su ga indirektno otpisali preko dugoročnih rezervisanja. Ako avans bude naplaćen, odnosno ako se primi oprema plaćena avansom, dugoročna rezervisanja će se ukinuti u korist društvenog kapitala, a u suprotnom, definitivni otpis će se izvršiti na teret dugoročnog rezervisanja.

175 Busch, W., *Taxationslehre für Landwirtschaft und Gartenbau*, Verlag Paul Parey, Hamburg und Berlin, 1969, str. 199.

Sadašnja reproduktivna vrednost = $(TV - KV) \cdot k + KV$

gde je:

TV = tržišna vrednost na dan procene grla na početku njegove osposobljenosti za proizvodne svrhe,

KV = klanična vrednost grla na dan procene, i

k = koeficijent preostale korisnosti koji se dobija — kod krava iz odnosa procenjene količine mleka koja će se dobiti u preostalom veku trajanja i ukupne količine mleka koja se dobija u toku celog veka trajanja, a kod ostalog osnovnog stada iz odnosa preostalog veka trajanja i ukupnog veka trajanja.

Materijalna sredstva u pripremi. Dati avansi se procenjuju sa stanovišta pravnog osnova, računovodstvene dokumentovanosti i verovatnoće da će dobavljač isporučiti avansom plaćenu opremu, odnosno izgraditi građevinski objekat. Ako je avans dat u stranoj valuti preračunava se u dinarima po realnom kursu na dan procene. Isporučena oprema i građevinski materijal procenjuju se po vladajućoj tržišnoj ceni na dan procene. Investicije u toku se procenjuju tako što se njihovi troškovi usklađuju s vladajućim tržišnim cenama na dan procene.

Nakon procene reproduktivne vrednosti sačinjava se pregled razlika između reproduktivne sadašnje vrednosti i knjigovodstvene sadašnje vrednosti, koji u našem primeru prikazan na prethodnoj strani.

5.1.3.2. Reproductivna vrednost zaliha i aktivnih vremenskih razgraničenja

Zalihe materijala, rezervnih delova, sitnog inventara i trgovačke robe. Ove zalihe procenjuju se po vladajućim nabavnim cenama na dan procene. Ako među ovim zalihama ima zastarelih ili neupotrebljivih, one se procenjuju po cenama po kojima se najverovatnije mogu unovčiti, te cene su ili nešto više od likvidacione cene ili su ravne likvidacionoj ceni.

Zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda procenjuju se po ceni koštanja, ali

ako su nabavne cene na dan procene, usled konjunktturnih razloga ili inflacije, više od nabavnih cena na osnovu kojih je utvrđena postojeća cena koštanja, cena koštanja se aktuelizira s nabavnim cenama na dan procene. Međutim, ako je aktuelizirana cena koštanja viša od neto prodajne cene, saglasno načelu niže vrednosti, zalihe nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda se procenjuju po neto prodajnoj ceni, pri čemu je neto prodajna cena za procenu vrednosti nedovršene proizvodnje ravna prodajnoj ceni umanjenoj za dodatne varijabilne troškove neophodne za finalizaciju nedovršenog proizvoda i troškove prodaje, a za procenu vrednosti gotovih proizvoda neto prodajna cena je ravna prodajnoj ceni umanjenoj za troškove prodaje.

Aktivna vremenska razgraničenja. Na aktivnim vremenskim razgraničenjima mogu da ostanu troškovi koji su zaista plaćeni a odnose se na naredne obračune periodičnog rezultata i anticipirani prihod koji će zaista biti fakturisan i naplaćen u narednom obračunskom periodu.

5.1.3.3. Reproductivna vrednost monetarne aktive

Dinarska potraživanja. Svi oblici dinarskih potraživanja procenjuju se po nominalnoj vrednosti uz uvažavanje pravnog osnova, računovodstvene dokumentovanosti i verovatnoće naplativosti.

Devizna potraživanja. Svi oblici deviznih potraživanja procenjuju se po realnom kursu na dan procene uz uvažavanje pravnog osnova, računovodstvene dokumentovanosti i verovatnoće naplate.

Hartije od vrednosti. Svi oblici hartija od vrednosti koji glase na dinare, a ne kotiraju se na berzi, procenjuju se po nominalnoj vrednosti uz uvažavanje verovatnoće naplativosti. Hartije od vrednosti koje glase na stranu valutu, a ne kotiraju se na berzi, procenjuju se po realnom kursu na dan procene. Hartije od vrednosti koje se kotiraju na berzi (bilo u dinarima, bilo u stranoj valuti) procenjuju se po berzanskoj ceni na dan procene.

Gotovina u stranoj valuti procenjuje se po realnom kursu na dan procene.

Kod preduzeća iz našeg primera veća je reproduktivna od knjigovodstvene vrednosti u oblasti kratkoročnih potraživanja iz poslovanja, tačnije, potraživanja od kupaca. Dinarska potraživanja od kupaca povećana su zato što su procenjivači došli do zaključka da će nenaplativa potraživanja biti 5% od bruto dinarskih potraživanja a u bilansu je

taj procenat bio čak 54%. Devizna potraživanja od kupaca procenjivači su preračunali na realan kurs na dan procene i smanjili ispravku vrednosti sa 60,5% na 5%, jer su došli do zaključka da će se 95% ovih potraživanja naplatiti. Saglasno rečenom, razlika između reproduktivne i knjigovodstvene vrednosti kratkoročnih potraživanja iz poslovanja je sledeća:

- u hiljadama dinara -

Pozicija	Knjigovodstvena vrednost			Reproduktivna vrednost			Razlika (6-3)
	bruto	ispravka vrednosti	neto (1-2)	bruto	ispravka vrednosti	neto (4-5)	
	1	2	3	4	5	6	
1. Kupci - dinarska potraživanja	71.978	38.827	33.151	71.978	3.599	68.379	+ 35.228
2. Kupci - devizna potraživanja	95.829	58.002	37.827	509.853	25.493	484.360	+ 446.533
3. Razna potraživanja iz poslovanja	233	-	233	233	-	233	0
4. SVEGA - KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA IZ POSLOVANJA (1 DO 3)	168.040	96.829	71.211	582.064	29.092	552.972	+481.761

5.1.3.4. Reproductivna vrednost obaveza i tranzitorne pasive

Obaveze. Dinarske obaveze se procenjuju u nominalnoj vrednosti uz uvažavanje pravnog osnova, računovodstvene dokumentovanosti i verovatnoće plaćanja. Devizne obaveze se procenjuju na osnovu realnog kursa na dan procene uz uvažavanje pravnog osnova, računovodstvene dokumentovanosti i verovatnoće plativosti.

Kod preduzeća iz našeg primera jedino je utvrđena razlika između reproduktivne vrednosti i knjigovodstvene vrednosti kod dugoročnih obaveza zbog toga što su zajmovi iz inostranstva preračunati na realni kurs na dan procene. Otuda je razlika između reproduktivne i knjigovodstvene vrednosti dugoročnih obaveza sledeća:

- u hiljadama dinara -

	Knjigovodstvena vrednost	Reproduktivna vrednost	Razlika (2-1)
	1	2	3
1. Obaveze prema povezanim preduzećima	7.641	7.641	0
2. Krediti banaka u zemlji	20.918	20.918	0
3. Ostali krediti u zemlji	50	50	0
4. Krediti u inostranstvu	95.348	459.379	+ 364.031
5. Svega dugoročne obaveze (1 do 4)	123.957	487.988	+ 364.031

Tranzitorne pozicije pasive. Dugoročna rezervisanja se procenjuju u iznosima najverovatnijih rizika i troškova koji se pokrivaju na teret dugoročnih rezervisanja. Na pasivnim

vremenskim razgraničenjima ukalkulisani troškovi se procenjuju u iznosima očekivanih stvarnih troškova koji se odnose na prethodni obračunski period. Obračunati prihodi

AKTIVA			
Pozicija	Knjigovodstvena vrednost	Reprodukciona vrednost	Razlika (3-2)
1	2	3	4
A. STALNA SREDSTVA (I do III)	874.103	2.954.168	+ 2.080.065
I. NEMATERIJALNA ULAGANJA	14.697	14.697	,
II. MATERIJALNA ULAGANJA (1 do 5)	856.185	2.936.250	+ 2.080.065
1. Zemljište	14.680	33.028	+ 18.348
2. Građevinski objekti	468.815	1.299.808	+ 830.993
3. Oprema	336.336	1.567.060	+ 1.230.724
4. Materijalna ulaganja u pripremi	28.218	28.218	
5. Avansi za materijalna ulaganja	8.136	8.136	
III. DUGOROČ. FINANSIJSKA ULAGANJA (1 do 3)	3.221	3.221	
1. Ulaganja u povezana preduzeća	2	2	
2. Uložena sredstva u banku	62	62	
3. Ostala uložena sredstva	62	62	
B. OBRTNA SREDSTVA (I do V)	280.716	762.477	+ 481.761
I. ZALIHE (1 do 3)	189.755	189.755	
1. Materijal, rezervni delovi i sitan inventar	64.291	64.291	
2. Proizvodnja	123.250	123.250	
3. Proizvodi	2.214	2.214	
II. KRATKOROČ. POTRAŽ. IZ POSLOVANJA (1+2)	71.211	552.972	+ 481.761
1. Kupci u zemlji	70.978	552.739	+ 481.761
2. Razna potraživanja iz poslovanja	233	233	
III. KRATKOROČ. FINANSIJSKA ULAGANJA (1+2)	174	174	
1. Ulaganja u banke			
2. Ostala kratkoročna finansijska ulaganja	74	74	
IV. OSTALA KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA (1 do 3)	3.658	3.658	
1. Potraživanja od državnih i drugih institucija	514	514	
2. Ostala potraživanja od radnika	729	729	
3. Razna potraživanja	2.415	2.415	
V. HARTIJE OD VRED. I NOVČANA SRED. (1+2)	15.918	15.918	
1. Hartije od vrednosti	2.748	2.748	
2. Novčana sredstva	13.170	13.170	
C. AKTIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	0	0	
D. GUBITAK	0	0	0
E. POSLOVNA AKTIVA (A+B+C+D)	1.154.819	3.716.645	+ 2.561.826

-- u hiljadama dinara -

PASIVA

Pozicija	Knjigovodstvena vrednost	Reprodukciona vrednost	Razlika (3-2)
1	2	3	4
A. TRAJNI KAPITAL (I+II)	884.067	3.067.620	+2.183.553
I. NOMINIRANI KAPITAL	225.120		
II. NENOMINIRANI KAPITAL	658.947		
B. DUGOROČNA REZERVISANJA	-	14.242	+ 14.242
C. DUGOROČNE OBAVEZE (1 do 4)	123.957	487.988	+ 364.031
1. Obeaveze prema povezanim preduzećima	7.641	7.641	
2. Krediti od banaka u zemlji	20.918	20.918	
3. Ostali krediti u zemlji	50	50	
4. Krediti iz inostranstva	95.348	459.379	+364.031
D. KRATKOROČNE OBAVEZE (I DO III)	146.795	146.795	
I. KRATKOROČNE OBAVEZE IZ POSLOVANJA (1 do 5)	41.590	41.590	
1. Avansi i dobavljači u zemlji	18.853	18.853	
2. Dobavljači za nefakturisanu robu	5.986	5.986	
3. Instrumenti plaćanja i hartija od vrednosti	5.060	5.060	
4. Razne obaveze iz poslovanja	2.867	2.867	
5. Obaveze za lične dohotke	8.824	8.824	
II. KRATKOROČNE FINANSIJSKE OBAVEZE (1+2)	104.559	104.559	
1. Krediti od banaka u zemlji	90.029	90.029	
2. Ostali krediti u zemlji	14.530	14.530	
III. OSTALE KRATKOROČNE OBAVEZE (1+2)	646	646	
1. Obaveze za poreze, doprinose i druge dažbine	617	617	
2. Ostale obaveze	29	29	
E. PASIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	0	0	

iskazani na pasivnim razgraničenjima se iskazuju, ako se oni zaista odnose na naredni periodični obračun finansijskog rezultata.

Na osnovu napred datog bilansa reproduktivne vrednosti reproduktivna vrednost supstance je:

- u hiljadama dinara -

5.1.3.5. Sačinjavanje bilansa reproduktivne vrednosti

Posle izvršene procene na napred opisani način sačinjava se bilans reproduktivne vrednosti i utvrđuje za svaku bilansnu poziciju razlika između reproduktivne i knjigovodstvene vrednosti. Cela ta procedura iz našeg primera izložena je na prethodnoj i na početku ove strane.

1. Reproductivna vrednost poslovne aktivne	3.716.645
2. Gubitak iskazan u aktivni	0
3. Reproductivna vrednost dugoročnih rezervisanja	14.242
4. Reproductivna vrednost dugoročnih obaveza	487.988
5. Reproductivna vrednost kratkoročnih obaveza	146.795

6. Reproductivna vrednost pasivnih vremenskih razgraničenja	0
Reproductivna vrednost poslovne neto aktive, odnosno reproductivna vrednost sopstvenog kapitala (1-2-3-4-5-6)	3.067.620

5.2. Prinosne metode

Procena vrednosti sopstvenog kapitala (neto aktive) primenom prinosnih metoda zasniva se na rezultatu i ceni kapitala, što upućuje na zaključak da je procenjena vrednost sopstvenog kapitala uslovljena sa dve varijable — visinom rezultata i visinom cene kapitala. Vrednost sopstvenog kapitala primenom prinosnih metoda može se utvrditi direktno i indirektno. Direktna procena vrednosti sopstvenog kapitala primenom prinosnih metoda dobija se ako rezultat primenjene metode daje neto aktivu (neto imovinu), što podrazumeva da rezultat predstavlja gotovinu koja pripada vlasniku posle servisiranja dugova, s tim što ona može a nemora da obuhvata i porez na rezultat, a cena kapitala predstavlja stopu prinosa na sopstveni kapital, koja ako rezultat ne obuhvata porez na rezultat, predstavlja neto stopu prinosa na sopstveni kapital, a ako rezultat sadrži porez na rezultat, radi se o stopi bruto prinosa na sopstveni kapital. Indirektna procena vrednosti sopstvenog kapitala (neto aktive) podrazumeva najpre procenu vrednosti ukupne aktive (bruto imovine) a procenjena vrednost neto aktive ravna je razlici između procenjene bruto imovine i obaveza. Indirektna procena vrednosti neto aktive podrazumeva da rezultat predstavlja gotovinu koja otpada na ukupan kapital, tj. gotovina pre servisiranja dugova, s tim što ona može a ne mora da obuhvata i porez na rezultat. Cena kapitala u ovom slučaju obuhvata cenu dugova (kamatnu stopu koja se plaća na dugove) i stopu prinosa na sopstveni kapital

koja može da bude stopa neto prinosa na sopstveni kapital (ako je iz rezultata isključen porez na rezultat) i stopa bruto prinosa na sopstveni kapital (ako rezultat obuhvata i porez na rezultat). U daljem tekstu, obrađivaćemo direktni način procene neto aktive primenom prinosnih metoda.

5.2.1. Cena kapitala

Pri procenjivanju vrednosti preduzeća golem je problem određivanje cene kapitala koja će se primenjivati pri proceni, jer od cene kapitala — ceteris paribus — bitno zavisi procenjena vrednost preduzeća. Utvrđivanje cene kapitala se posmatra sa stanovišta investitora (potencijalnog kupca preduzeća). Kroz cenu kapitala investitor kao vlasnik kapitala želi naravno, da maksimira stopu rentabilnosti sopstvenog kapitala, ali ulažući kapital u kupovinu preduzeća investitor preuzima i rizik ostvarenja dobitka, a time i rizik ostvarenja stope prinosa (rentabilnosti) na sopstveni kapital. U tržišno razvijenom ambijentu investitor ima više alternativa za ulaganja kapitala sa različitim stopama prinosa i različitim rizikom. U Sjedinjenim Američkim Državama koriste se dve metode određivanja cene kapitala — metoda Premija relativnog rizika (Relative risk premium) i metoda Capital Asset Pricing Model (CAPM).¹⁷⁶ Ove dve metode primenjuju se kada se direktno procenjuje vrednost sopstvenog kapitala, a kod indirektno procene vrednosti sopstvenog kapitala primenjuje se prosečna ponderisana cena kapitala.

Premija relativnog rizika. — Suština ove metode jeste u tome da procenjivač uzima u obzir ostvarene stope prinosa kod nisko rizičnih ulaganja kao što su: štedni ulozi, državne obveznice, prvoklasne korporativne obveznice, dividende na deonice nisko rizičnih korporacija i sl.

¹⁷⁶ Prof. dr Kenneth Zapp, *Tehnika procijene preduzeća*, Business school, Zagreb, 1990.

Od ovih stopa prinosa, budući da su sva pomenuta ulaganja nisko rizična i da su za investitore alternative za ulaganja njegovog kapitala, procenjivač uzima najvišu stopu prinosa, ali to nije konačna cena kapitala koju će u proceni primeniti, na nju se dodaje još premija rizika ulaganja u kupovinu posmatranog preduzeća.

U razvijenim zemljama, na osnovu relevantnih faktora preduzeća se grupišu prema visini premije za rizik i javno objavljuju, što procenjivači koriste prilikom utvrđivanja premije za rizik. Tako, na primer Schilt-ovo uputstvo grupiše preduzeća prema visini premije za rizik kako sledi:

- sa premijskom stopom za rizik do 5% su preduzeća koja imaju dobro uhodan posao, atraktivnu proizvodnu orijentaciju, sa razrađenim menadžmentom i veoma jakom pozicijom na tržištu i potpunu izvesnost ostvarenja budućih prihoda;

- sa premijskom stopom za rizik od 6 do 10% za preduzeća koja dobro kotiraju na tržištu, sa uhodanim poslom, a koja imaju visok organski sastav kapitala, dobar poslovni imidž, stabilne i izvesne buduće prihode, relativno visok stepen mogućnosti tržišnog prilagođavanja;

- sa premijskom stopom rizika od 11 do 15% za preduzeća koja posluju u grani sa visoko izraženom konkurencijom, koja imaju visoko razvijen menadžment sa relativno stabilnim prinosom i predvidivim budućim prihodima i prinosima;

- sa premijskom stopom rizika iznad 16% pa čak i do 30% su preduzeća sa lošim menadžmentom, mala preduzeća čije je poslovanje zavisno od specijalista, velika preduzeća čije je poslovanje po prirodi ciklično i mala novoosnovana preduzeća.¹⁷⁷

U našim uslovima, pri utvrđivanju premije za rizik, procenjivač uzima u obzir finansijsku

analizu posmatranog preduzeća pri čemu se radi komparativna analiza uzimajući za upoređenje jedno ili više preduzeća, po pravilu, iz iste branše (delatnosti), pri čemu se nastoji da se izaberu najbolja preduzeća. Iz te komparativne analize procenjivač dolazi do saznanja o razlikama između posmatranog preduzeća i komparativnih preduzeća o poslovnom, finansijskom i ukupnom riziku, o rentabilnosti, o horizontalnoj i vertikalnoj strukturi bilansa i dr. Osim toga, procenjivač uzima u obzir sposobnost menadžmenta, disperziju tržišta, broj kupaca i dobavljača i sl.

Na osnovu svega toga, procenjivač određuje premiju za rizik, koju dodaje najvišoj stopi prinosa niskorizičnih (alternativnih) ulaganja i tako dolazi do cene kapitala. Primera radi, pretpostavimo da je stopa dividende na obične deonice nisko rizične korporacije 12% i da je procenjivač došao do zaključka da za posmatrano preduzeće treba da bude premija za rizik 5%, iz tog sledi da će se posmatrano preduzeće procenjivati sa cenom kapitala od $17\% = (12\% + 5\%)$, uz uslov da je iz rezultata isključen porez na rezultat.

Ali ako rezultat obuhvata i porez na rezultat, stopa dividende mora da bude preračunata na bruto po procentnom računu u sto, jer se dividenda isplaćuje iz dobitka posle oporezivanja (neto dobitak) pa stopa dividende ne obuhvata i porez na rezultat. Uz pretpostavku da je porez na rezultat 40%, stopa bruto dividende, u našem primeru će biti $20\% = (12:0,6)$, a uz premiju za rizik od 5%, sada je cena kapitala $25\% = (20\% + 5\%)$.

Ako bi za cenu nisko rizičnih ulaganja bila uzeta kamatna stopa, na primer, kamatna stopa na državne obveznice, ona ne bi bila preračunavana jer se prihod od kamate oporezuje; dakle, ona sadrži već porez na rezultat, ali u tom slučaju u rezultat mora da bude

177 The Financial Planner, Januar, 1982.

uključen i porez na rezultat. Uz to, treba imati u vidu da se uvek uzima samo realna kamatna stopa, pri čemu se realna kamatna stopa utvrđuje na sledeći način:

- ako je stopa inflacije izrazito niska (do 5%, na primer), realna kamatna stopa je rav-

$$\frac{\frac{\text{nominalna kamatna stopa}}{100} - \frac{\text{stopa inflacije}}{100}}{1 + \frac{\text{stopa inflacije}}{100}} \times 100$$

Primer radi, ako je nominalna kamatna stopa 273%, a stopa inflacije 235,2%, realna kamatna stopa je:

$$\frac{2,73 - 2,352}{1 + 2,352} \times 100 = 11,28\%$$

Capital Asset Pricing Model. — „Ovaj model zasniva se na činjenici da investitori kod aktive sa rizikom zahtevaju dodatni očekivani prihod, pre svega stopu oslobađajućeg rizika, kao kompenzaciju za držanje aktive koja nosi rizik”.¹⁷⁸ Suština je u sledećem: u određenom razdoblju, na primer od 5 godina, upoređuje se stopa prinosa na sopstveni kapital sa stopom prinosa na čitavom tržištu. Ako stopa prinosa na sopstveni kapital više varira veći je rizik i obrnuto, ako stopa prinosa na sopstveni kapital manje varira, manji je rizik.

Stepen relativne varijacije stope prinosa statistički se zove Beta. Stepenn relativne varijacije se izračunava na osnovu stvarne stope prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća i stvarne stope prinosa na sopstveni kapital na čitavom tržištu (stopa prinosa na sopstveni kapital privrede, na primer). Ako je Beta 1, to znači da stopa prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća identično varira sa stopom prinosa na sopstveni kapital na celom tržištu, rizik ostvarenja prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća jednak je riziku ostvarenja prinosa na čitvom tržištu.

na razlici između nominalne kamatne stope i stope inflacije (primer radi, ako je nominalna kamatna stopa 12%, a stopa inflacije 4%, realna kamatna stopa je 8%).

- ako je stopa inflacije visoka, realna kamatna stopa se izračunava po obrascu:

Ako je Beta 2 to znači da stopa prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća varira dvostruko više od stope prinosa na sopstveni kapital na ukupnom tržištu, rizik ostvarenja prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća je dvostruko veći od rizika ostvarenja prinosa na sopstveni kapital na ukupnom tržištu. Najzad, ako je Beta 0,5 (na primer) to znači da stopa prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća upola manje varira od stope prinosa na sopstveni kapital na čitavom tržištu.

U tržišno razvijenim zemljama (Sjedinjene Američke Države, na primer) kod preduzeća sa deonicom uzima se stopa dividende na običnu deonicu kao prinos na sopstveni kapital, a kao prinos na sopstveni kapital na čitavom tržištu uzima se prinos grupe korporacije, na primer prinos korporacija koje su obuhvaćene indeksom S + P.¹⁷⁹ Za naše uslove, držimo da se mogu uzeti stope prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća (preduzeća čija se vrednost procenjuje) i stopa prinosa na sopstveni kapital privrede u zemlji, kao stopa prinosa na čitavom tržištu.

Kad se utvrdi Beta, cena kapitala (K) za posmatrano preduzeće utvrđuje se po sledećoj formuli:

$$K = krp + \beta(km - krp)$$

gde je:

krp = stopa prinosa na sopstveni kapital kod bezrizičnih ulaganja,

¹⁷⁸ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 41.

¹⁷⁹ Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 45.

β = Beta faktor,

km = stopa prinosa na sopstveni kapital na čitavom tržištu.

Za stopu prinosa na sopstveni kapital kod bezrizičnih ulaganja obično se uzima stopa prinosa na državne obveznice jer su bezrizične a uz to likvidne, mogu se konvertovati u gotovinu putem prodaje na berzi efekata na koju se državne obveznice uključuju automatski njihovom emisijom.¹⁸⁰ Za stopu pri-

nosa na sopstveni kapital na čitavom tržištu može se uzeti vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala, a ako tržište kapitala ne funkcioniše, što je slučaj sa našom zemljom, po našem mišljenju može se uzeti kamatna stopa po kojoj banke odobravaju dugoročne kredite u periodu procene vrednosti preduzeća.

Hipotetični primer utvrđivanja faktora Beta izgleda ovako:

Godina	Stopa rentabilnosti preduzeća	Stopa rentabilnosti privrede	Izračunata kovarijansa	Izračunata varijansa
(t)	(A)	(B)	(C)	(D)
1	0,20	0,15	-0,003	0,0025
2	0,15	0,20	0	0
3	-0,10	0,10	0,024	0,0100
4	0,20	0,25	0,003	0,0025
5	0,25	0,30	0,009	0,0100
Zbir	0,70	1,00	0,033	0,0250
Prosek	0,14	0,20	0,0066	0,0050

$t = 5$ godina,

$$A = \text{stopa rentabilnosti posmatranog preduzeća} = \frac{\text{Bruto dobitak}}{\frac{\text{Sopstveni kapital po bilansu otvaranja} + \text{Sopstveni kapital po zaključnom bilansu}}{2}}$$

$$B = \text{stopa rentabilnosti privrede} = \frac{\text{Bruto dobitak}}{\frac{\text{Sopstveni kapital po bilansu otvaranja} + \text{Sopstveni kapital po zaključnom bilansu}}{2}}$$

C = izračunavanje kovarijanse:

$$\text{Posmatrana stopa rentabilnosti preduzeća} - \text{Prosečna stopa rentabilnosti preduzeća} \times \text{Posmatrana stopa rentabilnosti privrede} - \text{Prosečna stopa rentabilnosti privrede}$$

odnosno, to je po godinama:

$$1) (0,20 - 0,14) \cdot (0,15 - 0,20) = 0,06 \cdot (-0,05) = -0,003$$

$$2) (0,15 - 0,14) \cdot (0,20 - 0,20) = 0,01 \cdot 0 = 0$$

$$3) (-0,10 - 0,14) \cdot (0,10 - 0,20) = (-0,24) \cdot (-0,10) = 0,024$$

¹⁸⁰ Vidi o tome: poglavlje o tržištu kapitala u ovoj knjizi.

$$4) (0,20 - 0,14) \cdot (0,25 - 0,20) = 0,06 \cdot 0,05 = 0,003$$

$$5) (0,25 - 0,14) \cdot (0,30 - 0,20) = 0,09 \cdot 0,10 = 0,009$$

D = izračunavanje varijanse:

Posmatrana stopa rentabilnosti privrede - (Prosečna stopa rentabilnosti privrede)²
odnosno, to je po godinama:

$$1) (0,15 - 0,20)^2 = (-0,05)^2 = 0,0025$$

$$2) (0,20 - 0,20)^2 = 0^2 = 0$$

$$3) (0,10 - 0,20)^2 = (-0,10)^2 = 0,0100$$

$$4) (0,25 - 0,20)^2 = 0,05^2 = 0,0025$$

$$5) (0,30 - 0,20)^2 = 0,10^2 = 0,0100$$

$$\text{Faktor } \beta = \frac{\text{kovarijansa}}{\text{varijansa}} = \frac{0,0066}{0,0050} = 1,32$$

Pretpostavimo sada da je realna stopa prinosa na nisko rizična ulaganja (državne obveznice) 10%, a da je vladajuća realna kamatna stopa na tržištu kapitala 15%, cena kapitala za posmatrano preduzeće čija je Beta 1,32 je:

$$K = 10 + 1,32 \cdot (15 - 10) = 16,6\%$$

Kada bi Beta bila 1, cena kapitala posmatranog preduzeća bi bila:

$$K = 10 + 1 \cdot (15 - 10) = 15\%$$

a kada bi Beta bila, npr. 0,8, cena kapitala posmatranog preduzeća bi bila:

$$K = 10 + 0,8 \cdot (15 - 10) = 14\%$$

Opisani primer utvrđivanja cene kapitala podrazumeva da rezultat treba da obuhvata i porez na rezultat, jer je cena kapitala formirana na bazi realne kamatne stope (niskorizičnih ulaganja i vladajuće kamatne stope na tržištu kapitala), koja sadrži u sebi i porez na prihod od kamate i stope bruto prinosa na sopstveni kapital, koja sadrži u sebi i porez na rezultat. Jednom rečju, *cena kapitala mora da bude konzistentna sa rezultatom*, ako rezultat obuhvata i porez na rezultat, cena kapitala, takođe, mora da obuhvata i porez na rezultat, i ako rezultat ne obuhvata porez na rezultat, cena kapitala, takođe, ne obuhvata porez na rezultat.

Primeru radi, ako bi se za stopu prinosa bez rizičnih ulaganja uzela stopa dividende prvoklasnih korporacija (Investicionog trusta, na primer) onda bi se stopa rentabilnosti

posmatranog preduzeća i stopa rentabilnosti čitave privrede računala iz odnosa neto dobitka i sopstvenog kapitala, što izražava stopu neto prinosa na sopstveni kapital. Tada cena kapitala ne obuhvata porez na rezultat i da bi ona bila konzistentna sa rezultatom iz rezultata treba da bude isključen porez na rezultat.

Ponderisana prosečna cena kapitala. Ova cena kapitala primenjuje se kada se vrednost sopstvenog kapitala procenjuje indirektno. To, pak, podrazumeva da se iz rezultata ne isključuje servisiranje dugova. Za utvrđivanje prosečne ponderisane cene kapitala neophodno je:

- utvrditi realnu kamatnu stopu na pozajmljeni kapital procenjivanog preduzeća,
- stopu prinosa na sopstveni kapital procenjivanog preduzeća, i
- proporciju sopstvenog kapitala i pozajmljenog kapitala procenjivanog preduzeća

Realna kamatna stopa na pozajmljeni kapital. Pod pozajmljenim kapitalom ovde se podrazumevaju dugoročni i kratkoročni zajmovi kao i druge obaveze na koje se plaća naknada (obaveze po osnovu prodatih obveznica, obaveze po osnovu lizinga, na primer). Kada bi kamatne stope na zajmove i stope naknada na druge obaveze bile fiksne, prosečna kamatna stopa koja predstavlja, u stvari, cenu duga utvrdila bi se na sledeći način:

Pojedinačni dug	Iznos duga	Koeficijent udela pojedinačnog duga u ukupnim dugovima sa kamatom, odnosno naknadom	Ugovorena kamatna stopa odnosno stopa naknade	Prosečna ponderisana kamatna stopa (3 X 4)
1	2	3	4	5
Zbir:	1,0000		xxx	

Zbir kolone pet navedenog obrasca daje prosečnu kamatnu stopu (uključujući i stopu naknade), tj. cenu duga, koja se preračunava na realnu kamatnu stopu kako je ranije objašnjeno. Međutim, problem nastaje onda kada je ugovorena kamatna stopa varijabilna. U takvim okolnostima moguće je uzeti kao cenu duga realnu kamatnu stopu banaka na dan procene, ali bi ona ipak morala biti upoređena sa realnom cenom duga procenjivanog preduzeća, pri čemu bi u uslovima ugovorene varijabilne kamatne stope varijabilnu kamatnu stopu iz poslednjeg obračuna kamata koji prethodi danu procene trebalo uzeti kao fiksna kamatna stopa, polazeći od pretpostavke da će do kraja otplate duga ta varijabilna kamatna stopa ostati nepromenjena, a kao cenu duga uzeti onu stopu koja je viša. Logika je u sledećem — ako je realna cena duga viša od realne kamatne stope banaka verovatno će se to ponavljati i ubuduće jer procenjivano preduzeće ne može naći jeftiniji zajam, obrnuto ako je realna kamatna stopa banaka viša od realne cene, postoji uverenje da su u međuvremenu porasle realne kamatne stope banaka kojih će procenjivano preduzeće morati prihvatiti pri ponovnom zaduženju u budućnosti.

Stopa prinosa na sopstveni kapital. Stopa prinosa na sopstveni kapital utvrđuje se ili po metodu premije relativnog rizika, ili, pak, po CAMP modelu, o kojima je napred bilo reči. Pri tome, treba imati u vidu sledeće:

- ako stopa prinosa na sopstveni kapital obuhvata porez na rezultat, rezultat takođe sadrži i porez na rezultat, a

- ako stopa prinosa na sopstveni kapital ne obuhvata porez na rezultat, rezultat, takođe, ne obuhvata porez na rezultat.

Možda nije na odmet ovde još jednom ponoviti da primena ponderisane prosečne cene kapitala podrazumeva rezultat pre servisiranja dugova, tačnije, kada se za rezultat uzima dobitak, radi se o poslovnom dobitku koji je, ako obuhvata porez na rezultat, ravan

razlici između prihoda i rashoda pri čemu rashodi ne obuhvataju troškove finansiranja, a ako ne obuhvata porez na rezultat od poslovnog dobitka se odbija porez na rezultat.

Proporcija sopstvenog kapitala i pozajmljenog kapitala. Pri utvrđivanju proporcije sopstvenog kapitala i pozajmljenog kapitala poslovna pasiva se grupiše u tri dela: sopstveni kapital, dugovi na koje se plaća kamata i/ili naknada (po važećoj bilansnoj šemi to su dugoročne obaveze i kratkoročne finansijske obaveze) i tekuće obaveze (kratkoročne obaveze iz poslovanja i ostale kratkoročne obaveze). Tekuće obaveze se pri utvrđivanju proporcije tretiraju kao sopstveni kapital jer su beskamratne. Potom se stopa prinosa na sopstveni kapital množi sa udelom sopstvenog kapitala uvećanog za tekuće obaveze u poslovnoj pasivi, što daje deo stope prinosa koji ulazi u ponderisanu prosečnu cenu kapitala, a cena dugova se množi sa udelom dugova na koje se plaća kamata u poslovnoj pasivi što daje deo cene dugova koji ulazi u ponderisanu prosečnu cenu kapitala. Primera radi, pretpostavimo da sopstveni kapital uvećan za tekuće obaveze učestvuje u poslovnoj pasivi sa 60% i da je stopa prinosa na sopstveni kapital 15%, a da dugovi na koje se plaća kamata učestvuju u poslovnoj pasivi sa 40% i da je cena dugova 12%. Ponderisana prosečna cena kapitala u ovom slučaju je $14,4\% = (16 \cdot 0,6 + 12 \cdot 0,4)$.

Postavlja se, međutim, pitanje: da li se proporcija utvrđuje po bilansu na dan procene, ili po bilansu na kraju perioda za koji se projektuje rezultat, ili, pak na bazi očekivane promene strukture kapitala od strane potencijalnog kupca procenjivanog preduzeća (investitora). Ako se proporcija utvrđuje po bilansu na kraju perioda za koji se projektuje rezultat to bi podrazumevalo projektovanje i bilansa stanja za sve godine projekcije rezultata. Ako se proporcija utvrđuje na bazi očekivanja budućeg vlasnika promene strukture kapitala, to bi zahtevalo

konsultaciju budućeg vlasnika, što bi podrazumevalo uvažavanje njegovog interesa čime se gubi nezavisnost procenjivača. Ako se uzme u obzir da se vrednost sopstvenog kapitala utvrđuje indirektno (bruto imovina minus obaveze) pri čemu se obaveze uzimaju na dan procene, naše je mišljenje da proporciju treba utvrditi na osnovu bilansa na dan procene.

5.2.2. *Statičke prinosne metode*

Vrednost preduzeća (sopstvenog kapitala odnosno neto aktive) procenjena direktnom procenom neto aktive zavisi od dve varijable — visine stabilizovanog dobitka i visine cene kapitala. Stabilizovani dobitak je dobitak za koji se pretpostavlja sa visokim stepenom verovatnoće da će se ostvarivati u nizu uzastopnih godina. Stabilizovani dobitak može da bude u formi neto dobitka tj. dobitak posle oporezivanja, pri čemu u tom slučaju cena kamatila ne sme da obuhvata porez na rezultat i u formi bruto dobitka, tj. dobitak pre oporezivanja, pri čemu u ovom slučaju cena kapitala obuhvata i porez na rezultat.¹⁸¹ Stabilizovani dobitak se može utvrditi na bazi:

- korekcije ostvarenog dobitka,
- projekcije očekivanog dobitka i
- kombinacijom korigovanog ostvarenog dobitka i očekivanog dobitka.

5.2.2.1. *Korekcije ostvarenog dobitka*

Kad se vrši procena vrednosti preduzeća na osnovu ostvarenog dobitka, uzima se godišnji dobitak za najmanje tri a za najviše pet godina. Pri tome, budući da se teži stabilizovanom dobitku koji će se ponavljati u nizu narednih godina, najpre se vrši korektura prihoda i rashoda a potom utvrđuje korigovani dobitak, koji može da odstupa i naviše i naniže u odnosu na dobitak koji je iskazan

u zvaničnom bilansu uspeha. U okviru korekcije prihoda i rashoda ispuštaju se pozicije koje se s velikom verovatnoćom neće ponavljati, kao što su vanredni prihodi i vanredni rashodi, a ostale pozicije prihoda i rashoda koriguju se i naviše i naniže sa ciljem da se dođe do njihovih iznosa koji će se u drugom roku ponavljati.

U okviru troškova materijala, ako je menjan metod obračuna utroška materijala, jasno je da je došlo pod tim uticajem i do promene troškova materijala. Svi oni metodi obračuna utroška materijala koji imaju za posledicu bilansiranje materijala u bilansu stanja na nižem nivou prouzrokuju veće troškove materijala i obrnuto, zbog čega se menja i dobitak vremenski upoređen kad god se promeni metod obračuna materijala, ali se to neće iz godine u godinu ponavljati, tim pre što pri bilansiranju treba poštovati načelo kontinuiteta. Otduda je nužno u godini u kojoj je došlo do povećanja troškova materijala zbog promene metoda obračuna utroška to povećanje isključiti, odnosno u godini u kojoj je došlo do smanjenja troškova materijala zbog promene metoda obračuna utroška to smanjenje uključiti u troškove. Isto tako, ako se neki materijal iz bilo kojih razloga u određenoj godini nabavlja po izrazito niskoj nabavnoj ceni, troškove tog materijala treba povećati u skladu sa uobičajenom nabavnom cenom i obrnuto, ako je materijal nabavljen po izrazito visokoj ceni, troškove tog materijala treba smanjiti u skladu sa uobičajenom nabavnom cenom.

U okviru troškova amortizacije takođe su nužne korekcije ako se primenjuje degresivni ili progresivni metod amortizacije, jer s protokom amortizacionog perioda godišnje kvote amortizacije primenom degresivnog metoda opadaju, a primenom progresivnog

181 Kada bi se želele primeniti indirektna metoda procene neto aktive stabilnosti dobitak bi obuhvatao i troškove kamata.

metoda rastu. U takvim okolnostima najprihvatljivije je troškove amortizacije obračunate degresivnim ili pogresivnim metodom svesti na troškove amortizacije koju odbacuje primena linearnog (konstantnog) metoda obračuna amortizacije.

Ako su plate bile iz ma kog razloga izrazito niske, nerealno je, naravno, očekivati da će se to u nedogled ponavljati pa u takvoj situaciji troškove rada treba podići na nivo koji odgovara kolektivnim ugovorima. Suprotno, ako su plate bile znatno više od nivoa koji proizlazi iz kolektivnih ugovora, troškove rada treba svesti na nivo koji proizlazi iz kolektivnih ugovora.

Rashodi se, dakako, menjaju i kad se menja sistem obračuna troškova, pa su nužne korekcije i u toj oblasti. Ako se pređe sa sistema obračuna po ukupnim troškovima ili po proizvodnim troškovima na sistem obračuna po varijabilnim troškovima, onda su rashodi u godini kada se to dogodilo veći za iznos fiksnih troškova sadržanih u prenetim zalihama nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda (prelazak sa sistema obračuna po ukupnim troškovima na sistem obračuna po varijabilnim troškovima), odnosno za iznos troškova uprave sadržanih u prenetim zalihama nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda (prelazak sa sistema obračuna po ukupnim troškovima na sistem obračuna po proizvodnim troškovima), odnosno za iznose fiksnih proizvodnih troškova (prelazak sa sistema obračuna po proizvodnim troškovima na sistem obračuna po varijabilnim troškovima) i ta povećanja rashoda, budući da se neće ponavljati, treba isključiti iz rashoda. Suprotno, kad se pređe sa sistema obračuna po varijabilnim troškovima na sistem obračuna po proizvodnim troškovima, tada su rashodi u prvoj godini primene novog sistema obračuna troškova manji za iznos fiksnih proizvodnih troškova sadržanih u krajnjim zalihama nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda; kada se pređe sa sistema obračuna po varijabilnim

troškovima na sistem obračuna po ukupnim troškovima, rashodi su u prvoj godini primene manji za iznos fiksnih troškova sadržanih u krajnjim zalihama nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda i, najzad, kad se pređe sa sistema obračuna po proizvodnim troškovima na sistem obračuna po ukupnim troškovima, rashodi su u prvoj godini primene manji za iznos troškova uprave sadržanih u krajnjim zalihama nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda i budući da se to neće ponoviti, rashode treba povećati za iznose njihovog smanjenja usled promene sistema obračuna troškova.

Vrši se takođe i korekcija prihoda. Tako, na primer, ako su prodajne cene u nekoj godini bile niske zbog toga što su bile pod kontrolom države, prihodi od prodaje se povećavaju za iznose nerealno određenih cena od strane države. Ako je prihod od izvoza obračunat po nerealno niskom kursu strane u odnosu na domaću valutu, vrši se preračun tih prihoda u skladu sa realnim kursom. Suprotno, ako je cena proizvoda na domaćem tržištu u određenom momentu bila iz nekih razloga izrazito visoka, prihodi od prodaje u zemlji se svode na uobičajenu prodajnu cenu, a kod prihoda od izvoza ako je obračunat po previsokom kursu strane u odnosu na domaću valutu, oni se svode na realni kurs.

Korigovani prihodi i rashodi na opisani način međusobno suprotstavljeni daju korigovani bruto dobitak. Ako se bruto dobitak uzima kao rezultat sa opisanim korekcijama prihoda i rashoda završena je korektura. Ali ako je rezultat u formi neto dobitka, korekcije se nastavljaju u oblasti utvrđivanja poreske osnovice. Polazeći od korigovanog bruto dobitka utvrđuje se poreska osnovica u skladu s važećim fiskalnim propisima, pri čemu treba voditi računa da se poreske olakšice najverovatnije neće ponavljati u nizu uzastopnih narednih godina (na primer, smanjenje poreske osnovice za nominalnu vrednost kupljenih državnih obveznica ili za uloženi sopstveni kapital u investicije) pa se

takve poreske olakšice pri utvrđivanju poreske osnovice ne uzimaju u obzir. Naravno, na utvrđenu korigovanu poresku osnovicu obračunava se porez na rezultat i po njegovom odbitku od korigovanog bruto dobitka dobija se korigovani neto dobitak.

Korigovani bruto dobitak, odnosno neto dobitak u pojedinim godinama izražen je vrednošću (kupovnom moći) novčane jedinice u godini u kojoj je ostvaren. Stoga je u

uslovima inflacije neophodno izvršiti njegov preračun na vrednost novčanih jedinica u godini u kojoj se vrši procena vrednosti preduzeća. To se čini tako što se utvrđuje revalorizacioni faktor iz odnosa indeksa cena na malo iz godine u kojoj se vrši procena vrednosti preduzeća i indeksa cena na malo u godini kad je ostvaren bruto odnosno neto dobitak. Pogledajmo taj preračun na primeru koji su dali Berllinger i Vahl.¹⁸²

Godina	Nominalna dobit (hiljada DEM)	Multiplikator	Dobit u cenama 1979 (hiljada DEM)
1975.	5.780	1,1541	6.670
1976.	12.730	1,1183	14.230
1977.	18.080	1,0773	19.480
1978.	14.390	1,0379	14.940
1979.	8.760	1,000	8.760

Gore prikazani način preračuna dobitka na vrednost novčanih jedinica u godini kada se vrši procena vrednosti preduzeća prihvatljiv je kada je stopa inflacije mala, kada se ona na godišnjem nivou meri jednocifrenim brojem, ali ne i kada je stopa inflacije visoka, kada vlada hiperinflacija. Tada je nužno dobitak iz prethodnih godina svesti na vrednost novčanih jedinica na dan procene, a to nije jednostavno izvesti. U takvim uslovima godišnji dobitak bi trebalo dekomponovati po mesecima ostvarenja, a zatim ga multiplikovati indeksom cena na malo od meseca ostvarenja dobitka do meseca procene vrednosti preduzeća. Dekomponovanje godišnjeg dobitka po mesecima ostvarivanja moglo bi se izvršiti srazmerno ostvarenom prihodu od prodaje u određenim mesecima, a kod preduzeća masovne proizvodnje koja proizvode jedan proizvod ostvareni dobitak mogao bi se podeliti sa prosečno ostvarenom prodajnom cenom u toj godini, rezultat bi bio u vidu količine proizvoda sadržanih u dobitku

i ako se ta količina pomnoži sa prodajnom cenom na dan procene dobiće se dobitak u vrednosti novčanih jedinica na dan procene.

Na opisani način korigovani dobitak i izražen vrednošću novčanih jedinica na dan procene služi za utvrđivanje stabilizovanog dobitka, o čemu će kasnije biti reči.

5.2.2.2. Projekcija očekivnog dobitka

Osnovna misao kojom procenjivač mora da bude permanentno preokupiran pri projekciji očekivanog dobitka je da se dobitak ne projektuje za narednu godinu, već da se projektuje dobitak koji će se s najvećim stepenom verovatnoće ostvarivati u nizu narednih godina, ali pri tome ne sme uzimati u obzir eventualna naredna investiciona ulaganja. Naprotiv, uvek se polazi od datog preduzeća, njegovih svih karakteristika u momentu procene — realni kapaciteti, kurentna pozicija, sposobnost kreiranja inovacija u svim domenima poslovanja, vladajuće

¹⁸² Dr Bernhard Berllinger und Dr Günter Vahl, *Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis*, Gabler, Wiesbaden, 1984, str. 105.

okruženje (opšti privredni ambijent i ambijent u delatnosti, odnosno branši kojoj pripada preduzeće koje se procenjuje), tržišna perspektiva i sl.

Naravno, procenjivač polazi od stalnih cena, odnosno vladajućih tržišnih cena na dan procene (prodajnih i nabavnih). Obim proizvodnje i prodaje u fizičkom smislu ne može da bude iznad realnog kapaciteta,¹⁸³ a usled tržišnih ograničenja, dakako, može da bude niži. Polazi se od vladajućih realnih kamatnih stopa na dan procene i zaduženosti preduzeća koje se procenjuje, od broja zaposlenih i bruto plata na dan procene, strukture materijalnih ulaganja i stopa amortizacija, strukture finansijskih ulaganja (dugoročnih i kratkoročnih) i prinosa koji se po osnovu njih ostvaruju i, najzad, uzimaju se u obzir fiskalni propisi u momentu procene, porez na imovinu i drugi porezi i doprinosi koji ne zavise od rezultata, a i porezi na rezultat ako se rezultat izražava u formi neto dobitka. Pa ipak, pošto je budućnost uvek neizvesna, procenjivač često projektuje očekivani dobitak u više varijanti (obično su to: verovatna varijanta, pesimistička varijanta i optimistička varijanta) u zavisnosti od očekivanih tržišnih prilika, i to na onim segmentima tržišta na kojim preduzeće čija se vrednost procenjuje prodaje odnosno kupuje, a potom kvantificira stabilizovani očekivani dobitak uzimajući u obzir sve varijante, o čemu će biti reči u narednom odeljku.

5.2.2.3. Procena vrednosti preduzeća kapitalizacijom dobitka

Kada se kvantificiran stabilizovani dobitak i utvrdi se cena kapitala, vrednost preduzeća (V) procenjuje se primenom formule kapitalizacije:

$$V = \frac{D}{\frac{k}{100}}$$

gde je:

D = stabilizovani dobitak i

k = cena kapitala

U literaturi i praksi ovaj metod često se sreće i pod imenom metod multiplikacije i tada je formula za procenu vrednosti preduzeća:

$$V = D \cdot \frac{100}{k}$$

U oba slučaja, naravno, dobija se isti iznos procenjene vrednosti preduzeća.

Treba imati u vidu da se primenom metoda kapitalizacije, odnosno multiplikacije dobija procenjena vrednost sopstvenog poslovnog kapitala preduzeća, što znači da se time ne obuhvata i vrednost neposlovne imovine. Zato se primenom ovog metoda procenjenoj vrednosti sopstvenog kapitala dodaje likvidaciona vrednost neposlovne imovine, što daje procenjenu vrednost ukupnog sopstvenog kapitala preduzeća. Ako se vlasnik procenjenog preduzeća i kupac — investitor sporazumeju da se kupoprodaja izvrši po procenjenoj vrednosti ukupnog sopstvenog kapitala, investitor će isplatiti procenjenu vrednost ukupnog sopstvenog kapitala vlasniku preduzeća i preuzeti čitavo preduzeće, naravno i obaveze kupljenog preduzeća, i time postati novi vlasnik preduzeća¹⁸⁴

5.2.2.3.1. Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog na osnovu ostvarenog korigovanog dobitka

Kad se procena vrednosti preduzeća vrši na bazi ostvarenog dobitka, stabilizovani dobitak se može utvrditi na dva načina: ili na

183 O realnom kapacitetu vidi: Dr Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, drugo izdanje, IP „Ekonomika”, Novi Beograd, 1991, str. 201.

184 Treba imati u vidu da se kupoprodaja preduzeća obavlja često iznad ili ispod procenjene vrednosti, jer procenjena vrednost samo služi kao polazna osnova za pogađanje a konačna cena preduzeća zavisi od nagodbe kupca i prodavca, koja može da bude i viša i niža od procenjene vrednosti.

osnovu aritmetičkog proseka korigovanog dobitka iz prethodnih godina, ili, pak, na osnovu ponderisanog proseka korigovanog dobitka iz prethodnih godina.

Ako se stabilizovani dobitak utvrđuje na bazi aritmetičkog proseka korigovanog dobitka iz prethodnih godina, to znači da je procenjivač proučavajući preduzeće koje procenjuje, opšte privredne prilike i prilike u grani (delatnosti) kojoj preduzeće pripada došao do uverenja da će preduzeće i u nizu narednih godina ostvarivati dobitak u visini proseka iz prethodnih godina. Ovaj način

utvrđivanja stabilizovanog dobitka obično se primenjuje kada korigovani dobitak u prethodnim godinama nije znatnije oscilirao i kada je procenjivač došao do uverenja, s obzirom na stanje preduzeća kao baze za ostvarenje profita i na očekivane opšte i posebne uslove privređivanja, da nema objektivnog razloga da se dobitak u narednim godinama u odnosu na aritmetički prosek iz prethodnih godina menja. Ilustracije radi, pretpostavimo da je zamišljeno preduzeće imalo ostvareni korigovani bruto dobitak kako sledi:

Godina	1989	1990	1991
Korigovani ostvareni bruto dobitak (dinara)	300.000	400.000	420.000

Iz toga sledi da je aritmetički prosek

$$373.333 \text{ dinara } \left(\frac{300.000 + 400.000 + 420.000}{3} \right)$$

što se uzima za stabilizovani bruto dobitak jer se očekuje da će se u toj visini ostvarivati bruto dobitak u nizu narednih godina ponavljati. Ako pretpostavimo da je cena kapitala koja je konzistentna sa bruto dobitkom 15%, procenjena vrednost preduzeća odnosno sopstveog kapitala pri stabilizovanom bruto dobitku od 373.333 dinara je:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{373.333}{0,15} = 2.488.887 \text{ dinara.}$$

Utvrđivanje stabilizovanog dobitka na bazi ponderisanog proseka ostvarenog korigovanog dobitka u prethodnim godinama vrši se kada ostvareni dobitak znatnije oscilira u prethodnim godinama. Tada procenjivač ocenjuje verovatnoću ponavljanja uslova za ostvarenje dobitka iz prethodnih godina u narednim godinama. Ako pretpostavimo da je procenjivač došao do zaključka da će se uslovi za ostvarenje dobitka iz prethodnih godina ponavljati u narednim godinama sa sledećom verovatnoćom: uslovi iz 1989. godine 25%, uslovi iz 1990. godine 50% i uslovi iz 1991. godine 25%, onda je ponderisan pro-

sek ostvarenog korigovanog bruto dobitka sledeći:

$$\begin{aligned} 300.000 \cdot 0,25 &= 75.000 \\ 400.000 \cdot 0,50 &= 200.000 \\ 420.000 \cdot 0,25 &= 105.000 \end{aligned}$$

Ponderisan prosek ostvarenog korigovanog bruto dobitka (dinara) 380.000

Ponderisani prosek ostvarenog korigovanog bruto dobitka od 380.000 dinara uzima se kao stabilizovani bruto dobitak uz očekivanje da će se u toj visini ostvarivati bruto dobitak u nizu narednih godina ponavljati, a budući da je cena kapitala 15%, vrednost preduzeća je:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{380.000}{0,15} = 2.533.333 \text{ inara.}$$

5.2.2.3.2. Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog kombinacijom ostvarenog i očekivanog dobitka

Primenom ovog metoda dobitak se stabilizuje tako što se uzima aritmetički prosek ostvarenog korigovanog dobitka u prethodnim godinama i ostvareni korigovani dobitak iz one prethodne godine iz koje će se po uverenju procenjivača uslovi ostvarenja dobitka s najvećom verovatnoćom ponavljati i projektovani (očekivani) dobitak za narednu

godinu. Očekivani dobitak u narednoj godini utvrđuje se planskim bilansom uspeha na način kako je to opisano u odeljku 5.2.2.2. Budući da procenjivač raspolaže sada sa tri dobitka (prosek iz prethodnih godina, iz jedne od prethodnih godina i očekivani za narednu godinu), stabilizovani dobitak utvrđuje na bazi ponderisanog proseka i pri tome s najvećom verovatnoćom uzima korigovani dobitak iz one prethodne godine iz koje će se uslovi ostvarenja dobitka ponavljati. U primerima iz prethodnog odeljka aritmetički prosek ostvarenog korigovanog bruto dobitka je 373.333 dinara (uzima se sa verovatnoćom ponavljanja od 25%, ostvareni korigovani bruto dobitak iz 1990. godine je 400.000 dinara (uzima se sa verovatnoćom ponavljanja od 50%) i očekivani bruto dobitak za narednu godinu neka je, primera radi, 410.000 dinara (uzima se sa verovatnoćom ostvarenja od 25%). Prema tome, ponderisani prosek bruto dobitka je:

$$\text{Prosek za tri godine, } 373.333 \cdot 0,25 = 93.333$$

$$\text{Ostvarenje 1990. godine, } 400.000 \cdot 0,50 = 200.000$$

$$\text{Očekivani za narednu godinu,}$$

$$410.000 \cdot 0,25 = 102.500$$

$$\text{Ponderisani prosečni bruto dobitak} = 395.833$$

Dakle, stabilizovani bruto dobitak je 395.833 dinara a budući da je cena kapitala u našem primeru 15%, procenjena vrednost preduzeća je:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{395.833}{0,15} = 2.638.887 \text{ dinara.}$$

5.2.2.3.3. Kapitalizacija stabilizovanog očekivanog dobitka

Da bi se kvantificirao stabilizovani dobitak, najpre je nužno, kako smo već rekli u

odeljku 5.2.2.2., projektovati dobitak u tri varijante:

- optimistička varijanta ostvarenja dobitka,
- pesimistička varijanta ostvarenja dobitka, i
- verovatna varijanta ostvarenja dobitka.¹⁸⁵

Optimistički projektovani dobitak je onaj dobitak za koji procenjivač smatra da se može ostvariti pod najpovoljnijim uslovima privređivanja. Pesimistički projektovani dobitak je onaj dobitak za koji procenjivač smatra da se može ostvariti pri najnepovoljnijim uslovima privređivanja. Verovatno projektovani dobitak je onaj dobitak koji će se s obzirom na vladajuće uslove privređivanja najverovatnije ostvariti. Kada su projektovani očekivani dobitci u tri pomenute varijante, stabilizovani dobitak utvrđuje se na bazi ponderisanog proseka, pri čemu se verovatno varijanta vrednuje sa 0,5%, a optimistička i pesimistička varijanta sa po 0,25. Pratt, međutim, navodi mogućnost ponderisanja i po sledećoj formuli:¹⁸⁶

$$\text{Ponderisani prosečni očekivani dobitak} = \frac{a + 4m + b}{6}$$

gde je:

a = pesimistička projekcija očekivanog dobitka

m = verovatna projekcija očekivanog dobitka i

b = optimistička projekcija očekivanog dobitka.

Praktično, ova formula uzima da će se dobitak u visini pesimističke i optimističke varijante ostvariti s verovatnoćom od po 1/6 a da će se dobitak u visini verovatne varijante ostvariti s verovatnoćom od 4/6.

Pretpostavimo da je za zamišljeno preduzeće očekivani bruto dobitak projektovan kako sledi:

185 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 68.

186 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 73.

- pesimistička varijanta 280.000 dinara
- optimistička varijanta 400.000 dinara
- verovatna varijanta 310.000 dinara

Ponderisani prosečni očekivani bruto dobitak utvrđen na prvi način je:

$$280.000 \cdot 0,25 = 70.000$$

$$400.000 \cdot 0,25 = 400.000$$

$$310.000 \cdot 0,50 = 310.000$$

$$\text{Ponderisan očekivani bruto dobitak (dinara)} = 325.000$$

Dakle, stabilizovani bruto dobitak je 325.000 dinara a kako je cena kapitala u našem primeru 15%, to je procenjena vrednost preduzeća:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{325.000}{0,15} = 2.166.667 \text{ dinara.}$$

Ponderisana prosečno očekivani bruto dobitak utvrđen na drugi način je:

$$\begin{aligned} &\text{Ponderisan prosečni} \\ &\text{očekivani bruto dobitak} = \\ &\frac{280.000 + 4 \cdot 310.000 + 400.000}{6} = 320.000 \end{aligned}$$

dinara

Prema tome, stabilizovani bruto dobitak je 320.000 dinara i ako je cena kapitala 15%, procenjena vrednost preduzeća je:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{320.000}{0,15} = 2.133.333 \text{ dinara.}$$

5.2.2.3.4. Kapitalizacija pri rastu dobitka

Ovaj metod primenjuje se u situaciji kada procenivač dođe do pouzdanog uverenja da će s obzirom na raspoloživi realni kapacitet preduzeća čija se vrednost procenjuje, stepen iskorišćenja realnog kapaciteta u prethodnim godinama i očekivane uslove na tržištu u narednom razdoblju od, na primer, pet do osam godina rasti neto dobitak. Tada procenjivač mora da utvrdi prosečnu go-

dišnju stopu rasta dobitka. U takvim okolnostima vrednost preduzeća se procenjuje po formuli.¹⁸⁷

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{D}{(k - g) \cdot 100}$$

gde je:

D = dobitak (ostvaren u prethodnoj ili planiran za narednu godinu),

k = cena kapitala i

g = prosečna godišnja stopa rasta dobitka.

Dakle, ovaj metod pored dobitka i cene kapitala uključuje i treću varijabilu — stopu rasta dobitka. Stoga se razlikuje od prethodno izloženih metoda kapitalizacije kod kojih je vrednost preduzeća zavisila od dve varijable — dobitka i cene kapitala. Kod ovog metoda vrednost preduzeća zavisi od tri varijable: dobitka, cene kapitala i stope rasta dobitka.

Ako pretpostavimo da je bruto dobitak 320.000 dinara, da je očekivana stopa njegovog rasta 4% i da je cena kapitala 15%, onda je procenjena vrednost preduzeća:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{320.000}{(0,15 - 0,04)} = 3.181.818 \text{ dinara.}$$

5.2.3. Dinamičke prinosne metode

Vrednost preduzeća, tačnije sopstvenog kapitala odnosno neto aktive, uz primenu dinamičkih metoda procenjuje se uz pomoć projektovanog (očekivanog) rezultata i cene kapitala, pri čemu cena kapitala mora da bude konzistentna sa projektovanim rezultatom, a očekivani rezultat može da bude ili u vidu dobitka ili u vidu neto novčanog toka. Ako se direktno procenjuje vrednost neto aktive odnosno sopstvenog kapitala, rezultat se može utvrditi na bazi:

- neto dobitka, odnosno, dobitka posle oporezivanja kome odgovara cena kapitala koja u sebi ne sadrži porez na rezultat, ili

187 Prof. dr Kenneth Zapp, *Tehnika procene poduzeća, Business school, Zagreb, 1990, str. 11.*

- bruto dobitka, odnosno dobitka pre oporezivanja kome odgovara cena kapitala koja u sebi sadrži i porez na rezultat.

A ako se indirektno procenjuje vrednost neto aktive odnosno sopstveni kapital (procenjena vrednost bruto imovine odnosno aktive minus dugovi) rezultat se može utvrditi na bazi:

- poslovnog dobitka pre oporezivanja (sa stoji se od bruto dobitka plus troškovi finansiranja) kome odgovara cena kapitala koja u sebi sadrži porez na rezultat i uzima u obzir realnu kamatnu stopu na dugove preduzeća ili

- poslovnog dobitka posle oporezivanja (neto dobitak plus troškovi finansiranja) kome odgovara cena kapitala koja u sebi ne sadrži porez na rezultat uzimajući u obzir realnu kamatnu stopu dugova procenjivanog preduzeća.

Ako se očekivani rezultat izražava neto novčanim tokom i uz to se direktno procenjuje vrednost neto aktive odnosno sopstvenog kapitala očekivani novčani tok se utvrđuje na bazi:

- novčanog toka pre oporezivanja rezultata i posle servisiranja dugova (plaćanja kamate i otplate dospele glavnice) kome odgovara cena kapitala koja u sebi sadrži i porez na rezultat ili

- novčanog toka posle oporezivanja rezultata i posle servisiranja dugova (plaćanja kamate i otpisa dospele glavnice) kome odgovara cena kapitala koja u sebi ne sadrži porez na rezultat.

Na drugoj strani, ako se vrednost sopstvenog kapitala odnosno neto aktive procenjuje indirektno (procenjena bruto imovina, od-

nosno aktiva minus dugovi) očekivani novčani tok se može utvrditi na bazi:

- novčanog toka pre oporezivanja rezultata i pre servisiranja dugova (plaćanje kamate i otplate dospele glavnice) kome odgovara cena kapitala koja u sebe uključuje porez na rezultat ili

- novčanog toka posle oporezivanja rezultata i pre servisiranja dugova (plaćanja kamate i otplate dospele glavnice) kome odgovara cena kapitala iz koje je isključen porez na rezultat.

Kada je projektovan očekivani rezultat i određena cena kapitala koja je s njim koizistentna diskontovanjem očekivanog rezultata diskontnim faktorom koji odgovara ceni kapitala dobija se:

- procenjena vrednost neto aktive (sopstvenog kapitala) ako je iz rezultata isključeno servisiranje dugova (plaćena kamata iz projektovanog dobitka odnosno plaćena kamata i otplate dospele glavnice iz projektovanog novčanog toka), odnosno;

- procenjena vrednost ukupne aktive (bruto imovine) ako iz rezultata nije isključeno servisiranje dugova (plaćena kamata iz projektovanog dobitka odnosno plaćena kamata i otplate dospele glavnice iz novčanog toka), a procenjena vrednost aktive ravna je razlici između procenjene bruto imovine i dugova na dan procene.

U pogledu procene očekivanih rezultata u Preporuci asocijacije UEC se kaže:

„Najpovoljniju osnovu za procenu vrednosti čine projekcije. Uzimajući prošlost kao osnovu može se analizirati budućnost, u principu neograničeno, u sledećim fazama:

T ₀	T ₁	T ₂	T ₃	T ₈
	P ₁	P ₂	P ₃	
<Faza 1>		<Faza 2>		<Faza 3>
U ovoj fazi (na primer od 1 do 3 godine) polazi se od detaljnih godišnjih planova (naročito u preduzećima koja primenjuju metodologiju budžetiranja). Tako se, na primer, dobijaju tri konkretno utvrđena rezultata.		Za ovu fazu, koja na primer obuhvata period od 5 godina, uzimaju se u obzir tendencije koje su se pokazale u prvoj fazi.		Ova faza se proteže u daleku budućnost, tako da se može dati samo jedna gruba procena, zasnovana na vrednosti procenjenoj na kraju druge faze.

Ovaj metod, zasnovan na fazama, primenjuje se različito, u zavisnosti od slučaja. Tako, faza 1. može da obuhvata duže ili kraće vreme, zavisno od perioda za koji se mogu pribaviti pouzdani podaci. U pojedinačnim slučajevima može se dogoditi da je moguće razlikovati samo dve faze. U tako eksternim slučajevima izračunava se prosečni rezultat, za koji se očekuje da će se dugoročno realizovati vodeći računa o svim predvidivim i merljivim rizicima, i takav rezultat čini osnovu za diskontovanje.

Primenom metoda zasnovanog na fazama, umesto diskontovanja jednog istog dugoročnog rezultata na dan procene, pristupa se izračunavanju sadašnje vrednosti iz faze 1. i 2. Za fazu 3. se normalno uzima dugoročni godišnji rezultat koji se na sadašnju vrednost svodi kao stalna renta. Na taj način se sadašnja vrednost stalne rente na dan procene dodaje sadašnjoj vrednosti pojedinačnih rezultata iz faze 1. i 2.“

5.2.3.1. Procena vrednosti preduzeća na bazi sadašnje vrednosti očekivanog dobitka

Direktno procenjena vrednost preduzeća (neto aktive odnosno sopstvenog kapitala) na bazi sadašnje vrednosti očekivanog dobitka zavisi od četiri varijable:

- dužine perioda za kojije projektovan očekivani dobitak,
- visine projektovanog očekivanog dobitka,
- rasporeda različite visine očekivanog dobitka u pojedinim godinama projekcije i
- cene kapitala,

a indirektno procenjena vrednost preduzeća zavisi još i od obaveza na dan procene.

Procena vrednosti preduzeća na bazi sadašnje vrednosti očekivanog dobitka zahteva, naravno, sačinjavanje planskog bilansa uspeha za onoliko godina za koliko se projektuje očekivani dobitak. Planski bilans uspeha

sačinjava se na bazi stalnih cena pri čemu su stalne cene vladajuće prodajne i nabavne cene na dan procene. Uz to, najjednostavnije je sačiniti planski bilans uspeha po metodi prodatih učinaka. Da bi pojedini elementi planskog bilansa uspeha bili uporedivi s elementima oficijelnog bilansa uspeha iz godine koja prethodi danu procene vrednosti preduzeća, neophodno je u uslovima inflacije oficijelni bilans uspeha preračunati na vrednost novčanih jedinica na dan procene. Pojedini elementi planskog bilansa uspeha projektuju se na sledeći način:

Prihodi od prodaje. Najpre se procenjuje fizički obim proizvodnje i prodaje koga je realno moguće ostvariti u pojedinim godinama projekcije s obzirom na ostvareni obim proizvodnje i prodaje u prošlosti, realnog kapaciteta procenjivanog preduzeća, njegove kurentnosti na tržištu i očekivane tražnje proizvoda i usluga procenjivanog preduzeća. Uzima se u obzir, takođe, i mogućnost obezbeđenja ulaznih komponenti (materijala i energije, na primer) za projektovani fizički obim proizvodnje u pojedinim godinama projekcije. Kada se utvrdi obim proizvodnje i prodaje za pojedine godine projekcije on se prevodi na vrednosni izraz, odnosno na prihod od prodaje, tako što se množi sa prodajnim cenama na dan procene.

Prihodi od finansiranja. Prihodi od finansiranja se projektuju na bazi realne kamatne stope, odnosno realne stope prinosa na dugoročne i kratkoročne finansijske plasmane i depozite po viđenju. Pri tome, ako je dugoročni plasman u vidu kredita sačinjava se plan njegove naplate kako bi se tačno utvrdio prihod od kamate po godinama projekcije.

Varijabilni materijalni troškovi. Ovi troškovi obuhvataju troškove materijala, energije, transportnih usluga i drugih proizvodnih usluga. Oni se projektuju na bazi iskustva o fizičkim utrošcima u zavisnosti od

projektovanog obima proizvodnje i nabavnih cena na dan procene. U varijabilne materijalne troškove spada i nabavna vrednost prodane trgovačke robe koja se procenjuje na bazi predviđenog fizičkog obima prodaje i nabavnih cena na dan procene.

Režijski troškovi. Ovi troškovi obuhvataju otpis sitnog inventara, neproizvodne opšte troškove kao i poreze i doprinose nezavisne od rezultata (porez na imovinu, doprinos za gradsko zemljište i sl.). Oni se projektuju na bazi iskustva uzimajući u obzir vladajuće cene na dan procene, odnosno na bazi važećih propisa o porezima i doprinosima nezavisnim od rezultata na dan procene. U slučaju kada se projektuje promenljiv fizički obim proizvodnje i prodaje, nužno je režijske troškove razdeliti na varijabilnu i na fiksnu komponentu i varijabilnu komponentu projektovani u skladu s promenom projektovanog fizičkog obima proizvodnje i prodaje.

Amortizacija. Amortizacija se projektuje tako što se na nabavnu (revalorizovanu) vrednost osnovnih sredstava na dan procene primenjuju propisane stope amortizacije.

Bruto plate. Bruto plate se projektuju na bazi ostvarenih bruto plata u mesecu koji neposredno prethodi danu procene. Ako se u projekciji prihoda od prodaje predviđa realan rast u pojedinim godinama obima proizvodnje i prodaje bilo bi neophodno i bruto plate razdvojiti na varijabilne (to su bruto plate proizvodnih radnika) i na fiksne (to su bruto plate režijskih radnika) i u projekciji predvideti rast varijabilnih bruto plata u skladu sa rastom obima proizvodnje i prodaje.

Troškovi finansiranja. Troškovi finansiranja se projektuju na bazi dugoročnih i kratkoročnih zajmova i ugovorene realne kamatne stope. Pri tome se za dugoročne zajmove sačinjava plan otplate s ciljem da se tačno utvrdi kamata po pojedinim godinama projekcije. Što se tiče kratkoročnih zajmova,

prvo se utvrđuje koliko će kratkoročnih zajmova preduzeća koristiti na sledeći način: Stalna sredstva plus zalihe plus kratkoročni finansijski plasmani umanjeno za trajni kapital uvećan za dugoročna rezervisanja i dugoročne zajmove daje iznos kratkoročnih zajmova koje će preduzeće koristiti radi održavanja likvidnosti. Zatim se na tako utvrđene kratkoročne zajmove primenjuje realna kamatna stopa na dan procene, polazeći od pretpostavke da će se oni stalno obnavljati i time prerasti u revolving kredit. Ako bi kojim slučajem bilansirani kratkoročni zajmovi bili veći od utvrđenih kratkoročnih zajmova na opisani način polazi se od pretpostavke da će se oni do kraja prve godine projekcije svesti na nivo utvrđen na opisani način, a saglasno tome, u prvoj godini kamata na kratkoročne zajmove se obračunava na bilansirane kratkoročne zajmove a u narednim godinama kamata se obračunava na utvrđene kratkoročne zajmove na opisani način.

Otpis gubitka iz ranijih godina. Ako procenjavano preduzeće u bilansu na dan procene iskazuje gubitak iz ranijih godina projektuje se njegov otpis na teret finansijskog rezultata u godinama kada to omogućuje projektovani finansijski rezultat.

Projekcija bruto dobitka preduzeća iz našeg primera prikazana je na sledećoj strani.

Vrednost preduzeća (neto aktive odnosno sopstvenog kapitala) na bazi sadašnje vrednosti očekivanog bruto dobitka procenjuje se tako što se projektovani bruto dobitak (umanjeno za otpis gubitka iz ranijih godina) diskontuje na sadašnju vrednost diskontnim faktorima koji odgovara ceni kapitala (cena kapitala mora da bude konzistentna sa bruto dobitkom, što znači da u sebi sadrži porez na rezultat), s tim što se bruto dobitak iz poslednje godine projekcije kapitalizira, a potom, takođe, svodi na sadašnju vrednost kao očekivana stalna renta. U našem prime-

Projekcija bruto dobitka

- u hiljadama dinara -

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Prihodi od prodaje	2.042.347	4.014.000	4.014.000	4.014.000	4.014.000	4.014.000	4.014.000	4.014.000	4.014.000	4.014.000
2. Prihodi od finansiranja	189	189	189	189	189	189	189	189	189	189
3. Ukupan prihod (1+2)	2.042.646	4.014.189	4.014.189	4.014.189	4.014.189	4.014.189	4.014.189	4.014.189	4.014.189	4.014.189
4. Varijabilni materijalni troškovi	967.860	1.902.108	1.902.108	1.902.108	1.902.108	1.902.108	1.902.108	1.902.108	1.902.108	1.902.108
5. Režijski troškovi	235.886	356.652	356.652	356.652	356.652	356.652	356.652	356.652	356.652	356.652
6. Amortizacija	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141
7. Bruto plate	301.677	738.580	738.580	738.580	738.580	738.580	738.580	738.580	738.580	738.580
8. Troškovi finansiranja	327.517	317.750	309.605	301.806	294.455	291.549	291.298	291.047	290.796	290.545
9. Ukupni rashodi (4 do 8)	2.037.081	3.519.231	3.511.086	3.503.287	3.495.936	3.493.030	3.492.779	3.492.528	3.492.277	3.492.026
10. Bruto dobitak (3-9)	5.565	494.958	503.103	510.902	518.253	521.159	521.410	521.661	521.912	522.163

ru, budući da je cena kapitala 15%, na osnovu projektovanog bruto dobitka vrednost pre-

duzeća, tačnije neto aktive odnosno sopstvenog kapitala je:

- u hiljadama dinara -

Godina	Bruto dobitak	Diskontni faktor	Sadašnja vrednost (2x3)
1	2	3	4
1992.	5.565	0,869.565	4.839
1993.	494.958	0,756.144	374.260
1994.	503.103	0,657.516	330.798
1995.	510.902	0,571.753	292.110
1996.	518.253	0,497.177	257.663
1997.	521.159	0,432.328	225.312
1998.	521.410	0,375.937	196.017
1999.	521.661	0,326.902	170.532
2000.	521.912	0,284.262	148.360
2001.	522.163	0,247.185	129.071
Stalna renta = $\frac{522.163}{0,15}$	3.481.087	0,214.943	748.235
Vrednost preduzeća, tj. neto aktive odnosno sopstvenog kapitala:			2.877.197

U određenim okolnostima procenjivač je prinuđen da projektuje bruto dobitak u više varijanti:

- pesimistička varijanta,
- verovatna varijanta i
- optimistička varijanta,

pri čemu se po svakoj varijanti utvrđuje sadašnja vrednost očekivanog bruto dobitka, a zatim se ponderisanim prosekom sadašnje vrednosti očekivanog bruto dobitka dolazi do vrednosti preduzeća, tačnije neto aktive, odnosno sopstvenog kapitala. Za ilustraciju se uzima jedno preduzeće za koje je projek-

tovan bruto dobitak za narednih osam godina u tri varijante:

- pesimistička, polazi od pretpostavke da će se ostvariti fizički obim proizvodnje i prodaje koji će biti u nivou iz godine kada je obim prodaje u zadnjih pet godina bio najniži,

- verovatna, polazi od pretpostavke da će se ostvariti fizički obim proizvodnje i prodaje u nivou prosečnog obima prodaje u poslednjih pet godina, i

- optimistička, polazi od pretpostavke da će se ostvariti fizički obim proizvodnje i prodaje koji odgovara fizičkom obimu prodaje iz godine kada je obim prodaje bio najviši u poslednjih pet godina.

Vrednost preduzeća, tačnije neto aktive odnosno sopstvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti očekivanog bruto dobitka uz konzistentnu cenu kapitala od 25% je sledeća:

- u hiljadama dinara -

Godina	Bruto dobitak po varijanti			Diskontni faktor	Sadašnja vrednost po varijanti		
	pesimističkoj	verovatnoj	optimističkoj		pesimističkoj (2x5)	verovatnoj (3x5)	optimističkoj (4x5)
1	2	3	4	5	6	7	8
1.	73.636	86.857	103.782	0,800.000	58.909	69.486	83.026
2.	74.328	87.549	104.474	0,640.000	47.570	56.031	66.863
3.	74.522	87.743	104.668	0,512.000	38.155	44.924	53.590
4.	74.652	87.873	104.798	0,409.600	30.577	35.993	42.925
5.	74.772	87.993	104.918	0,327.680	24.501	28.834	34.380
6.	74.949	88.163	105.087	0,262.144	19.647	23.111	27.548
7.	75.162	88.383	105.308	0,209.715	15.763	18.353	22.085
8.	75.328	88.549	105.474	0,167.772	12.638	14.856	17.696
Stalna renta	$\frac{75.328}{0,25}$	$\frac{88.549}{0,25}$	$\frac{105.474}{0,25}$	0,134.218	40.441	47.539	56.626
Vrednost preduzeća, tj. neto aktive odnosno sopstvenog kapitala:					288.201	339.309	404.739

Pošto je vrednost neto aktive (sopstvenog kapitala) procenjena u tri varijante njihovim ponderisanjem dolazi se do prihvatljive vrednosti sopstvenog kapitala. Koliki će ponder procenjivač dati pojedinoj varijanti zavisi od stepena verovatnoće da će se ona ostvariti koga procenjivač intuitivno određuje nakon spoznaje svih relevantnih informacija. Bilo bi, naravno, logično da se verovatnoj varijanti da najviši stepen verovatnoće, na primer 4/6; tada bi procenjena vrednost sopstvenog kapitala bila

$$\frac{288.201 + 4 \cdot 339.309 + 404.739}{6} = 341.696$$

hiljada dinara.

Međutim, procenjivač je imao puno razloga da pesimističkoj varijanti da verovatnoću od 4/6, a ostale dve varijante su sa

verovatnoćom od po 1/6, pa je procenjena vrednost sopstvenog kapitala:

$$\frac{339.309 + 4 \cdot 288.201 + 404.739}{6} = 316.142$$

hiljade dinara.

5.2.3.2. Procena vrednosti preduzeća na bazi sadašnje vrednosti očekivanog neto novčanog toka

Vrednost preduzeća, tačnije neto aktive odnosno sopstvenog kapitala procenjenog na bazi sadašnje vrednosti očekivanog neto novčanog toka uslovljena je sa pet varijabila:

- visinom cene kapitala,
- visinom očekivanog neto novčanog toka,

- oscilacijom na gore i na dole očekivanog neto novčanog toka u pojedinim godinama u periodu za koji je projektovan,

- dužinom perioda za koji je novčani tok projektovan, i

- visinom rezidualne vrednosti.

Već iz gore rečenog neophodno je najpre odrediti period za koji će se vršiti projekcija

$$\text{Neto dobitak posle oporezivanja} + \text{amortizacija} - \text{porast neto obrtnih sredstava} + \text{uloženi kapital} = \text{raspoloživi finansijski tok}^{189}$$

Međutim, kvantifikacija novčanog toka mora da bude konzistentna s cenom kapitala i načinom procene neto aktive (sopstvenog kapitala). S tim u vezi podsetimo se:

- ako cena kapitala ne obuhvata porez na rezultat iz novčanog toka se *isključuje porez na rezultat*,

- ako cena kapitala obuhvata porez na rezultat iz novčanog toka se *ne isključuje porez na rezultat*,

neto novčanog toka, definisati i kvantificirati neto novčani tok i rezidualnu vrednost.

Definicija i kvantifikacija neto novčanog toka. Neto novčani tok (*cash flow*) se shvata i kvantificira različito¹⁸⁸ Tako Zapp kaže: „Finansijski tok kompanije se za svaku godinu izračunava na sledeći način:

- ako se direktno procenjuje neto aktiva iz novčanog toka se *isključuje servisiranje dugova* i

- ako se indirektno procenjuje neto aktiva (sadašnja vrednost novčanog toka minus dugovi) iz novčanog toka se *ne isključuje servisiranje dugova*.

S tim u vezi kvantifikacija novčanog toka je sledeća:

a) Kada se neto aktiva procenjuje direktno:

Elementi novčanog toka	Cena kapitala	
	bez uključenja poreza na rezultat	sa uključenjem poreza na rezultat
1. Prihodi		
2. Troškovi uključujući i troškove finansiranja		
3. Amortizacija		
4. Bruto dobitak (1-2-3)		
5. Porez na rezultat		
6. Neto dobitak (4-5)		
I. Novčani priliv iz poslovanja	(3+6)	(3+4)
7. Smanjenje osnovnih sredstava bez amortizacije		
8. Smanjenje dugoročnih finansijskih ulaganja		
9. Smanjenje zaliha		
10. Smanjenje kratkoročnih potraživanja		
11. Povećanje dugoročnih obaveza		
12. Povećanje kratkoročnih obaveza		

188 Dr. Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 32.

189 Dr. Kenneth Zapp, *Privatizacija jugoslovenskih preduzeća*, Ekonomski institut, Beograd, 1991, str. 9.

Elementi novčanog toka	Cena kapitala	
	bez uključenja poreza na rezultat	sa uključenjem poreza na rezultat
II. Povećanje novčanog toka po osnovu dezinvestiranja i finansiranja (7 do 12)		
13. Povećanje osnovnih sredstava bez amortizacije		
14. Povećanje dugoročnih finansijskih ulaganja		
15. Povećanje zaliha		
16. Povećanje kratkoročnih potraživanja		
17. Smanjenje dugoročnih obaveza		
18. Smanjenje kratkoročnih obaveza		
III. Smanjenje novčanog toka po osnovu investiranja i definansiranja (13 do 18)		
Čisti novčani tok (I + II - III)		

b) Kada se neto aktiva procenjuje indirektno:

Elementi novčanog toka	Cena kapitala	
	bez uključenja poreza na rezultat	sa uključenjem poreza na rezultat
1. Prihodi		
2. Troškovi		
3. Troškovi finansiranja		
4. Amortizacija		
5. Bruto dobitak (1-2-3-4)		
6. Porez na rezultat		
7. Neto dobitak (5-6)		
I. Novčani priliv iz poslovanja	(3+4+7)	(3+4+5)
8. Smanjenje osnovnih sredstava bez amortizacije		
9. Smanjenje dugoročnih finansijskih ulaganja		
10. Smanjenje zaliha		
11. Smanjenje kratkoročnih potraživanja		
II. Povećanje novčanog toka po osnovu dezinvestiranja (8 do 11)		
12. Povećanje osnovnih sredstava bez amortizacije		
13. Povećanje dugoročnih finansijskih ulaganja		
14. Povećanje zaliha		
15. Povećanje kratkoročnih potraživanja		
III. Smanjenje novčanog toka po osnovu investiranja (12 do 15)		
Čisti novčani tok (I + II - III)		

Naravno, izloženi način kvantifikacije čistog novčanog toka podrazumeva projekciju i bilansa uspeha i bilansa stanja za svaku godinu perioda projekcije. Međutim, projekcija bilansa stanja bi se mogla izbeći ako se neto aktiva procenjuje direktno i ako procenjivač dođe do zaključka da se u toku pro-

jekcije neće menjati zalihe, kratkoročna potraživanja i kratkoročne obaveze, da neće doći do prodaje osnovnih sredstava i do novih dugoročnih finansijskih ulaganja. U tom slučaju neto (čist) novčani tok kvantificira se ovako:

Elementi novčanog toka	Cena kapitala	
	bez uključivanja pore za na rezultat	sa uključivanjem pore za na rezultat
1. Prihodi		
2. Troškovi uključujući i troškove finansiranja		
3. Amortizacija		
4. Bruto dobitak (1-2-3)		
5. Porez na rezultat		
6. Neto dobitak (4-5)		
I. Priliv iz poslovanja	(3+6)	(3+4)
7. Naplata glavnice dugoročnih finansijskih ulaganja		
8. Otpis gubitka iz ranijih godina		
9. Otplate dugoročnih obaveza		
10. Zamena dotrajalih osnovnih sredstava		
Čist novčani tok (I+7-8-9-10)		

Pojedini elementi ovog čistog novčanog toka se kvantificiraju na sledeći način:

- elementi pod brojem 1 do 6 se preuzimaju iz projekcije bilansa uspeha,
- otpis gubitka se uzima iz bilansa stanja na dan procene i alocira u godinu kada finansijski rezultt omogućuje njegov otpis,
- naplata glavnice dugoročnih finansijskih ulaganja se utvrđuje na osnovu plana naplate (amortizacioni plan)
- otplate glavnice dugoročnih dugova se utvrđuje na osnovu plana otplate (amortizacioni plan), i
- zamena dotrajalih osnovnih sredstava utvrđuje se na osnovu ponovne nabavne cene na dan procene i preostalog veka trajanja, što se utvrđuje pri proceni reproduktivne vrednosti neto aktive odnosno supstance.

Rezidualna vrednost. Rezidualna vrednost se može kvantificirati na različite načine: zavisno od toga jeli ili nije projektovan bilans stanja, procenjuje li se neto aktiva direktno ili indirektno i očekuje li se da će preduzeće posle perioda projekcije nastaviti sa radom ili će likvidirati.

Ako se neto aktiva procenjuje direktno rezidualna vrednost se može kvantificirati:

- u vidu razlike između zbira osnovnih sredstava, dugoročnih finansijskih ulaganja, zaliha i kratkoročnih potraživanja i obaveza iz poslednje godine projekcije bilansa stanja, ili
- u vidu kapitaliziranog čistog novčanog toka iz poslednje godine projekcije, što predstavlja očekivanu stalnu rentu koja supstituira rezidualnu vrednost.

Ako se neto aktiva procenjuje indirektno, rezidualna vrednost je ravna zbiru osnovnih sredstava, dugoročnih finansijskih ulaganja, zaliha i kratkoročnih potraživanja iz poslednje godine projekcije.

U slučaju da procenjivač dođe do zaključka da će procenjivano preduzeće po isteku perioda projekcije likvidirati, rezidualna vrednost je ravna likvidacionoj vrednosti preduzeća na kraju perioda projekcije.

Naravno, rezidualna vrednost u svim slučajevima se svodi na sadašnju vrednost diskontnim faktorom koji odgovara ceni kapitala.

*
* *

Za procenjivanje preduzeća iz našeg primera, neto aktiva se procenjuje direktno, cena kapitala obuhvata porez na rezultat, pa

je čisti novčani tok kvantificiran na sledeći način:

$$\text{Bruto dobitak} + \text{Amortizacija} + \text{Naplaćena glavnica dugoročnih finansijskih plasmana} - \\ \text{Otpis gubitka iz ranijih godina} - \text{Otplata glavnice dugoročnih obaveza} - \text{Odliv po osnovu zamene} \\ \text{dotrajalih osnovnih sredstava} = \text{Čisti novčani tok}$$

što sa podacima procenjivanog preduzeća izgleda ovako:

Projekcija čistog novčanog toka

- u hiljadama dinara -

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Bruto dobitak	5.565	494.958	503.103	510.902	518.253	521.157	521.410	521.661	521.912	522.163
2. Amortizacija	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141	204.141
3. Naplata glavnice dugoroč. finansijskih ulaganja	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Otpis gubit. iz ranijih god.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Otplata glavnice dugoročnih obaveza	130.128	98.359	98.359	81.523	2.091	2.091	2.091	2.091	2.091	2.091
6. Zamena dotrajalih osnovnih sredstava	8.261	4.938	1.265.518	1.418.469	660.759	273	53.062	-	-	-
7. Čisti novčani tok (1+2+3-4-5-6)	71.317	595.802	(656.633)	(784.892)	112	772.936	670.398	723.711	723.962	723.213

Vrednost neto aktive (sopstvenog kapitala), procenjena je tako što je projektovani čisti novčani tok diskontovan na sadašnju vrednost diskontnim faktorom koji odgovara ceni kapitala od 15%, pri čemu je novčani tok iz poslednje godine projekcije kapitali-

ziran a potom, takođe, diskontovan na sadašnju vrednost kao stalna renta koja je supstitut rezidualne vrednosti. Saglasno rečenom, procenjena vrednost preduzeća, odnosno neto aktiva (sopstveni kapital) je:

Godina	Bruto dobitak	Diskontni faktor	Sadašnja vrednost (2x3)
1992.	71.317	0,869.565	62.014
1993.	595.802	0,756.144	450.512
1994.	(656.633)	0,657.516	(431.747)
1995.	(784.892)	0,571.753	(448.764)
1996.	112	0,497.177	56
1997.	722.936	0,432.328	312.545
1998.	670.398	0,375.937	252.027
1999.	723.711	0,326.902	236.583
2000.	723.962	0,284.262	205.795
2001.	724.213	0,247.185	179.015
Stalna renta = $\frac{724.213}{0,15} =$	4.828.087	0,214.943	1.037.763
Vrednost preduzeća, tj. neto aktive odnosno sopstvenog kapitala			1.855.799

5.3. Ostale metode

Sve ostale metode zasnovane su na tome da se direktno proceni neto aktiva (sopstveni kapital).

5.3.1. Metoda srednje vrednosti¹⁹⁰

Sušтина ove metode jeste u tome da ona pridaje podjednak značaj reproduktivnoj vrednosti neto aktive (supstance) i vrednosti neto aktive procenjene kapitalizacijom dobitka, pri čemu se iz vrednosti neto aktive procenjene na bazi reproduktivne vrednosti isključuju nematerijalna ulaganja. Naime, Nemci reprodukcioni vrednost neto aktive (substanzwert) kvantificiraju u dva vida: puna reproduktivna vrednost neto aktive (Vollreproduktionswert), što znači da ona obuhvata i nematerijalna ulaganja, i nepotpuna reprodukcioni vrednost neto aktive (Teilreproduktionswert), što znači da ona ne obuhvata nematerijalna ulaganja. Otuda je vrednost preduzeća, odnosno sopstvenog kapitala po ovoj metodi.¹⁹¹

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{S + Nk}{2}$$

gde je

S = reproduktivna supstanca bez nematerijalnih ulaganja

Nk = neto aktiva procenjena kapitalizacionom dobitku.

Primeru radi, pretpostavimo da je reproduktivna supstanca bez nematerijalnih ulaganja 2.700.500 dinara a da je neto aktiva procenjena kapitalizacijom dobitka 2.150.000 dinara procenjena vrednost preduzeća je:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{2.700.500 + 2.150.000}{2} = 2.425.250 \text{ dinara}$$

5.3.2. Štutgartska metoda

Ovo je jedna od metoda kojom se vrši korektura procenjene reproduktivne supstance, pri čemu je reprodukcioni vrednost supstance utvrđena uz isključenje nematerijalnih ulaganja. Osnovna formula za procenu vrednosti preduzeća je:¹⁹²

$$V = S + 5(D - k \cdot V)$$

gde je:

V = procenjena vrednost preduzeća,

S = reproduktivna supstanca utvrđena uz isključenje nematerijalnih ulaganja,

D = Stabilizovani dobitak, i

k = Stopa prinosa na sopstveni kapital.

Stabilizovani dobitak (D) može da bude u formi bruto dobitka pri čemu tada treba da bude stopa bruto prinosa na sopstveni kapital ili u formi neto dobitka pri čemu je tada stopa neto prinosa na sopstveni kapital. Stopa prinosa na sopstveni kapital ovde je u stvari ciljna stopa prinosa za koju se pretpostavlja da je prihvata budući investitor, budući da je jednaka stopi prinosa na sopstveni kapital koji odbacuje alternativna ulaganja sa približno istim rizikom kao i ulaganje u procenjivano preduzeće.

Navedena formula jasno upućuje na zaključak da procenjena vrednost preduzeća, odnosno neto aktive zavisi od tri varijable:

- reproduktivne vrednosti supstance,
- stabilizovanog dobitka, i
- stope prinosa na sopstveni kapital.

Drugim rečima, vrednost preduzeća (neto aktive) je ravna reproduktivnoj supstanci (S) korigovanoj za pet godišnjih razlika između stabilizovanog dobitka i zahtevanog prinosa na sopstveni kapital $5(D - k \cdot V)$. No, pošto je procenjena vrednost preduzeća nepozna-

¹⁹⁰ Berllinger Bernhvard Vahl Günter, *Citirani opus*, str. 130.

¹⁹¹ Berllinger Bernhvard Vahl Günter, *Citirani opus*, str. 129.

¹⁹² Berllinger Bernhvard Vahl Günter, *Citirani opus*, str. 132.

ta, nju tek treba utvrditi, a budući da se nepoznata (V) nalazi i na levoj i na desnoj strani jednačine, ona se utvrđuje rešenjem jednačine:

$$V = S + 5D - 5 \cdot k \cdot V$$

$$V + 5 \cdot k \cdot V = S + 5D$$

$$V(1 + 5 \cdot k) = S + 5D$$

$$V = \frac{S + 5D}{1 + 5 \cdot k}$$

Ilustracije radi, pretpostavimo da preduzeće koje se procenjuje ima reproduktivnu vrednost supstance uz isključenje nematerijalnih ulaganja 2.990.000 dinara, da je stabilizovani neto dobitak 373.333 dinara i da je stopa neto prinosa na sopstveni kapital 10%. Na osnovu tih podataka procenjena vrednost preduzeća je:

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{2.990.000 + 5 \cdot 373.333}{1 + 5 \cdot 0,10} = \frac{4.856.655}{1,5} = 3.237.776 \text{ dinara.}$$

Dakle, procenjena vrednost preduzeća, odnosno neto aktiva je iznad reproduktivne supstance zato što je stvarna stopa neto prinosa na sopstveni kapital, koja u našem primeru iznosi $11,53\% = \frac{(373.333 \cdot 100)}{3.237.776}$, iznad zahtevane stope neto prinosa od 10%, odnosno, stabilizovani neto dobitak je iznad zahtevanog (ekstra dobitak, übergewin) u iznosu od $49.556 = (373.333 - 0,10 \cdot 3.237.776)$. Ako bi stabilizovani neto dobitak bio ispod zahtevanog na primer u iznosu od 290.000 dinara, procenjena vrednost preduzeća, odnosno neto aktive bila bi:

$$\begin{aligned} \text{Vrednost preduzeća} &= \frac{2.990.000 + 5 \cdot 290.000}{1 + 5 \cdot 0,10} = \\ &= \frac{4.440.000}{1,5} = 2.960.000 \text{ dinara.} \end{aligned}$$

Dakle, sada je procenjena vrednost preduzeća, odnosno neto aktive niža od reproduktivne supstance za - 30.000 (2.960.000 - 2.990.000), jer preduzeće ima nižu stopu neto prinosa na sopstveni kapital, koja iznosi $9,8\% = \frac{(290.000 \cdot 100)}{2.960.000}$, od zahtevane stope neto prinosa na sopstveni kapital od 10%.

5.3.3. Metoda ekstra dobitka

Ova metoda procene vrednosti preduzeća odnosno neto aktive može se primeniti kod preduzeća koje ostvaruje natprosečni dobitak (ekstra dobitak, übergewinn). Polazi se od reproduktivne vrednosti supstance iz koje su isključena nematerijalna ulaganja, stabilizovanog bruto dobitka ili stabilizovanog neto dobitka, stope prinosa na sopstveni kapital koja je prihvatljiva za investitora, to je ona stopa prinosa koju investitor može ostvariti alternativnim ulaganjima, pri čemu je stopa bruto prinosa na sopstveni kapital koezistentan sa bruto dobitkom a stopa neto prinosa na sopstveni kapital je koezistentan s neto dobitkom. Ekstra dobitak se uzima za tri do pet godina i diskontuje na sadašnju vrednost diskontnim faktorom koji odgovara stopi prinosa na sopstveni kapital i broju godina za koji se uzima ekstra dobitak.

Procenjena vrednost preduzeća, utvrđuju se po formuli:¹⁹³

$$\text{Procenjena vrednost preduzeća} = S + a_n (D - iS)$$

gde je:

S = reproduktivna vrednost neto aktive (supstanca) sa isključenjem nematerijalnih ulaganja,

D = stabilizovani bruto odnosno neto dobitak

a_n = diskontni faktor iz IV finansijske tablice.

Ilustracije radi, uzimamo da preduzeće koje se procenjuje ima reproduktivnu vred-

193 Berllinger Bernhvard Vahl Günter, *Citirani opus*, str. 133.

nost supstance 2.500.600 dinara, da je stabilizovani neto dobitak 320.000 dinara, da je stopa neto prinosa na sopstveni kapital 11% i da se očekuje da će ekstra dobitak ostvari-

$$\begin{aligned} &= 2.500.600 + 3,102446 (320.000 - 0,11 \cdot 2.500.600) = \\ &= 2.500.600 + 3,102446 (320.000 - 275.066) = \\ &= 2.500.600 + 3,102446 \cdot 44.934 \\ &= 2.500.600 + 134.405 \\ &= 2.635.005 \text{ dinara} \end{aligned}$$

5.3.4. Metoda multiplikacije (P/F)

Metoda multiplikacije može se primeniti pri proceni vrednosti korporacije čije se deonice prodaju na berzi (sekundarno tržište). Najpre se utvrđuje neto dobitak po deonici na osnovu godišnjeg zaključenog bilansa koji prethodi proceni vrednosti, tako što se ostvareni dobitak deli sa brojem prodatih deonica. Potom se vrednost preduzeća odnosno neto aktive utvrđuje po formuli:¹⁹⁴

$$\text{Vrednost preduzeća} = \frac{P}{E} \cdot D$$

gde je:

P = tržišna vrednost jedne deonice,

E = neto dobitak po jednoj deonici, i

D = broj prodatih deonica

Ilustracije radi, uzmimo da je tržišna vrednost jedne deonice preduzeća čija se vrednost procenjuje 100 dinara, da je preduzeće prodalo 100.000 deonica i da je ostvareni godišnji neto dobitak po jednoj deonici 8 dinara, iz tog sledi da je vrednost preduzeća odnosno neto aktive:

$$\begin{aligned} &\text{Vrednost preduzeća} = \\ &\frac{100}{8} \cdot 100.000 = 1.250.000 \text{ dinara.} \end{aligned}$$

U osnovi ovde vrednost sopstvenog kapitala procenjivanog preduzeća zavisi od tržišne vrednosti deonica i neto dobitka po deonici, dakako, tržišna vrednost deonica, između ostalog, uslovljena je i dobitkom po deonici. Nai-

vati u naredne četiri godine. Na osnovu tih podataka procenjena vrednost preduzeća, odnosno neto aktiva je:

Vrednost preduzeća:

me, ako bi tržišna vrednost deonice rasla u skladu sa rastom neto dobitka po deonici odnos tržišne vrednosti deonice i neto dobitka po deonici (P/E) bi bio konstantan; ali u realnom životu taj rast nije identičan. Tačno je da tržišna vrednost deonice raste kad se neto dobitak povećava po deonici, ali taj rast nije proporcionalan, jer usled povećane tražnje vrednost deonica, u principu, brže raste od rasta neto dobitka po jednoj deonici iz prostog razloga što veliki broj investitora (kupaca deonica) želi kupiti deonice preduzeća čiji neto dobitak raste po jednoj deonici, a kako je ponuda deonica ograničena, ona je maksimirana ukupnim brojem prodatih deonica a objektivno je i niža jer svi deoničari ne žele prodati deonice, tako nastaje jaz između tražnje i ponude deonica koji se izravna povećanjem cene deonice na sekundarnom tržištu, što, u principu, dovodi do bržeg rasta tržišne vrednosti deonica od rasta neto dobitka po deonici.

Kod primene ove metode javlja se problem kada tržišna vredost deonice oscilira na gore i na dole. U takvim okolnostima može se proceniti vrednost sopstvenog kapitala kada je tržišna vrednost deonice bila najviša i kada je tržišna vrednost deonice bila najniža, pri čemu se najviša i najniža tržišna vrednost deonice uzima iz tromesečja koje prethodi danu procene vrednosti preduzeća.

194 Shannon P. Pratt, *Citirani opus*, str. 92.

6. TESTIRANJE

PRIHVATLJIVOSTI PROCENJENE VREDNOSTI PREDUZEĆA

U proceni vrednosti preduzeća preduzeće se shvata kao baza za ostvarenje dobitka (profita), otuda je njegova vrednost u suštini uslovljena dobitkom. Dobitak iskazan u apsolutnom iznosu, makar koliki bio, ne pruža informaciju o zarađivačkoj moći preduzeća sve dok se on ne sučeli sa uloženim kapitalom i ne izrazi u stopi prinosa na uloženi kapital. I upravo, pošto se vrednost preduzeća uvek izražava vrednošću sopstvenog kapitala, radi se o stopi prinosa na sopstveni kapital koja je u fokusu potencijalnog investitora, potencijalni investitor ocenjuje da li je stopa prinosa na sopstveni kapital za njega prihvatljiva. Stopa prinosa na sopstveni kapital nije jednaka ceni kapitala zbog toga što prihvatanje ma koje procenjene vrednosti preduzeća, tačnije sopstvenog kapitala izaziva promenu amortizacije a time i dobitka. Procena vrednosti preduzeća se uvek vrši po više metoda, pri čemu je obavezna procena supstance po knjigovodstvenoj vrednosti i po reproduktivnoj vrednosti i uz to procena sopstvenog kapitala primenom najmanje jedne od prinosa ili ostalih metoda. I budući da imamo procenu vrednosti preduzeća (sopstvenog kapitala) po više metoda testiranje je zapravo izbor jene od procenjene vrednosti i dokazivanje da je ona prihvatljiva za potencijalnog investitora, a to se čini tako što se za svaku procenjenju vrednost sopstvenog kapitala utvrđuje stopa prinosa na sopstveni kapital. S tim u vezi najpre se vrši montaža bilansa u kome je ugrađena procenjena vrednost sopstvenog kapitala.

Bilans reproduktivne vrednosti sopstvenog kapitala sačinjava se tako što u njega unosi procenjena reproduktivna vrednost aktive, procenjena reproduktivna vrednost obaveza i procenjena reproduktivna vrednost tranzitorne pasive (dugoročnih rezervi-

sanja i pasivnih vremenskih razgraničenja) a reproduktivna vrednost sopstvenog kapitala je ravna razlici između reproduktivne vrednosti aktive umanjene za gubitak iskazan u aktivni i reproduktivne vrednosti obaveza uvećanih za reproduktivnu vrednost tranzitorne pasive.

Bilans u kome je ugrađena vrednost sopstvenog kapitala procenjena primenom prinosa ili ostalih metoda utvrđuje se na sledeći način: Prvo se utvrđuje poslovna vrednost (gudvil, goodwill) kao razlika između procenjene vrednosti sopstvenog kapitala i knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala. Potom se vrši korekcija goodwilla na sledeći način:

1. Goodwill
2. Pozitivna razlika između reproduktivne i knjigovodstvene vrednosti obaveza i tranzitornih pozicija pasive;
3. Negativna razlika između reproduktivne i knjigovodstvene vrednosti dugoročnih finansijskih ulaganja, obrtnih sredstava i aktivnih vremenskih razgraničenja
4. Negativna razlika između reproduktivne i knjigovodstvene vrednosti obaveza i tranzitorne pasive
5. Pozitivna razlika između reproduktivne i knjigovodstvene vrednosti dugoročnih finansijskih ulaganja, obrtnih sredstava i aktivnih vremenskih razgraničenja
6. Korigovani (neto) goodwill (1+2+3-4-5)

Potom se bilans montira tako što za iznos neto goodwilla povećavaju nematerijalna ulaganja, materijalna ulaganja se uzimaju u visini knjigovodstvene vrednosti, a dugoročna finansijska ulaganja, obrtna sredstva i aktivna vremenska razgraničenja se uzimaju u visini reproduktivne vrednosti. Na strani pasive sopstveni kapital se unosi u visini procenjene vrednosti a obaveze i tranzitorne pozicije pasive unose se u visini reproduktivne vrednosti. U realnom životu događa se da neto goodwill bude negativan, tada se za iznos negativnog goodwilla povećava isprav-

ka knjigovodstvene vrednosti materijalnih ulaganja.

Preduzeće iz našeg primera ima procenjenu vrednost sopstvenog kapitala kako sledi:

– u hiljadama dinara

Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala	884.067
Reproduktivna vrednost sopstvenog kapitala	3.067.620
Vrednost sopstvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti očekivanog bruto dobitka	2.877.197
Vrednost sopstvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti čistog novčanog toka	1.855.799

Bilansi sa ugrađenim procenjenim vrednostima sopstvenog kapitala procenjivanog preduzeća prikazan je na narednoj shemi.

Podsetimo se, za preduzeće iz našeg primera projektovan je bruto dobitak za deset godina, stopu bruto prinosa na procenjenu vrednost sopstvenog kapitala utvrdićemo tako što ćemo prosečno projektovani bruto dobitak korigovati na niže za iznos povećanja amortizacije iznad projektovane, što daje korigovani prosečni bruto dobitak, a iz odnosa korigovanog prosečnog bruto dobitka i procenjene vrednosti sopstvenog kapitala dobija se stopa bruto prinosa na sopstveni kapital.

Prosečno projektovani bruto dobitak je ravan zbiru projektovanog bruto dobitka za deset godina podeljenim sa brojem godina projekcije, tj. 10, što u našem primeru iznosi 464.109 hiljada dinara.

– u hiljadama dinara

	Knjigovodstvena vrednost društvenog kapitala 31. XII 1991	Reprodukciona vrednost društvenog kapitala 31. XII 1991	Vrednost društvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti bruto dobitka 31. XII 1991	Vrednost društvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti novčanog toka 31. XII 1991
AKTIVA				
I. Nematerijalna ulaganja	14.697	14.697	1.904.339	882.941
II. Materijalna ulaganja	856.185	2.936.250	856.185	856.185
III. Dugoročna finansijska ulaganja	3.221	3.221	3.221	3.221
IV. Zalihe	189.755	189.755	189.755	189.755
V. Kratkoročna potraživanja iz poslovanja	71.211	552.972	552.972	552.972
VI. Kratkoročna finansijska ulaganja	174	174	174	174
VII. Ostala kratkoročna potraživanja	3.658	3.658	3.658	3.658
VIII. Hartije od vrednosti i novčana sredstva	15.918	15.918	15.918	15.918
Poslovna aktiva (I do VIII)	1.154.819	3.716.645	3.526.222	2.504.824
PASIVA				
I. Trajni (sopstveni) kapital	884.067	3.067.620	2.877.197	1.855.799
II. Dugoročna rezervisanja	-	14.242	14.242	14.242
III. Dugoročne obaveze	123.957	487.988	487.988	487.988
IV. Kratkoročne obaveze iz poslovanje	41.590	41.590	41.590	41.590
V. Kratkoročne finansijske obaveze	104.559	104.559	104.559	104.559
VI. Ostale kratkoročne obaveze	646	646	646	646
Poslovna pasiva (I do VI)	1.154.819	3.716.645	3.526.222	2.504.824

Praćenje amortizacije iznad projektovane utvrđuje se na sledeći način:

- kod reproduktivne vrednosti sopstvenog kapitala amortizacija se obračunava tako što se na nabavnu reproduktivnu vrednost nematerijalnih i materijalnih ulaganja obračuna amortizacija po propisanim stopama, što u našem primeru iznosi 661.523 hiljade dinara, a potom se ona umanjuje za iznos projektovane amortizacije, što daje povećanje amortizacije u odnosu na projektovanu, koja u našem primeru iznosi 457.381 hiljade dinara (661.523 - 204.141);

- kod sopstvenog kapitala procenjenog prinosnim metodama ili ostalim metodama

povećanje amortizacije iznad projektovane utvrđuje se tako što se neto goodwill množi sa stopom otpisa goodwilla. Stopa otpisa goodwilla, potsetimo se, je 20%, što znači da se amortizacija povećava za 1/5 neto goodwilla.

U našem primeru neto goodwill je: (a) kod procenjenog sopstvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti očekivanog bruto dobitka 1.889.642 hiljade dinara, a 1/5 je 377.928 hiljada dinara, (b) kod procenjenog sopstvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti čistog novčanog toka 868.244 hiljade dinara a 1/5 je 173.649 hiljade dinara.

Saglasno prednjem, stopa bruto prinosa na procenjenu vrednost sopstvenog kapitala je:

		Procenjena vrednost društvenog kapitala na bazi:		
		reproduktivne vrednosti	sadašnje vrednosti očekivanog bruto dobitka	sadašnje vrednosti očekivanog novčanog toka
1.	Prosečni očekivani bruto dobitak	464.109	464.109	464.109
2.	Povećanje amortizacije	457.382	377.928	173.649
3.	Korigovani prosečno očekivani bruto dobitak (1-2)	6.727	86.181	290.460
4.	Procenjena vrednost sopstvenog kapitala	3.067.620	2.877.197	1.855.799
5.	Stopa bruto prinosa na sopstveni kapital $\left(\frac{3}{4} \cdot 100\right)$	0,2%	3,0%	15,7%

Stope bruto prinosa na sopstveni kapital u našem primeru upućuju na sledeće zaključke:

- stopa bruto prinosa na reproduktivnu vrednost sopstvenog kapitala je toliko niska (0,2%) da je očito da vrednost sopstvenog kapitala u visini reproduktivne vrednosti nije prihvatljiva,

- stopa bruto prinosa na sopstveni kapital procenjena na bazi sadašnje vrednosti očekivanog bruto dobitka je 3,0% i ako se uzme da je porez na rezultat + 40%, stopa neto prinosa na sopstveni kapital je samo 1,8% = $(3,0 \times 0,60)$, što je takođe, neprihvatljivo za potencijalnog investitora;

- stopa bruto prinosa na sopstveni kapital procenjena na bazi sadašnje vrednosti očeki-

vanog čistog novčanog toka je 15,7%, a ako se uzme u obzir da je porez na rezultat 40%, stopa neto prinosa na sopstveni kapital je $9,42\% = (15,7 \times 0,60)$. Ta stopa neto prinosa na sopstveni kapital je prihvatljiva za potencijalnog investitora.

Saglasno rečenom, prihvatljiva je procenjena vrednost sopstvenog kapitala na bazi sadašnje vrednosti čistog novčanog toka.

7. SMISAO PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA U KRIZNOM VREMENU

Kada nezavisni procenjivač procenjuje vrednost preduzeća radi kupoprodaje, njemu stalno pred očima lebde interesi sadašnjeg

vlasnika preduzeća i interes budućeg potencijalnog vlasnika (investitora). Ti interesi su, normalno, suprotni i upravo procenjivač nastoji da na osnovu te suprotnosti dođe do „objektivne” vrednosti preduzeća, koja u suštini predstavlja polaznu vrednost pri neposrednoj nagodbi između sadašnjeg i budućeg vlasnika. Sadašnji vlasnik preduzeća nastoji da podigne procenjenu vrednost preduzeća a budući vlasnik nastoji da obori procenjenu vrednost preduzeća. Otuda, cena po kojoj preduzeće konačno menja vlasnika najčešće odstupa ili na gore ili na dole od „objektivne” vrednosti preduzeća koju je procenjivač utvrdio. Zašto je bitna visina cene po kojoj preduzeće menja vlasnika? Sa stanovišta sadašnjeg vlasnika preduzeća viša cena znači viši sopstveni novčani kapital i, dakako, pri datoj stopi prinosa i veći prihod od njegove upotrebe i obrnuto. Sa stanovišta budućeg vlasnika preduzeća niža cena ne znači smao manje izdavanje novčanog kapitala već i višu stopu prinosa na uloženi sopstveni kapital u kupovinu preduzeća. Ta viša stopa prinosa na sopstveni kapital uslovljena je s tri varijable: visinom uloženog kapitala u preduzeće, promenom visine aktive izazvane kupovinom preduzeća i visinom finansijskog rezultata. Pri datom finansijskom rezultatu stopa prinosa na sopstveni kapital utoliko je viša što je sopstveni kapital niži i obrnuto. Otuda je interes potencijalnog vlasnika da preduzeće kupi što je moguće po nižoj ceni. Međutim, i visina finansijskog rezultata je uslovljena visinom cene koja je plaćena za preduzeće. Naime, pri kupoprodaji preduzeća obaveze ostaju nepromenjene a u pasivi umesto kapitala sadašnjeg vlasnika preduzeća unosi se kapital novog vlasnika preduzeća koji je ravan prodajnoj ceni preduzeća. Ako je kapital sadašnjeg vlasnika preduzeća jednak kapitalu novog vlasnika preduzeća (prodajnoj ceni preduzeća), aktiva će ostati nepromenjena pa će promena vlasništva preduzeća sa stanovišta postupne transformacije aktive u rashode

neutralno delovati na finansijski rezultat, a time i na stopu prinosa na sopstveni kapital. Međutim, ako je prodajna cena preduzeća viša od sopstvenog kapitala sadašnjeg vlasnika preduzeća, aktiva se mora povećati za razliku među njima, kupoprodajom preduzeća potvrđena je poslovna vrednost (goodwill), na poziciji nematerijalnih ulaganja. Ta nematerijalna ulaganja, dakako, u određenom roku moraju da budu amortizovana i nadoknađena iz prihoda, a to će delovati na smanjenje finansijskog rezultata i delovaće na smanjenje stope prinosa na sopstveni kapital budućeg vlasnika kako zbog nižeg finansijskog rezultata tako i zbog višeg sopstvenog kapitala uloženog u kupovinu preduzeća. Suprotno se događa kada je plaćena cena preduzeća pri njegovoj kupoprodaji niža od visine kapitala sadašnjeg vlasnika. Razlika između plaćene cene preduzeća i kapitala sadašnjeg vlasnika preduzeća je negativna, prometnim aktom je potvrđen negativan goodwill i za njegov iznos aktiva mora da bude smanjena putem povećanja ispravke vrednosti materijalnih ulaganja, čime se u suštini smanjuje iznos amortizacije koji će u narednim obračunima finansijskog rezultata biti dodeljen rashodima, što povećava finansijski rezultat. Time se povećava i stopa prinosa na sopstveni kapital kako zbog višeg finansijskog rezultata tako i zbog niže plaćene cene preduzeća od sopstvenog kapitala sadašnjeg vlasnika.

Kada se vrši procena vrednosti preduzeća radi dokapitalizacije, procenjenu vrednost verifikuje Republička agencija za procenu vrednosti društvenog kapitala, čime ta verifikacija „zamenjuje” cenu preduzeća koja se ostvaruje pri kupoprodaji preduzeća, posle čega se procenjena vrednost preduzeća uključuje u poslovne knjige i bilans preduzeća. Ta prihvaćena i proknjižena vrednost preduzeća delovaće na budući finansijski rezultat:

- ili neutralno ako je procenjena vrednost društvenog kapitala jednaka knjigovodstvenoj vrednosti,

- ili će ga smanjiti ako je procenjena vrednost društvenog kapitala viša od knjigovodstvene vrednosti,

- ili će ga, pak, povećati ako je procenjena vrednost društvenog kapitala niža od knjigovodstvene vrednosti.

Za buduće deioničare najprihvatljivije bi bilo da je procenjena vrednost društvenog kapitala što niža ne samo zato što to obećava viši budući finansijski rezultat, već i zato što je pri raspodeli neto dobitka osnovni kriterijum udeo kapitala. Naime, preduzeća s mešovitim kapitalom pri raspodeli neto dobitka prvo će odvojiti deo neto dobitka za plate radnika iz rezultata (ako je to predviđeno kolektivnim ugovorom) i za zakonsko i statutarne rezerve kao i za pokriće očekivanih rizika, a ostatak neto dobitka će podeliti na dividendu i na akumulirani deo za preduzeće u srazmeri deoničarskog i društvenog kapitala.¹⁹⁵ Prema tome, pri datom neto dobitku (tačnije, ostatku neto dobitka) dividenda će biti utoliko viša što je društveni kapital niži i obrnuto.

Na drugoj strani, budući da se pri proceni vrednosti preispituju sve bilansne pozicije i vrši njihova eventualna korektura, time se ne utiče samo na buduće finansijske rezultate već i na finansijski položaj procenjivanog preduzeća. Naime, realiteti se procenjuju na bazi ponovne nabavne cene na dan procene, pri čemu se kod materijalnih ulaganja ponovna nabavna cena koriguje na niže koeficijentom korisnosti dobijenim iz odnosa preostalog veka trajanja i ukupnog veka trajanja materijalnog ulaganja; potraživanja se procenjuju na bazi pravnog osnova, dokumentovanosti i naplativosti a obaveze se procenjuju na bazi pravnog osnova, dokumentovanosti i plativosti. Korekturom bilansnih pozicija pri-

kom procene deluje se na promenu finansijskog položaja i na buduće finansijske rezultate ali, u principu, u suprotnom smeru — ako se korekturom bilansnih pozicija poboljšava finansijski položaj, budući kratkoročni finansijski rezultati biće niži i obrnuto.¹⁹⁶

Budući da naša preduzeća posluju u zaista izrazito kriznom periodu prouzrokovanom raspadom „druge” Jugoslavije, vođenjem rata u pojedinim njenim delovima, u pravno neuređenom privrednom ambijentu u najširem smislu, u vremenu potpune ekonomske blokade i kao posledica svega toga u vremenu hiperinflacije, procenu vrednosti preduzeća u takvim uslovima je izrazito teško vršiti, pa se, po našem uverenju, dovodi u pitanje i smisao procene ako se njome otežava izlazak preduzeća iz zone gubitka koja posluje s gubitkom (a takvih je u nas dobar deo) i ako se pogoršava njihov finansijski položaj.

U daljem tekstu izložićemo rezultate procene tri karakteristička preduzeća uz analizu uticaja procene na njihove buduće finansijske rezultate i finansijski položaj.

Preduzeće A

Preduzeće A je u odnosu na druga naša preduzeća relativno dobro i po ostvarenju finansijskog rezultata i po finansijskom položaju. Bilans preduzeća A na dan procene pre i posle procene prikazan je na narednoj strani.

Upoređenjem procenjene i knjigovodstvene vrednosti jasno je na kojim bilansnim pozicijama se javlja razlika. Stoga ćemo objasniti kako je do razlike došlo i kako će se ona odraziti na buduće kratkoročne finansijske rezultate.

Kratkoročna potraživanja iz poslovanja su procenom bitno povećana zato što su devizna potraživanja od kupaca, budući da su bilan-

195 Više o tome vidi odeljak 10 u poglavlju V ove knjige.

196 Više o tome vidi: Dr Jovan Rodić: *Teorija i analiza bilansa*, IP „Ekonomika”, Novi Beograd, 1991. str. 99.

	Knjigovodstvena vrednost na dan procene	Procenjena vrednost na dan procene
Aktiva		
1. Nematerijalna i materijalna ulaganja	87.088	173.912
2. Dugoročna finansijska ulaganja	322	322
3. Zalihe	18.976	18.976
4. Kratkoročna potraživanja iz poslovanja	7.121	55.297
5. Kratkoročna finansijska ulaganja	17	17
6. Ostala kratkoročna potraživanja	366	366
7. Hartije od vrednosti i novčana sredstva	1.592	1.592
Poslovna aktiva (1 do 7)	115.482	250.482
Pasiva		
1. Trajni (sopstveni) kapital	88.407	185.580
2. Dugoročna rezervisanja	-	1.424
3. Dugoročne obaveze	12.396	48.799
4. Kratkoročne obaveze iz poslovanja	4.159	4.159
5. Kratkoročne finansijske obaveze	10.456	10.456
6. Ostale kratkoročne obaveze	64	64
Poslovna pasiva (1 do 6)	115.482	250.482

sirana po zvaničnom kursu dinara koji je procenjen, preračunata na realan kurs dinara na dan procene, kao i zato što je ispravka vrednosti potraživanja od kupaca, budući da se po važećim računovodstvenim propisima vrši vremensko otpisivanje, svedena na nivo stvarne nenaplativosti. Razumljivo je da će za iznos procenom povećanih kratkoročnih potraživanja iz poslovanja već pri prvom narednom bilansiranju biti manji prihod po osnovu naplate potraživanja od kupaca koja su u oficijelnom bilansu indirektno bila otpisana a procenom taj otpis nije prihvaćen i po osnovi pozitivnih kursnih razlika, ali se taj negativni uticaj na finansijski rezultat neće dugoročno ponavljati.

Dugoročna rezervisanja. Avans dat za materijalna ulaganja dobavljaču u Hrvatskoj pri proceni pasiviran je na dugoročnom rezervisanju zato što je zbog raspada druge Jugoslavije, neizvesno hoće li biti izvršena isporuka koja je plaćena avansom ili će doći do njegovog otpisa. Ako dođe do otpisa, otpis će se izvršiti na teret dugoročnih rezervisanja i time se neće smanjiti tekući kratkoročni

finansijski rezultat, a ako ne dođe do otpisa, dugoročno rezervisanje ukida se u korist sopstvenog (društvenog) kapitala.

Dugoročne obaveze su povećane zbog toga što su devizno dugoročne obaveze obračunate u oficijelnom bilansu po procenjenom zvaničnom kursu dinara, pa su ih procenjivači obračunali po realnom kursu dinara na dan procene. Za iznos povećanja deviznih dugoročnih obaveza u narednom obračunu finansijskog rezultata biće manji rashodi po osnovu negativnih kursnih razlika a time u istom iznosu viši i finansijski rezultat.

Trajni kapital, tačnije društveni kapital, procenjen je jednim od prinosnih metoda na 185.580.000 dinara, što predstavlja povećanje u odnosu na knjigovodstvenu vrednost od 97.173.000 dinara. Budući da su u odnosu na knjigovodstvenu vrednost povećana: dugoročna rezervisanja za 1.424.000, dugoročne obaveze za 36.403.000 dinara i kratkoročna potraživanja iz poslovanja za 48.176.000 dinara, usled povećanja društvenog kapitala putem procene povećana su nematerijalna

ulaganja za 86.824.000 dinara (97.173.000 + 1.424.000 + 36.403.000 - 48.176.000 = 86.824.000). Naravno, ovo povećanje nematerijalnih ulaganja imaće za posledicu povećanje amortizacije u godišnjem iznosu od 17.367.800 dinara i kako je prema procenivačima očekivani prosečni godišnji bruto dobitak 46.411.000 dinara, to će se on usled povećanja amortizacije smanjiti na 29.046.200 dinara. Tako smanjeni bruto dobitak obećava stopu bruto prinosa na procenjenu

vrednost kapitala od 15,7% $\left(\frac{29.046.200}{185.580.000} \cdot 100 = 15,7\% \right)$, što je prihvatljivo i za buduće investitore (deoničare).

Dakle, procenjena vrednost sopstvenog kapitala obećava prihvatljivu stopu prinosa na sopstveni kapital i za buduće investitore. A sada je zanimljivo videti kakve su usled procene promene nastale u finansijskom položaju, što ćemo oceniti putem koeficijenta ubrzane likvidnosti i koeficijenta finansijske stabilnosti.

- u 000 dinara -

	Po bilansu pre procene	Po bilansu posle procene
1. Gotovina, hartija od vrednosti i kratkoročna potraživanja	9.096	57.272
2. Kratkoročne obaveze	14.679	14.679
3. Koeficijent ubrzane likvidnosti $\left(\frac{1}{2} \right)$	0,62	3,9
4. Fiksna aktiva i zalihe	106.386	193.210
5. Trajni kapital, dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze	100.803	235.803
6. Koeficijent finansijske stabilnosti $\left(\frac{4}{5} \right)$	1,06	0,82

Posle procene finansijski položaj je bitno popravljen — koeficijent ubrzane likvidnosti povećan je sa 0,62 na čak 3,90 (što je osetno iznad normale) a koeficijent finansijske stabilnosti je smanjen sa 1,06 na 0,82 (što je niže od zahtevanog minimuma od 1).

Preduzeće B

Preduzeće B je u velikim teškoćama — kapacitet se godinama koristi ispod donje

tačke rentabilnosti zbog čega nastaju gubici, a finansijski položaj je izrazito loš. Otuda su procenjivači nastojali da putem procene, koliko je to moguće, utiču na poboljšanje finansijskog položaja i uz to da ne otežaju izlazak preduzeća iz zone gubitka. Pogledajmo najpre bilans preduzeća B na dan procene pre i posle procene.

- u 000 dinara -

	Knjigovodstvena vrednost na dan procene	Procenjena vrednost na dan procene
Aktiva		
1. Nematerijalna i materijalna ulaganja	17.100	17.377
2. Dugoročna finansijska ulaganja	7.766	31.669
3. Zalihe	10.222	10.222
4. Kratkoročna potraživanja iz polovanja	7.884	17.523
5. Kratkoročna finansijska ulaganja	4	4
6. Ostala kratkoročna potraživanja	407	407
7. Hartije od vrednosti i novčana sredstva	683	683
Poslovna aktiva (1 do 7)	44.066	77.885

	Knjigovodstvena vrednost na dan procene	Procenjena vrednost na dan procene
Pasiva		
1. Trajni (sopstveni) kapital (1.1. - 1.2.)	14.515	24.108
1.1. Bruto sopstveni kapital	26.410	36.003
1.2. Gubitak iz ranijih godina	11.895	11.895
2. Dugoročna rezervisanja	-	23.222
3. Dugoročne obaveze	8.885	8.885
4. Kratkoročne obaveze iz poslovanja	10.648	11.652
5. Kratkoročne finansijske obaveze	8.964	8.964
6. Ostale kratkoročne obaveze	1.054	1.054
Poslovna pasiva (1 do 6)	44.066	77.885

Razlika između procenjene i knjigovodstvene vrednosti i njegov odraz na finansijski rezultat prema navedenim bilansima javljaju se na sledećim bilansnim pozicijama:

Dugoročna finansijska ulaganja su procenom povećana za 23.903.000 dinara zato što su dati devizni krediti u inostranstvu (radi se o robnim kreditima) u oficijelnom bilansu obračunati po zvaničnom kursu dinara koji je procenjen, pa su ta potraživanja pri proceni obračunata po realnom kursu dinara na dan procene. Naravno, za iznos te razlike u narednom obračunu finansijskog rezultata biće manji prihodi od pozitivnih kursnih razlika uz uslov da su devizna potraživanja naplativa, ali kako velikim delom to nije slučaj, izvršeno je pasiviziranje dubioznih deviznih dugoročnih potraživanja na dugoročnim rezervisanjima, o čemu će kasnije još biti reči.

Kratkoročna potraživanja iz poslovanja procenom su u odnosu na knjigovodstvenu vrednost povećana za 9.639.000 dinara iz dva razloga: prvi, devizna potraživanja od kupaca su preračunata na realni kurs dinara na dan procene i za iznos tog povećanja u narednom obračunu finansijskog rezultata biće manji prihodi po osnovu pozitivnih kursnih razlika; drugi, ispravka vrednosti potraživanja od kupaca primenom propisanog vremenskog otpisivanja je iznad stvarne dubioze, pa su je procenjivači sveli na

nivo koji odgovara stvarnim nenaplativim potraživanjima od kupaca, što će smanjiti vanredne prihode u narednom obračunu finansijskog rezultata.

Dugoročna rezervisanja. Na dugoročnim rezervisanjima pri proceni pasivirano je 23.222.000 dinara dugoročnih kredita datih u inostranstvu, jer su procenjivači došli do zaključka da se oni s velikim stepenom verovatnoće neće moći naplatiti. Time je, kada dođe do stvarnog otpisa, omogućeno da se oni otpišu na teret dugoročnih rezervisanja a ne na teret tekućih prihoda. Kada se pasivirani iznos dubioznih dugoročnih kredita na dugoročnim rezervisanjima uporedi sa sopstvenim kapitalom, vidi se da su ona tolika da bi njihov otpis na teret tekućih prihoda mogao izazvati iskazivanje gubitka većeg od sopstvenog kapitala, čime bi preduzeće palo u totalnu prezaduženost i bio doveden u pitanje i njegov opstanak. Ako bi se dubiozna dugoročna devizna potraživanja kojim slučajem ipak naplatila, dugoročna rezervisanja se ukidaju u korist društvenog kapitala.

Kratkoročne obaveze iz poslovanja procenom su povećane za 1.004.000 dinara zato što su devizne obaveze prema dobavljačima obračunate po realnom kursu na dan procene. Naravno, za taj iznos u narednom obračunu biće manje negativne kursne razlike.

Sopstveni kapital, tačnije društveni kapital, primenom jednog od dinamičnih prinosnih metoda procenjen je na 24.108.000 dinara,¹⁹⁷ što u odnosu na knjigovodstvenu vrednost predstavlja povećanje od 9.593.000 dinara. Budući da su procenom u odnosu na knjigovodstvenu vrednost povećani: dugoročna finansijska ulaganja za 23.903.000 dinara, kratkoročna potraživanja iz poslovanja za 9.639.000 dinara, dugoročna rezervisanja za 23.222.000 dinara i kratkoročne obaveze iz poslovanja za 1.004.000 dinara, usled povećanja društvenog kapitala putem procene

povećana su nematerijalna ulaganja za 227.000 dinara ($9.593.000 + 23.222.000 + 1.004.000 - 23.903.000 - 9.639.000 = 277.000$), što će izazvati povećanje amortizacije za samo 45.410 dinara. Takvo neznatno povećanje amortizacije, naravno, neće otežavati izlazak preduzeća iz zone gubitka.

Pogledajmo sada do kakvih je promena posle procene došlo u oblasti finansijskog položaja posmatranog preko koeficijenta ubrzane likvidnosti i koeficijenta finansijske stabilnosti.

- u 000 dinara -

	Po bilansu pre procene	Po bilansu posle procene
1. Gotovina, hartije od vrednosti i kratkoročna potraživanja	8.978	18.617
2. Kratkoročne obaveze	20.666	21.670
3. Koeficijent ubrzane likvidnosti $\left(\frac{1}{2}\right)$	0,43	0,86
4. Fiksna aktiva i zalihe	35.088	59.268
5. Trajni kapital, dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze	23.400	56.250
6. Koeficijent finansijske stabilnosti $\left(\frac{4}{5}\right)$	1,50	1,05

Posle procene finansijski položaj je bitno poboljšán mada je još uvek ispod normale — koeficijent ubrzane likvidnosti povećan je sa 0,43 na 0,86 (trebao bi da bude barem 1), koeficijent finansijske stabilnosti smanjen je sa 1,50 na 1,05 (trebalo bi da bude 1 ili manji od 1).

Preduzeće C

Preduzeće C je takođe u velikim teškoćama — nekoliko godina uzastopno iskazuje gubitak usled niskog stepena iskorišćenja kapaciteta a ima i loš finansijski položaj. Specifično je pri tome što ima više pogona (gradilišta) u inostranstvu koji su iskazali gubitak, što gradi fabriku u inostranstvu na dugoročni robni kredit po sistemu „ključ u ruke”, što ima sporno potraživanje

po deobnom bilansu iz vremena kada se deo preduzeća odvojio u zasebno preduzeće i drugo. Pogledajmo bilans preduzeća C pre i posle procene na dan procene, koji je prikazan na sledećoj strani.

Razlika između precenjene i knjigovodstvene vrednosti i njihov odraz na finansijski rezultat, prema navedenim bilansima, javlja ju se na sledećim pozicijama:

Dugoročna finansijska ulaganja procenom su povećana za 165.585.000 dinara zbog toga što su devizni ulogi u inostranstvu, budući da su u oficijelnom bilansu iskazani po propisanom precenjenom kursu dinara, preračunati na realan kurs dinara na dan procene. Jasno je da će za to povećanje dugoročnih finansijskih ulaganja biti

197 Pri projekciji očekivanog finansijskog rezultata, posle ispitivanja tržišnog položaja procenjivanog preduzeća uz uzimanje svih sadašnjih privrednih i političkih nedaća u nas, procenjivači su došli do zaključka da će preduzeće i u naredne tri godine poslovati s gubitkom a tek posle toga će ostvarivati pozitivan finansijski rezultat.

- u 000 dinara -

	Knjigovodstvena vrednost na dan procene	Procenjena vrednost na dan procene
Aktiva		
1. Nematerijalna i materijalna ulaganja	48.381	48.843
2. Dugoročna finansijska ulaganja	59.209	224.794
3. Zalihe	5.454	5.454
4. Kratkoročna potraživanja iz polovanja	67.221	124.574
5. Kratkoročna finansijska ulaganja	41	41
6. Ostala kratkoročna potraživanja	790	790
7. Hartije od vrednosti i novčana sredstva	1.932	1.932
Poslovna aktiva (1 do 7)	183.028	406.428
Pasiva		
1. Trajni (sopstveni) kapital (1.1. - 1.2.)	30.041	34.482
1.1. Bruto sopstveni kapital	45.582	50.023
1.2. Gubitak iz ranijih godina	15.541	15.541
2. Dugoročna rezervisanja	-	180.745
3. Dugoročne obaveze	34.893	34.893
4. Kratkoročne obaveze iz poslovanja	17.972	56.186
5. Kratkoročne finansijske obaveze	68.170	68.170
6. Ostale kratkoročne obaveze	31.952	31.952
Poslovna pasiva (1 do 6)	183.028	406.428

manji prihodi od pozitivnih kursnih razlika u narednom obračunu finansijskog rezultata.

Kratkoročna potraživanja iz poslovanja su procenom povećana za 57.353.000 dinara iz sledećih razloga:

- Ispravka vrednosti potraživanja od kupaca u zemlji zbog primene propisanog vremenskog otpisivanja je previsoka, pa su je procenjivači sveli na stvarni iznos dubioznih potraživanja. Jasno je da će prilikom naplate tih potraživanja za iznos smanjenja ispravke vrednosti vanredni prihodi biti manji.

- Kod potraživanja od povezanih preduzeća (u ovom slučaju takođe od pogona u inostranstvu) najpre je izvršena ispravka vrednosti za iznos iskazanih gubitaka u bilansima pogona u inostranstvu jer oni nisu knjiženi u glavnoj knjizi matičnog preduzeća, a zatim su i bruto potraživanja od pogona u inostranstvu i njihova ispravka vrednosti preračunati na realna kurs dinara na dan procene. Time je obezbeđeno da gubici pogona u inostranstvu ne

terete buduće tekuće prihode, ali za iznos neto povećanja potraživanja od pogona u inostranstvu po osnovu razlike između realnog i zvaničnog kursa dinara manji će biti i prihodi po osnovu pozitivnih kursnih razlika u narednom obračunu finansijskog rezultata.

Dugoročna rezervisanja. Procenjivači su na dugoročnim rezervisanjima pasivirali 180.745.000 dinara, što se odnosi na sledeće:

- 165.003.000 dinara je pasivirano za pokriće eventualnog rizika za dobro i o roku izgrađenu fabriku u inostranstvu koju preduzeće C gradi po sistemu „ključ u ruke”. Naime, u vreme procene izgradnja fabrika bila je u završnoj fazi, ali su radovi usporeni zbog ekonomske blokade Saveta bezbednosti Ujedinjenih nacija, pa je izvesno da se fabrika neće završiti o roku, što može prouzrokovati obračun ugovorenih penala od strane investitora. Osim toga, izvesno je da će se pojaviti dodatni troškovi u izgradnji, a možda i u garantnom roku. Sve su to bili dovoljni razlozi,

budući da procenjavano preduzeće nije ranije izvršilo nikakvo rezervisanje, da procenjivači izvrše rezervisanje u prethodno navedenom iznosu, koji je, u stvari, razlika između realnog i zvaničnog kursa dinara obračunata na potraživanja po deviznom kreditu za izgradnju te fabrike. Naravno u narednom obračunu finansijskog rezultata biće za taj iznos manji prihodi od pozitivnih kursnih razlika, ali je obezbeđeno pokriće eventualnih penala i nepredviđenih troškova na teret dugoročnih rezervisanja, a bez toga oni bi teretili tekući prihod. Ako se dugoročna rezervisanja ne iskoriste za pokriće penala i nepredviđenih troškova, ona se ukidaju u korist društvenog kapitala.

- 6.717.000 dinara pasivirano je na dugoročnim rezervisanjima na ime osporenih potraživanja po deobnom bilansu. Ako u konačnom raspletu tog spora procenjavano preduzeće ne naplati ta potraživanja, otpisaće ih na teret dugoročnih rezervisanja, čime će se izbeći opterećenje tekućih prihoda, a ako se osporena potraživanja naplate, dugoročna rezervisanja će se ukinuti u korist društvenog kapitala.

- 9.026.000 dinara pasivirano je na dugoročnim rezervisanjima na ime razlike između iskazanog potraživanja od pogona u inostranstvu u bilansu preduzeća i iskazanih obaveza prema preduzeću u bilansima pogona u inostranstvu. Naime, za taj iznos preduzeće iskazuje veća potraživanja od pogona u inostranstvu nego što pogoni u inostranstvu iskazuju obaveze prema preduzeću. U konačnom raspletu, ako se pokaže da su stvarna potraživanja preduzeća od pogona u inostranstvu u visini njihovih obaveza prema preduzeću, razlika će se otpisati na teret dugoročnih rezervisanja, čime je obezbeđeno da taj otpis ne tereti tekuće prihode, a u suprotnom dugoročna rezervisanja će biti ukinuta u korist društvenog kapitala.

Kratkoročne obaveze iz poslovanja su u odnosu na oficijelni bilans povećane za 38.214.000 dinara na ime razlike obračunatih deviznih obaveza prema pogonima u inostranstvu po realnom i po zvaničnom kursu dinara na dan procene. Naravno, za taj iznos pri narednom obračunu finansijskog rezultata biće manji rashodi po osnovu negativnih kursnih razlika.

Sopstveni kapital, tačnije društveni kapital, primenom jednog od dinamičnih prinostnih metoda¹⁹⁸ procenjen je na 34.482.000 dinara, što predstavlja povećanje u odnosu na knjigovodstvenu vrednost za 4.441.000 dinara. Budući da su procenom u odnosu na knjigovodstvenu vrednost povećani: dugoročna finansijska ulaganja 165.585.000 dinara, kratkoročna potraživanja iz poslovanja 57.353.000 dinara, dugoročna rezervisanja 180.745.000 dinara i kratkoročne obaveze iz poslovanja 38.214.000 dinara, usled povećanja društvenog kapitala putem procene povećana su i nematerijalna ulaganja za 462.000 dinara ($4.441.000 + 180.745.000 + 38.214.000 - 165.585.000 - 57.353.000 = 462.000$), što će izazvati povećanje amortizacije za samo 94.400 dinara. To neznatno povećanje amortizacije, svakako, neće otežati izlazak preduzeća iz zone gubitka.

Pogledajmo sada do kakvih je promena posle procene došlo u oblasti finansijskog položaja posmatranog preko koeficijenta ubrzane likvidnosti i koeficijenta finansijske stabilnosti. Bilans je prikazan na sledećoj strani.

Finansijski položaj procenom nije, naravno, doveden na normalu, ali je bitno poboljšan — koeficijent ubrzane likvidnosti povećan je sa 0,59 na 0,81 (trebalo bi da bude barem 1) a koeficijent finansijske stabilnosti je smanjen sa 1,74 na 1,12 (trebalo bi da bude 1 ili nešto manji od 1).

198 Pri projekciji finansijskog rezultata postupljeno je slično kao što je objašnjeno pod 197.

	Po bilansu pre procene	Po bilansu posle procene
1. Gotovina, hartije od vrednosti i kratkoročna potraživanja	69.984	127.337
2. Kratkoročne obaveze	118.094	156.308
3. Koeficijent ubrzane likvidnosti $\left(\frac{1}{2}\right)$	0,59	0,81
4. Fiksna aktiva i zalihe	113.044	279.091
5. Trajni kapital, dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze	64.934	250.120
6. Koeficijent finansijske stabilnosti $\left(\frac{4}{5}\right)$	1,74	1,12

U svim izloženim primerima za dugoročna rezervisanja koja su formirana putem procene vrednosti preduzeća, ako ona ne budu iskorišćena za namene zbog kojih su stvorene, rečeno je da se ukidaju u korist društvenog kapitala. Takav stav procenjivača je naizgled u suprotnosti s važećim računovodstvenim propisima prema kojima se neiskorišćena dugoročna rezervisanja ukidaju u korist prihoda. Uprkos tome, držimo da je stav procenjivača prihvatljiv iz sledećih razloga. Pri uobičajenom stvaranju dugoročnih rezervisanja do njih se dolazi tako što se povećavaju tekući rashodi u korist dugoročnih rezervisanja, čime se, daka-

ko, smanjuje tekući finansijski rezultat. Otu-
da je prirodno da se kasnije eventualno neiskorišćena dugoročna rezervisanja ukidaju u korist prihoda, što povećava finansijski rezultat. Pri stvaranju dugoročnih rezervisanja u postupku procene vrednosti preduzeća situacija je bitno drugačija. U suštini, tom prilikom dugoročna rezervisanja se stvaraju na teret sopstvenog kapitala, pa je otuda prirodno i logično da se tako stvorena dugoročna rezervisanja, ako se eventualno ne iskoriste za namene za koje su stvorena, ukinu u korist sopstvenog kapitala.

Opisani primeri procene vrednosti preduzeća ukazuju na sledeće:

- Vešt procenjivač vrednosti preduzeća može uticati na poboljšanje njihovog lošeg finansijskog položaja olakšavajući im savladavanje teškoća u poslovanju koje se u kriznom vremenu ispoljavaju mimo njegovog uticaja i da im time pojača izgleda za opstanak. Naravno, mogućnosti poboljšanja finansijskog položaja putem procene vrednosti preduzeća nisu podjednako za svako preduzeće, jer to zavisi od konkretne situacije u procenjivanom preduzeću.

- Poboljšanjem finansijskog položaja procenjivanog preduzeća, po pravilu, bitnije se ne utiče na smanjenje finansijskog rezultata u prvom narednom obračunu, ali se

značajno izbegava opasnost smanjenja finansijskih rezultata u nizu uzastopnih narednih obračuna otpisima dubioznih potraživanja i pokrićem penala i nepredviđenih troškova za dobro i o roku urađen posao.

- Preduzeće koje posluje s dobitkom ne sme se procenom dovesti u situaciju da se zbog povećanja amortizacije dobitak smanji na nivo koji bi stopu prinosa na sopstveni kapital doveo ispod nivoa koji bi bio neprihvatljiv za buduće deoničare (investitore).

- Za preduzeća koja posluju s gubitkom u vreme procene neprihvatljivo je putem procene bitno povećati amortizaciju u nizu uzastopnih narednih obračuna finansijskog rezultata i time im otežava izlazak iz zone gubitka.

Ukoliko se procenom više postigne gore rečeno, utoliko je ona u kriznom vremenu opravdanija i prihvatljivija. Suprotno, ukoliko se procenom pogoršava finansijski položaj preduzeća i ono gura u još veće gubitke, ona je štetna. Kako će, pak, procena uticati na finansijski položaj i buduće finansijske rezultate, to u dobroj meri zavisi od znanja i veštine procenjivača.

8. SADRŽINA IZVEŠTAJA O PROCENI VREDNOSTI PREDUZEĆA

„Dobro napisan izveštaj ima tu osobinu da vodi čitaoca jednom logičkom putanjom kroz relevantne činjenice i analizu do istog zaključka kojeg ima i autor izveštaja”.

Shannon P. Pratt

8.1. Preporuke profesionalnih asocijacija

Prema Preporuci UEC „Izveštaj o izvršenoj proceni treba da, u odgovarajućoj formi, sadrži razmatranja, pretpostvke i podatke koji su korišćeni prilikom procene vrednosti preduzeća. Posebno izveštaj treba da sadrži sledeće:

- suština zadatka koji je finansijski ekspert preuzeo i podaci o klijentu za koga je taj zadatak obavio;
- cilj izvršenja zadatka;
- izvor korišćenih informacija;
- specifikacija sadržaja primljenih informacija;
- primenjene metode procene i ograničenje tih metoda;
- uslovi u kojima je procena vrednosti izvršena;
- s čije tačke gledišta je procena vrednosti vršena;

- hipoteza na kojima je procena vrednosti zasnovana;

- raspoloživost i kvalitet korišćenih podataka;
- uticaj korišćenih hipoteza na procenu, kao i veće ili manje šanse da se te hipoteze ostvare;
- simplifikacije koje je finansijski ekspert bio prinuđen da uvede”.

Američko udruženje procenjivača (ASA — *American Society of Appraisers*) ima sledeće preporuke za pisanje izveštaja o proceni¹⁹⁹

- opis imovine kao predmeta procene;
- izjava o ciljevima procene;
- objava obaveznih i ograničavajućih uslova kojima podležu rezultati procene;
- opis i objašnjenje primenjenih metoda procene;
- izjava da autor procene nema ličnih interesa;
- potpisivanje izveštaja i unošenja oprečnih mišljenja (ako je na proceni radilo više eksperata i ako među njima nije došlo do saglasnosti o vrednosti procenjenog preduzeća oni daju svoju zasebnu procenu sa obrazloženjem neslaganja i to unose u zajednički izveštaj).

Izveštaj o proceni treba da bude zasnovan na činjenicama, pisan logičkim redosledom, tako da uvodi čitaoca iz jednog u drugo područje koje mu omogućava shvatanje celine. Svi pojmovi, za koje procenjivač pretpostavlja da ih čitalac neće razumeti moraju biti objašnjeni i napisani tako da ih lako shvati. Ako neki pojam ima više značenja (npr. cash flow) u izveštaju se mora tačno naznačiti u kom značenju je taj pojam tretiran pri proceni.

8.2. Struktura i sadržaj izveštaja o proceni

Prema Pratt-u, u najvećem broju slučajeva izveštaj o proceni treba da ima sledeću strukturu:²⁰⁰

199 Shannon P. Pratt: *Citirani opus*, str. 318.

200 Shannon P. Pratt: *Citirani opus*, str. 330.

1. Uvod
2. Ekonomski podaci
3. Industrijski podaci
4. Opis preduzeća
5. Istraživanja podataka za komparaciju
6. Analiza računovodstvenih iskaza
7. Pristup vrednovanja i zaključak.

Uvod. U uvodu se daje: ko je uputio a ko prihvatio zahtev za procenu, cilj procene, primenjeni standardi procene, definisanje imovine koja je procenjivana, vlasništvo preduzeća, s čije tačke gledišta je procena preduzeća vršena, izvor informacija i podataka korišćenih pri proceni vrednosti preduzeća, na koji dan se vrši procena i vremenski interval u kome je procena izvršena.

Podaci o privredi. Daju se relevantni podaci o privredi naročito oni podaci koji reprezentuju uslove privredivanja za preduzeće koje se procenjuje. Ako se procena vrši na bazi stvarnih (istorijskih) podataka daju se podaci o privredi i privrednim kretanjima u razdoblju iz koga potiču podaci na osnovu kojih se procena vrši. Ako je za preduzeće koje se procenjuje bitno uže privredno područje (okrug, republika, npr.) daju se podaci o privredi tog regiona. Najzad, ako je preduzeće uvozno ili izvozno povezano sa stranim preduzećima daju se globalni podaci privrede zemalja stranih preduzeća.

Podaci o industriji. Ovde se, u stvari, misli na industrijsku granu, tačnije delatnost kojoj pripada preduzeće koje se procenjuje. S tim u vezi daju se podaci o prirodi te delatnosti i tekućim uslovima u njoj. Naročito su važni podaci: o potencijalnom rastu, o faktorima snabdevanja (nabavke), o strukturi te delatnosti, njenoj veličini i konkurentnosti preduzeća koje se procenjuje, kakva je različitost u proizvodima, da li je konkurencija zasnovana na ceni ili na proizvodu, kako preduzeće koje se procenjuje uklapa u svoju delatnost i kakav mu je položaj u odnosu na konkurenciju, jača li mu ili slabi konkurentski položaj. Ako se preduzeće koje se procenjuje

bavi sa dve ili više delatosti napred navedene informacije daju se za sve delatnosti.

Opis preduzeća. U okviru ovog poglavlja daju se istorijski podaci o nastanku preduzeća i bitnim statutarnim i vlasničkim promenama u toku života preduzeća. Potom se opisuje: lokacija, način proizvodnje proizvoda i usluga, asortiman proizvodnje, kapacitet i iskorišćenost kapaciteta, nepokretni objekti (njihova namena, veličina, fizički izgled i sl), tržište prodaje, tržište nabavke, struktura zaposlenih i podaci o rukovodećem kadru (upravi). U ovom poglavlju se može dati mišljenje opravdanosti postojanja preduzeća, o konkurentnosti preduzeća, naročito treba da bude istaknuta baza na kojoj se konkurentnost zasniva (lokacija, kvalitet proizvoda, cena, reklama i marketing uopšte). Opis preduzeća treba završiti sa jednom rekapitulacijom pozitivnih i negativnih faktora za njegovo poslovanje, rast i razvoj.

Istraživanja podataka za komparaciju. Izlažu se kriterijumi za izbor konkurentnih komparativnih preduzeća i navode se izabrana konkurentna preduzeća čiji su podaci pri finansijskoj analizi komparirani sa podacima preduzeća koje se procenjuje.

Finansijska analiza. Ova analiza obuhvata, po pravilu, najmanje tri uzastopna bilansa procenjivanog preduzeća i njemu konkurentnih preduzeća. Dakle, vrši se vremensko i prostorno upoređenje, a obuhvata analiza finansijskog rezultata i finansijskog položaja. U okviru analize finansijskog rezultata analizira se: struktura i raspored ukupnog prihoda, struktura finansijskog rezultata, rizik ostvarenja finansijskog rezultata (poslovni, finansijski i ukupan), donja tačka rentabilnosti, finansijska moć, rentabilnost ukupnog i sopstvenog kapitala. Ako je preduzeće koje se procenjuje u gubitku umesto analize rentabilnosti vrši se analiza uzroka gubitka i proučava mogućnost izlaska preduzeća iz zone gubitka. Ako je procenjivač došao do uverenja da preduzeće može

izaći iz zone gubitka pri proceni se mogu primeniti prinosne metode a u suprotnom moguće je procenjivati samo likvidacionu vrednost. U okviru analize finansijskog položaja analizira se finansijska ravnoteža (što je povezano s likvidnošću i finansijskom stabilnošću), zaduženost, održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala i bilansna moć.

Procena vrednosti preduzeća. U ovom poglavlju opisuju se primenjene metode procene vrednosti preduzeća uz obrazloženje zašto se procenjivač opredelio za njih. Obavezno se primenjuje knjigovodstvena, reproduktivna i bar jedna prinosna ili ostala metoda procene vrednosti sopstvenog kapitala.

Knjigovodstvena metoda. Jasno se izlaže kako je poslovna aktiva očišćena od vanposlovnih sredstava i kako je upostavljena bilansna ravnoteža između poslovne aktive i poslovne pasive.

Reproduktivna metoda. Kod svake bilansne pozicije aktive, obaveza i tranzitorne pasive čija se reproduktivna vrednost razlikuje od knjigovodstvene vrednosti opisuje se kako je procenjena reproduktivna vrednost i daje obrazloženje razlike između reproduktivne i knjigovodstvene metode.

Prinosne metode. Ovde se izlaže najpre kako je utvrđena cena kapitala, vodeći računa da cena kapitala mora da bude konzistentna s rezultatom koji se kapitalizira ili diskontuje. Ako se procena vrši na bazi kapitalizacije ostvarenog dobitka izlažu se korekture koje su izvršene kod ostvarenog dobitka u prošlosti, način utvrđivanja stabilizovanog dobitka i hipoteze (pretpostavka) od koje procenjivač polazi da će se stabilizovani dobitak ponavljati u nizu uzastopnih godina. Ako se projektuje očekivani dobitak izlaže se hipoteza (pretpostavka) od koje procenjivač polazi pri projekciji dobitka. Pri

otme, svaka pozicija planskog bilansa uspeha mora da bude obrazložena kako je ona kvantificirana. Ako se projektuje čisti novčani tok daje se šema utvrđivanja čistog novčanog toka i obrzlaže kako je kvantificirana svaka pozicija čistog novčanog toka. Najzad, definiše se rezidualna vrednost i obrazlaže način njene kvalifikacije.

Zaključak. U zaključku se vrši testiranje procenjenih vrednosti sopstvenog kapitala, vrši izbor jedne od procenjene vrednosti sopstvenog kapitala kao prihvatljiv uz obrazloženje zašto je ona prihvatljiva.

8.3. Lista pitanja za ocenu valjanosti izveštaja o proceni

Radi ocene valjanosti izveštaja o proceni vrednosti preduzeća Pratt je sastavio listu pitanja i budući da ona može biti korisna za pisanje izveštaja prenosimo je ovde u celini.²⁰¹

„ — Je li zadatak jasno postavljen?

Jasna definicija interesa koji se procenjuju

Namene procene

Datumski period procene

Vrednosni standard jasno iskazan u odnosu na Ustav, ukoliko je ustavni standard primenljiv

• Da li su izvori podataka i informacija apsolutno jasni i određeni kroz čitav izveštaj, tako da čitalac može pronaći izvor i proveriti sve podatke koje je procenjivač koristio, ako tako čitalac želi?

• Je li preduzeće adekvatno opisano?

Postojeća baza

Fizički objekti

Proizvodnja i/ili usluge

Uprava

Kapitalizacija i vlasništvo

201 Shannon P. Pratt: *Citirani opus*, str. 339-340.

● Da li su svi izrazi, upotrebljeni u izveštaju, nedvosmisleni (tj. ako je upotrebljen neki „casg flow”, je li definisan tako da čitalac može uzeti takav podatak i napraviti obračun i dobiti tačno isti broj?)

● Da li su kriterijumi i procedure za odabiranje komparativnih preduzeća jasno postavljene?

Zbir podataka sa kojima se prave uporedbe

Kriterijumi za odabiranje odgovarajućih podataka iz tog zbira

Izvori i postupci koji su upotrebljeni, jasno napisani

● Da li su postupci za provođenje zadataka jasno opisani, tako da čitalac može preduzeti sve korake u obračunavanju sa podacima i metodima koji su prezentirani i doći do istih rezultata i odgovara?

● Da li je obrazloženje jasno i uverljivo prezentirano?

Obrazloženje za selekciju komparativnih podataka

Obrazloženje za izbor metodologije (ili odbacivanje određene metodologije u izvesnim slučajevima)

Obrazloženje za selekciju diskontnih stopa, stopa kapitalizacije i umnoženih vrednosti

Obrazloženje za pristupe proceni radi donošenja zaključka

● Je li izveštaj iznutra (po konstituciji) konzistentan, celovit?

Da li podaci za komparativna preduzeća i za predmetno preduzeće pokrivaju isti vremenski period?

Da li su podaci za sva komparativna preduzeća (sa predmetnim) prezentirana ili usklađivana na konzistentnoj osnovi?

Da li istraživanja i analiza potpuno podležu kriterijumima prihvaćenim u izveštaju? (Da li izveštaj zaista pruža onoliko koliko se kaže da pruža ili koliko bi trebalo da pruža?)

● Da li postoje ili ne postoje podaci da su transakcije vršene u prošlosti, a ako postoje, da li su one indikativne za vrednost predmeta ove procene?

● Da li mišljenje procenjivača o kvantifikacijama počiva na bitnim njegovim kvalifikacijama za određeni zadatak?

Obrazovanje

Tehničko iskustvo

Stručne oznake

Stručne organizacije, članstvo i aktivnosti

Vrsta ili oblast i godine iskustva

Iskustvo u ekspertizama

● Ocene stručnog karaktera izveštaja

Da li su analiza i zaključak podudarni sa predmetom i zadatkom procene i standardima vrednosti, uključujući ustavne, zakonske i druge pravne zahteve?

Da li je zaključak podudaran sa prikazanim analizom ekonomije i industrije?

Da li je procenjivač određivao i koristio najbolje postojeće firme za komparaciju?

Da li su izvršena odgovarajuća usklađenja finansijskog izveštaja i za predmetno i za komparativna preduzeća?

Je li zaključak podudaran sa implikacijama analize finansijskog izveštaja?

Da li je primena svake diskontne stope, stope kapitalizacije i umnožene vrednosti adekvatno i uverljivo dokumentovana?

Da li su navedeni svi relevantni faktori?

Da li procena i tretman odabranih faktora odgovara značaju koji oni imaju za procensku namenu i postojeće uslove?

Da li primenjeni pristupi odgovaraju ciljevima procene i uslovima preduzeća?

Da li postupci sa podacima i obrazloženja vode logično i uverljivo do postavljenog zaključka?

Da li je zaključak realan u osvetljenju svih činjenica i okolnosti?”.

LITERATURA

A) Knjige

- Babić dr Šimun, *Uvod u ekonomiku preduzeća*, „Školska knjiga“, Zagreb, 1967.
- Babić dr Manojlo, *Osnovi organizacije*, „Svjetlost“, Sarajevo, 1980.
- Balog dr Nikola, Blagojević dr Borislav, *Ujedinjavanje i ulaganje domaćih i stranih sredstava u radne organizacije*, „Savremena administracija“, Beograd, 1967.
- Bandin dr Tomislav, *Struktura, finansiranje i ekonomsko-finansijski odnosi u organizacijama udruženog rada*, „Savremena administracija“, Beograd, 1975.
- Barngol'c B. S., *Oborotnye sredstava promyslennosti SSSR*, Moskva, 1965.
- Barvard Jaeques, *L'evaluation des enterprises*, Donod, Paris, 1976
- Bellinger Bernhard und Vahl Günter, *Unternehmensbewertung in Theorie und Praxi*, Gabler, Wiesbaden, 1984.
- Buchner dr Robert, *Grundzüge der Finanzanalyse*, Franz Vahlen, München, 1981.
- Busch W., *Taxationslehre für Landwirtschaft und Gartenban*, Paul Parey, Hamburg und Berlin, 1969.
- Crnković dr Rudolf, red., *Financijska funkcija u organizaciji udruženog rada*, „Informator“, Zagreb, 1980.
- Crnković dr Rudolf, red., *Politika likvidnosti poduzeća*, „Informator“, Zagreb, 1973.
- Crnković dr Rudi, *Denar in kredit v organizaciji združenega dela*, prva i druga knjiga, „Obzorja“, Maribor, 1976, 1977.
- Crnković dr Rudi, *Finančni trg*, „Obzorja“, Maribor, 1978.
- Čolanović Branko, *Inflacija*, „Politika“, Beograd, 1980.
- Ćirović dr Milutin, *Monetarno-kreditni sistem*, „Savremena administracija“, Beograd, 1976.
- Defrančeski dr Bojan, *Finansijsko poslovanje organizacija udruženog rada*, „Savremena administracija“, Beograd, 1979.
- Depallens G., *Gestion Financiere de l' enterprise*, Paris, 1963.
- Dušanić mr Jovan i Zec mr Miodrag, *Sistem akumulacije jugoslovenske privrede*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1981.
- Dvornik dr Ivo, *Novac i novčana politika*, „Liburnija“, Rijeka i „Školska knjiga“, Zagreb, 1980.
- Galbraith Kenneth John, *Novac*, „Stvarnost“, Zagreb, 1979.
- Golijanin dr Milan, *Monetarni sistem i monetarno-kreditna politika Jugoslavije*, „Poduzeće-banka“, Zagreb, 1979.
- Grupa autora, *Ekonomski leksikon*, „Savremena administracija“, Beograd, 1975.

- Grupa autora, *Emisija hartija od vrednosti u funkciji razvoja*, „Ekonomski institut“, Beograd, 1989.
- Grupa autora, *Leksikon računovodstva i poslovnih finansija*, SRFR Srbije, 1983.
- Grupa autora, *Monetarno-kreditni sistem*, Konzorcij ekonomskih instituta za makroprojekt, „Privredni sistem SFRJ“ IV knjiga, „Informator“, Zagreb, 1978.
- Grupa autora, *Svojinsko prestrukturiranje i tržište kapitala*, „Jugoslovenski zavod za produktivnost rada“, Beograd, 1990.
- Grupa autora, *Tržište novca i tržište kapitala u Jugoslaviji*, „Udruženje banaka Jugoslavije“, Beograd, 1990.
- Grupa autora, *Veliki finansijski priručnik I i II*, „Privredni pregled“, Beograd, 1975.
- Grupa autora, *Zajednička ulaganja u Jugoslaviji*, „Udruženje publicista“, Beograd, 1979.
- Grupa autora, *Restruktuiranje i privatizacija društvenih poduzeća*, Progres, Zagreb, 1990.
- Hagest K., *Selbstfinanzierung des Betriebes*, C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart, 1952.
- Hax Herbert und Franke Güter, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, Springer, Berlin, 1990.
- Heinen prof. dr Edmund, *Handelsbilanzen*, Gabler, Wiesbaden, 1982.
- Hanžeković prof. dr Marijan, *Vrijednosni papiri i njihovo tržište*, „Institut za javne financije“, Zagreb, 1990.
- Ilić dr Gavriilo, *Dugoročna ulaganja i izbor izvora finansiranja u OUR*, „Savremena administracija“, Beograd, 1979.
- Janberg dr Hans, *Finanzierungs - Handbuch*, Verlag Dr Th. Gabler, Wiesbaden, 1964.
- Jovanović dr Milo, *Priroda i karakteristike likvidnosti jugoslovenske privrede*, „Poduzeće-banka“, Zagreb, 1975.
- Jović dr Srbojlob, *Analiza inflacije u Jugoslaviji*, Tanjug, Beograd, 1976.
- Jović dr Srbojlob, *Bankarstvo*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1990.
- Jurković dr Pero, red., *Poslovne financije*, „Narodne novine“, Zagreb, 1980.
- Katunarić dr Ante, *Banka - Principi i praksa bankovnog poslovanja*, „Poduzeće - banka“, Zagreb, 1977.
- Knežević dr Pavle, *Amortizacija kao faktor troškova, cijena i reprodukcije*, „Informator“, Zagreb, 1969.
- Knjazev I. G., *Finansoviy plan predpriyatija i kontrol' za ego ispolneniem*, Moskva, 1973.
- Krasulja dr Dragan, *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1980.
- Komazec dr Slobodan, *Novac, kredit i kamata u samoupravnom socijalizmu*, „Štampa“, Šibenik, 1975.
- Korošec dr Marjan, *Antiinflaciona politika*, Ekonomski institut, Zagreb, 1980.
- Kovačević dr Mihajlo i Momirović mr Mitar, *Finansijska situacija osnovnih organizacija udruženog rada*, „Deltapres“, Beograd, 1976.
- Kolotnik dr Franc, *Koliko vrijedi poduzeće*, Savez računovodstvenih i finansijskih radnika, Zagreb, 1991.
- Krasulja dr Dragan, *Finansijska efikasnost i finansiranje investicija*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1977.

- Kralj dr Janko i Repovž dr Leon, *Finančno upravljanje v organizaciji združenega dela*, „Gospodarski vestnik“, Ljubljana, 1980.
- Kralj dr Janko, *Poslovna politika*, „Informator“, Zagreb, 1972.
- Kresojević dr Aleksandar, *Dugoročna finansijska ravnoteža organizacija udruženog rada pri stabilnoj i nestabilnoj novčanoj jedinici*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1987.
- Löppfelholz dr Josef, *Repetitorium der Betriebswirtschaftslehre*, Verlag dr Th. Gabler, Wiesbaden, 1971.
- Lipfert Helmut, *Optimale Unternehmensfinanzierung*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main, 1969.
- Mrkušić dr Žarko, *Novčano tržište*, „OECONOMICA“, Beograd, 1973.
- Novak dr Mijo, *Organizacija poduzeća u socijalizmu*, „Informator“, Zagreb, 1969.
- Olfert Klaus, *Finanzierung*, Fridrich Kiehl Verlag, Ludwigshafen (Rhein), 1974.
- Pavićević dr Božidar, *Ugovori o lizingu, franšizingu, faktoringu i forfertingu*, Agencija „Intellect“, Beograd, 1990.
- Perišin dr Ivo, *Monetarno-kreditna politika*, „Informator“, Zagreb, 1975.
- Perišin dr Ivo, *Novac, kredit i bankarstvo u sistemu samoupravljanja*, „Informator“, Zagreb, 1975.
- Perišin dr Ivo, red., *Finansijski leksikon*, „Informator“, Zagreb, 1967.
- Poznanić dr Vladimir i Cvetković mr Milivoje, *Procena vrednosti preduzeća*, Savez računovodstvenih i finansijskih radnika, Beograd, 1991.
- Pratt Shannon, P., *Valuing a business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Second Edition, Dow Jones - Irwin - Homewood Illinois, 1988.
- Ranković dr Jovan, *Upravljanje finansijama organizacija*, Zavod za savremenu organizaciju poslovanja, Beograd, 1975.
- Ranković dr Jovan, *Finansiranje i finansijska analiza preduzeća*, I i II deo, Ekonomski fakultet, Beograd, 1971.
- Ranković dr Jovan, *Knjigovodstvo deoničarskih društava*, Privredni pregled, Beograd, 1992.
- Ristić dr Života, *Tržište kapitala*, „Privredni pregled“, Beograd, 1990.
- Ristić dr Života, *Tržište novca*, „Privredni pregled“, Beograd, 1990.
- Rodić dr Jovan, *Računovodstvene informacije - metodologija i standardizacija*, „Informator“, Zagreb, 1980.
- Rodić dr Jovan, *Problemi likvidnosti jugoslovenske privrede*, „Privredni pregled“, Beograd, 1972.
- Rodić dr Jovan, *Finansijska analiza organizacija udruženog rada*, „Savremena administracija“, Beograd, 1983.
- Rodić dr Jovan, *Revalorizacija zaliha*, SRFR, Beograd, 1985.
- Rodić dr Jovan, *Revalorizacija sredstava*, SRFR Srbije, Beograd, 1987.
- Rodić dr Jovan, *Teorija i analiza bilansa*, „Ekonomika“, Novi Beograd, 1990.
- Rodić dr Jovan, *Teorija i analiza bilansa, drugo izdanje*, „Ekonomika“, Novi Beograd, 1991.

- Rodić dr Jovan, Marković dr Ivan, *Poslovne finansije*, „Savremena administracija“, Beograd, 1982.
- Rodić dr Jovan, Marković dr Ivan, *Poslovne finansije sa programom finansijske konsolidacije*, „Savremena administracija“, Beograd, 1986.
- Stevanović dr Nikola, *Održavanje realne supstance preduzeća u inflatornoj ekonomiji*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1975.
- Sause G. George, *Novac, bankarstvo i ekonomska aktivnost*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1972.
- Simović mr Miloš, *Finansijsko poslovanje OOUR-a i banaka*, „Privredni pregled“, Beograd, 1972.
- Schmalenbach, *Finanzierung*, G. A. Gloeckner, Lajpcig, 1937.
- Seibel J. J., *Finanz - Management*, Verlag Moderne Industrie, München, 1970.
- Seibel J. Johannes, Sterner Siegfried, *Unternehmensfinanzierung im schwierige Zeit*, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 1983.
- Tepšić dr Radivoj, (red.), *Poslovne financije*, „Informator“, Zagreb, 1974.
- Tepšić dr Radivoj, *Obrtna sredstva*, „Informator“, Zagreb, 1974.
- Tepšić dr Radivoj, Turk dr Ivan, Petrović dr Marko, *Rječnik računovodstva i financija*, „Informator“, Zagreb, 1984.
- Turk dr Ivan, Tepšić dr Radivoj, Petrović dr Marko, *Računovodstvena funkcija*, „Informator“, Zagreb, 1980.
- Turk dr Ivan, *Računovodstvene informacije kao podloga za donošenje poslovnih odluka*, „Informator“, Zagreb, 1971.
- Trifunović dr Predrag, *Banke - organizacija, poslovanje i politika*, „Službeni list SFRJ“, Beograd, 1980.
- Vitez dr Ivan, red., *Finansijsko poslovanje*, „Informator“, Zagreb, 1971.
- Vormbaum Herbert, *Die Finanzierung der Betrieb*, Gabler, Verlag, Wiesbaden, 1964.
- Voss H., *Finanzstruktur und Liquidität*, Düsseldorf, 1966.
- Vukić dr Stanoje, red., *Finansijsko upravljanje u organizacijama udruženog rada*, „Književne novine“, Beograd, 1975.
- Vukić dr Stanoje, red., *Finansijsko upravljanje u organizacijama udruženog rada*, „Književne novine“, Beograd, 1979.
- Vučković dr Miloš, *Bankarstvo*, „Naučna knjiga“, Beograd, 1960.
- Witte E., *Die Liquiditätspolitik der Unternehmung*, Tübingen, 1963.
- Zapp prof. dr Kenneth, *Privatizacija jugoslovenskih preduzeća*, Ekonomski institut, Beograd, 1991.
- Zapp prof. dr Kenneth, *Tehnika procenjivanja poduzeća*, Business School, Zagreb, 1990.
- Zeremski dr Vojislav, *Upravljanje finansijskim sistemom u udruženom radu*, „Književne novine“, Beograd, 1980.

B) Zbornici simpozijских referata

1. Saveza računovodstvenih i finansijskih radnika Srbije
2. Saveza računovodstvenih i finansijskih radnika Hrvatske
3. Saveza računovodstvenih i finansijskih radnika Bosne i Hercegovine

C) Časopisi

1. „Knjigovodstvo“, Beograd
2. „Računovodstvo i financije“, Zagreb
3. „Jugoslovensko bankarstvo“, Beograd
4. „Poduzeće - banka“, Zagreb
5. „Poslovna politika“, Beograd
6. „Ekonomika preduzeća“, Beograd

Predmetni registar

A

Acid-test, 70, 74
Akumulacija, 69, 81, 107, 138, 148, 151, 187, 200, 201, 217, 218, 219, 220, 221, 224, 227, 230, 231, 232, 233, 234, 235, 258, 262, 273, 274, 287, 308, 323, 324, 339, 345, 352
maksimalna, 181, 182, 183, 187
minimalna, 181, 183, 187, 198
Akumulirana štednja, 106
Akumulirani neto dobitak, 24, 43, 45, 46, 54, 59, 61, 63, 66, 68, 107, 108, 110, 111, 114, 115, 147, 148, 151, 152, 256, 310, 311, 312, 313, 314, 315, 316, 352
Amortizacija, 21, 22, 23, 25, 36, 48, 53, 54, 60, 61, 64, 70, 122, 123, 132, 145, 146, 147, 148, 151, 157, 169, 170, 179, 189, 191, 194, 196, 199, 209, 218, 219, 220, 224, 230, 231, 232, 233, 235, 244, 245, 246, 247, 252, 258, 266, 270, 277, 310, 311, 314, 321, 322, 327, 335, 336, 339, 414, 415, 417, 418, 419, 420
Analiza finansijskog položaja, 30, 35, 319, 331, 341, 387, 430, 432, 434, 437
Analiza finansijskog rezultata, 30, 35, 234, 319, 323, 387, 437
Analiza kreditne sposobnosti, 248, 249, 250, 293, 294
Aukcija (licitacija), 91, 103, 104, 105, 113, 133, 133, 142
Autorizovanje obveznica, 113, 114, 120

B

Bankers-ratio, 70
Berza
Berza devizna, 144
Berza efekata, 106, 113, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 141, 142, 143, 144, 284, 345
Berza engleskog tipa, 130
Francuski tip berze, 130
Pariska berza, 130
Londonska berza, 130
Njujorška berza, 116, 130

Mešoviti tip berze, 130
Berzanske špekulacije, 135, 141
Berzanski poslovi, 131, 135, 136, 144
Broker, 82, 84, 85, 91, 127, 130, 133
Beta faktor, 402, 403
Bilans na dan procene, 384, 391
Bilans reproduktivne vrednosti, 398

C

Cena
Cena deonica, 28
Cena depozitnog sertifikata, 85
Cena dugova, 27
Cena izvora finansiranja, 45, 89
Cena kapitala, 20, 58, 399
Cena kredita, 163
Cena na dan dospeća, 87, 91, 92
Cena na dan prodaje, 87
Cena novca, 20
Cena materijalnih sredstava na dan procene, 395
Cena ponude, 100
Donja granična cena, 98, 99
Gornja granična cena, 98, 99
Likvidaciona cena, 36, 351
Paritet (globalni) prodajnih i nabavnih cena, 190, 196, 197, 198, 199, 321, 324, 329, 330
Tržišna cena, 36, 89, 123, 154
Cesija, 27, 59, 60, 166, 167, 168
Current-ratio, 70, 76

D

Dan procene, 372, 374, 375, 380, 383, 384, 393, 394, 395, 396, 405, 407, 413, 414
puna obaveštenost, 375
Dekonjunktura, 17, 18, 53, 60, 196
Depozit
Depozit po viđenju (avista), 26, 63, 64, 73, 74, 75, 79, 81, 82, 88, 109, 112, 126, 164, 260, 261, 297
Oročeni depozit, 74, 75, 85, 86, 100, 109, 164, 260
Depozit sa otkaznim rokom, 28, 308, 309

Devizno tržište, 144
 Diler, 82, 84, 85, 91, 103, 104, 128, 131, 133, 145
 Diskont, 27, 83, 86, 87, 89, 90, 91, 92, 93, 105, 116,
 121, 122, 123, 150, 164, 165, 166, 223, 225,
 228, 229, 230, 290, 291, 299, 301, 303, 364
 Dividenda, 18, 20, 43, 45, 49, 51, 114, 115, 116,
 117, 118, 119, 130, 148, 151, 152, 166, 178,
 187, 247, 255, 312, 313, 315, 316, 317, 345
 Dobitak
 Bruto dobitak, 21, 24, 43, 54, 58, 108, 118, 119,
 152, 193, 195, 258, 259, 262, 265, 311, 315,
 317, 323, 326, 327, 349, 350, 351
 Bruto finansijski dobitak, 174, 175, 176, 193,
 196, 197, 198, 199
 Emisioni dobitak, 114, 130, 150
 Kapitalni dobitak, 114, 151
 Neto dobitak, 20, 21, 22, 23, 25, 26, 28, 43, 45,
 46, 51, 52, 53, 58, 59, 63, 70, 107, 115, 117,
 118, 119, 120, 127, 138, 139, 148, 152, 153,
 154, 155, 156, 157, 158, 173, 179, 180, 181,
 187, 189, 190, 194, 195, 196, 198, 199, 206,
 237, 240, 248, 250, 251, 253, 255, 256, 257,
 258, 265, 267, 268, 273, 302, 303, 310, 311,
 312, 313, 314, 315, 316, 317, 323, 344, 348, 352
 Poslovni dobitak, 21, 23, 50, 58, 60, 61, 78, 124,
 174, 175, 189, 190, 193, 199
 Donja (minimalna) cena preduzeća, 372
 Dow-Jonesov indeks, 134
 Dugoročna rezervisanja, 36, 55, 66, 147, 148, 151,
 152, 244, 245, 256, 257, 332, 333, 398

E

Efekti revalorizacije
 Efekti nadoknađeni iz ukupnog prihoda, 147,
 148, 149, 151
 Negativni efekti, 46, 49, 147, 149
 Pozitivni efekti, 46, 60
 Eskontna stopa centralne banke, 82, 102
 Eskontna vrednost, 90
 Eskontni trošak, 90

F

Faktoring, 27, 166, 167, 168
 Fiducijarna svojina, 162
 Fiksni posao, 136
 Finansijska analiza, 30, 31, 34, 35, 36, 39, 40, 42,
 46, 57, 248, 271, 331, 346, 347, 348, 387
 Finansijska načela
 Načelo finansijske elastičnosti, 46, 54
 Načelo finansijske pažnje, 29, 36, 145, 156
 Načelo finansijske stabilnosti, 46, 47, 50, 53, 74,

77, 236
 Načelo finansiranja u skladu s rizikom, 46, 53,
 60
 Načelo impariteta, 36
 Načelo kontinuiteta, 148
 Načelo likvidnosti, 46, 52, 79
 Načelo najniže vrednosti, 36
 Načelo najviše vrednosti, 36
 Načelo nezavisnosti, 46, 55
 Načelo niže vrednosti, 327
 Načelo optimalnog aktivizacionog dejstva slike
 finansiranja, 46, 56
 Načelo rentabilnosti, 46, 50, 79
 Finansijska snaga, 44, 45, 46, 50, 173, 222, 239,
 240, 243, 244, 247, 248, 256, 268, 275, 278,
 285, 286, 287, 290, 292
 Finansijska strategija, 19, 26, 77, 165, 214, 236,
 237, 239, 240, 247, 248, 255, 256, 259, 268,
 269, 273, 276, 277, 278, 282, 283, 284, 285,
 294, 296, 297, 298, 299, 302, 303, 310, 313, 360
 Finansijski rezultat
 Bruto finansijski rezultat, 175, 176, 193, 194,
 196
 Finansijski rezultat iz finansiranja, 48, 111, 206,
 221, 229, 234, 235, 324, 339
 Finansijski rezultat iz redovnih prihoda, 277, 324
 Finansijski rezultat iz redovnog poslovanja, 324
 Finansijski rezultat iz vanrednog prihoda, 324
 Negativni finansijski rezultat, 53
 Neto finansijski rezultat, 21, 148, 176, 250
 Neutralni finansijski rezultat, 174, 196, 258, 326
 Poslovni rezultat, 21, 53, 175, 189, 194, 325
 Ukupni finansijski rezultat, 327, 336
 Finansijska pravila
 Horizontalna pravila finansiranja, 57, 63, 204
 Vertikalna pravila finansiranja, 57, 58, 170, 204
 Zlatna bilansna pravila, 64, 65
 Zlatno bankarsko pravilo, 63
 Finansijska taktika, 17, 18, 26, 33, 63, 77, 85, 98,
 114, 165, 236, 237, 239, 240, 247, 248, 255,
 256, 259, 268, 269, 273, 276, 277, 278, 282,
 283, 284, 285, 294, 296, 297, 298, 299, 302,
 303, 310, 313, 360
 Finansijsko informisanje, 31, 34, 36
 Finansijsko upravljanje, 17, 18, 26, 31, 37, 43, 45,
 55, 59, 63, 173, 191, 193, 312, 326, 331, 339,
 352, 353, 354, 356, 357, 363, 364, 365, 368, 369
 Forfeting, 27, 167, 168
 Franšizing, 170, 171
 Funkcije
 Finansijska funkcija, 17, 18, 19, 24, 25, 26, 27,
 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40,
 41, 156, 286, 299, 364
 Nabavna funkcija, 32, 363

Proizvodna funkcija, 32, 33, 286, 363, 364
Prodajna funkcija, 27, 32, 3, 44, 286

Finansijska ravnoteža

Dugoročna finansijska ravnoteža, 30, 47, 56, 77, 124, 156, 170, 176, 180, 181, 205, 206, 236, 244, 245, 248, 256, 257, 258, 268, 274, 303, 310, 314, 332, 333, 334, 335, 339, 344, 345, 346, 347, 356, 368, 369
Kratkoročna finansijska ravnoteža, 30, 56, 77, 294, 319, 331, 332, 333, 346, 347, 369

G

Goodwill, 378, 379, 380, 424, 425, 426, 427, 428
Gornja (maksimalna) cena preduzeća, 372
Gubitak, 20, 23, 36, 53, 54, 59, 61, 65, 72, 119, 131, 138, 140, 149, 151, 152, 157, 158, 179, 180, 196, 200, 217, 246, 247, 316, 323, 324, 327, 328, 329, 330, 331, 335, 337, 341, 342, 348
Gubitak iz ranijih godina, 118
Gubitak supstance, 246
Inflatorni gubitak, 18, 24, 29, 78, 110, 135, 138, 248, 254, 255, 266, 267, 284, 285, 295, 296, 308, 309, 356
Ostvareni gubitak, 53, 114, 328
Otvoreni gubitak, 31, 341, 342
Poslovni gubitak, 189
Skriveni gubitak, 146, 341, 342

H

Handleri, 133

Hartije od vrednosti

Bankarski akcept, 84, 89, 90, 91
Blagajnički zapis centralne banke, 84, 86, 87
Blagajnički zapis poslovne banke, 84, 86, 283, 296
Depozitni certifikat, 84, 85, 86
Komercijalni zapis, 84, 87, 88, 89, 283
Deonice obične, 17, 19, 20, 22, 24, 27, 28, 30, 37, 43, 45, 47, 48, 54, 55, 56, 65, 68, 70, 72, 111, 112, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 124, 125, 126, 127, 129, 130, 134, 135, 139, 140, 141, 142, 143, 148, 150, 151, 152, 171, 187, 236, 247, 248, 251, 255, 256, 258, 310, 311, 312, 313, 314, 315, 316, 344, 348, 351
Deljene deonice, 115, 116, 150
Dividendne deonice, 115, 116, 150, 151, 315, 316
Konvertibilne deonice, 118
Deonice mladice, 130
Preferencijalne deonice prioritetne, 20, 115, 116, 117, 118, 119, 148, 151, 152, 187, 211, 236, 251, 256, 257, 312, 313, 315, 345
Privremene deonice, 115
Užitničke deonice, 115, 119, 120, 150

Obveznice, 26, 28, 30, 34, 37, 54, 55, 66, 91, 92, 93, 96, 102, 119, 120, 121, 122, 123, 125, 129, 132, 140, 141, 143, 148, 150, 151, 152, 165, 211, 248, 250, 251, 252, 255, 256, 257, 315

Dohodne obveznice, 124

Državne obveznice, 84, 87, 91, 92, 102

Dugoročne obveznice, 120, 121, 122, 123, 124

Konvertibilne obveznice, 124

Kuponske obveznice, 124

Neiskupljive obveznice (irredeemable bonds), 125

Neiskupljive dugovnice (irredeemable debentures), 125

Neobezbedene obveznice, 124

Obezbedene obveznice, 124

Participirajuće obveznice, 124

Registarske obveznice, 124

Obveznice s pravom povlačenja, 124

Rights, 125, 126

Trasirana menica, 84, 89, 90, 91

Warrants, 125

Holding kompanija (preduzeće), 39, 95, 126, 127, 139, 316, 317

I

Indiferentnost finansiranja, 200

Inflacija, 17, 24, 27, 46, 48, 49, 50, 52, 53, 54, 55, 60, 61, 62, 69, 76, 78, 79, 82, 94, 103, 110, 138, 154, 157, 163, 164, 169, 214, 222, 239, 240, 242, 243, 246, 248, 249, 251, 254, 255, 256, 262, 263, 264, 265, 266, 267, 268, 273, 277, 282, 283, 284, 285, 286, 294, 295, 296, 298, 299, 301, 302, 306, 307, 308, 309, 321, 322, 328, 330, 335, 336, 337, 338, 339, 346, 353, 356, 357, 368

Inflatorni dobitak, 18

Interna stopa rentabilnosti (prinos), 228, 229, 230

Investicioni projekt, 19, 215, 218, 220, 221, 222, 225, 226, 228, 229, 230, 233, 234, 235, 236

Investicioni trust, 112, 126, 127, 140

Iskorišćenje kapaciteta, 268, 269, 275, 285, 292, 327, 328, 329, 350

Izbegavanje dvostrukog oporezivanja, 158

K

Kamatna stopa

Fiksna kamatna stopa, 20, 27, 60, 235, 251

Konformna kamatna stopa, 86, 163, 164, 264, 297, 298

Nominalna kamatna stopa, 43, 50, 53, 58, 81, 82, 84, 85, 87, 91, 92, 97, 123, 163, 164, 165, 260, 261, 297

- Prosečna kamatna stopa, 58
 Ravnotežna kamatna stopa, 82
 Realna kamatna stopa, 298
 Realno negativna kamatna stopa, 49, 55, 61, 78, 163, 164
 Realno pozitivna kamatna stopa, 27, 60, 61, 86, 87, 163, 164, 255, 285
 Relativna kamatna stopa, 163, 164, 165, 260, 263, 264, 297, 301, 360, 362
 Stvarna kamatna stopa, 49, 88, 89, 92, 98, 118, 121, 122, 163, 164, 165, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 273, 282, 283, 298, 307
 Ugovorena kamatna stopa, 55, 163, 220, 315
 Varijabilna kamatna stopa, 60
 Zatezna kamatna stopa, 302
- Kapital**
- Deoničarski kapital, 28, 63, 111, 114, 116, 117, 119, 125, 139, 150, 151, 152, 255, 256, 313, 314, 315, 316, 345
 Društveni kapital, 116, 117, 118, 119, 151, 152, 313
 Inokosni kapital, 39, 116, 151, 152, 188, 256
 Nenominirani kapital, 116, 117, 256
 Nominirani kapital, 117, 256
 Pozajmljeni kapital, 43, 47, 48, 49, 51, 52, 54, 57, 58, 59, 60, 76, 78, 108, 189, 193, 194, 195, 217, 256, 257, 258, 261, 310, 339
 Rezervni kapital, 55, 62, 63, 116, 148, 151, 52, 313
 Sopstveni kapital, 18, 20, 22, 23, 24, 46, 47, 48, 49, 50, 52, 53, 54, 55, 58, 59, 60, 61, 62, 66, 78, 107, 108, 112, 114, 117, 127, 141, 150, 154, 179, 188, 189, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 206, 217, 236, 244, 249, 256, 257, 267, 268, 328, 332, 335, 336, 337, 338, 347, 351, 352
 Ulog trećih lica, 19, 55, 150, 152, 153, 154, 155, 165, 178, 187, 211, 220, 236, 256, 257, 259, 260, 261, 296, 307
- Kapitalni dobitak, 17, 114, 152
 Kasa-skonto, 27, 72, 75, 165, 211, 286, 290, 291, 295, 296, 299, 301, 356, 361, 362, 364, 369
- Knjigovodstvena vrednost, 375, 377**
- korigovana, 378, 388
 neto aktiva, 377
 supstance, 391
 aktive, 392
 pasive, 392
 sopstvenog kapitala, 387, 392, 426
 supstance, 388, 391, 392
- Kotacija hartija od vrednosti na dan procene, 395
 Klirinška kuća, 134, 135
- Koeficijent likvidnosti**
- Koeficijent buduće likvidnosti, 74, 75
 Koeficijent optimalne likvidnosti, 74, 75
- Koeficijent tekuće likvidnosti, 73, 76
 Koeficijent trenutne likvidnosti, 73
 Koeficijent ubrzane likvidnosti, 73, 74
- Koeficijent obrta, 289, 291, 293, 301, 326, 330, 331, 367
 Koeficijent obrta novčane mase, 81
 Koeficijent učešća poslovnog fonda u nominiranom kapitalu, 117
 Koeficijent finansijske stabilnosti, 52, 74, 138
 Koeficijent opšte stabilnosti, 70
 Konjunktura, 18, 134, 199
 Konverzija, 59, 60, 119, 124, 150, 181, 256, 342, 344, 347
 Kotacija, 96, 133, 142, 143, 144, 258
 Kriterijumi za procenu vrednosti preduzeća, 380
- Kredit**
- Akceptni kredit, 161
 Avalni kredit, 162
 Domaći kredit, 159
 Dugoročni kredit, 27, 59, 60, 124, 159, 162, 163, 181, 188, 215, 234, 250, 252, 253, 256, 263, 347
 Finansijski kredit, 159, 283, 297, 299
 Hipotekarni kredit, 162
 Inostrani kredit, 159
 Investicioni kredit, 159, 162
 Kontokorentni kredit, 159
 Kratkoročni kredit, 19, 25, 26, 27, 37, 39, 59, 60, 64, 68, 74, 81, 82, 83, 102, 103, 159, 160, 162, 167, 177, 178, 179, 180, 187, 296, 298, 317, 344
 Kredit za obrtna sredstva, 159
 Kreditna linija, 160
 Lombardni kredit, 160
 Nepokriveni kredit, 159
 Pokriveni kredit, 159
 Potrošački kredit, 159
 Proizvođački kredit, 159
 Rambursni kredit, 161
 Robni kredit, 27, 48, 65, 159, 251, 295
 Vinkulacioni kredit, 162
- Kreditna sposobnost (bonitet), 22, 54, 55, 83, 250, 251, 284, 311
 Kursna lista, 98, 100, 102, 131, 134, 142, 143, 144, 145
 Kupovina preduzeća, 371, 372, 379, 382, 399, 400, 427, 428
- L**
- Latentne rezerve, 30, 36, 145, 146, 147, 154, 156
 Leveridž
 Finansijski leveridž, 193, 194, 195, 196, 199, 200, 201, 221, 229, 234, 350

Poslovni leveridž, 189, 196, 197, 198, 199, 350
 Složeni leveridž, 196, 198, 199, 200
 Likvidacija, 31, 56, 63, 117, 118, 135, 142, 216, 217, 312, 319, 351, 352
 Likvidaciona masa, 23, 31, 59, 63, 116, 117, 118, 120, 158, 312, 351, 352
 Likvidnost preduzeća, 22, 23, 24, 26, 30, 35, 44, 45, 46, 47, 62, 63, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 79, 81, 83, 86, 99, 102, 105, 108, 109, 130, 141, 156, 160, 162, 166, 173, 180, 181, 196, 200, 205, 206, 210, 211, 214, 215, 231, 232, 235, 236, 237, 240, 243, 244, 245
 Likvidnost sredstava, 47, 52, 53, 56, 57, 62, 63, 64, 68, 72, 73
 Limitiranje iznosa potraživanja, 294
 Lizing, 19, 20, 21, 37, 168, 169, 170, 181

M

Makler, 128, 133
 Marža pokrića, 174, 182, 183, 189, 190, 196, 197, 198, 240, 324, 325, 326, 328, 350
 Metode procene preduzeća, 381, 387, 436, 438
 Capital Asst Pricing Model (CAPM), 399, 401
 Dinamičke prinosne metode, 412
 Metoda kapitalizacija dobitka, 408
 Metoda kapitalizacije pri rastu dobitka, 411
 Metoda kapitalizacije stabilizovanog dobitka utvrđenog kombinacijom ostvarenog i očekivanog dobitka, 410
 Metoda kapitalizacije stabilizovanog dobitka utvrđenog na osnovu ostvarenog korigovanog dobitka, 409
 Metoda kapitalizacije stabilizovanog očekivanog dobitka, 410
 Štutgardska metoda, 421
 Knjigovodstvena metoda, 438
 Metoda korekcije ostvarenog dobitka, 405
 Metoda srednje vrednosti, 421
 Kvificiranje rezidualne vrednosti, 419
 Metoda ekstra dobitka, 422
 Metoda kapitalizacije, 412
 Metoda multiplikacije, 388, 408, 423
 Metoda premije relativnog rizika (Relative risk premium), 399
 Metoda procene supstance, 388
 Metoda srednje vrednosti, 421
 Određivanje cene kapitala, 399
 Ostali metodi, 388
 Premija relativnog rizika, 400
 Prinosne metode, 388, 399, 438
 Procena aktivnih vremenskih razgraničenja, 395
 Procena deviznih potraživanja, 395
 Procena dinarskih potraživanja, 395

Procena gotovine u stranoj valuti, 396
 Procena građevinskih objekata, 393
 Procena hartija od vrednosti, 395
 Procena investicione aktive, 388
 Procena kvantifikacije novčanog toka, 418
 Procena nematerijalnih ulaganja, 393
 Procena nivoa otpisa gubitka iz ranijih godina, 415
 Procena obaveza, 396
 Procena operativne aktive, 388
 Procena prihoda finansiranja, 414
 Procena prihoda od prodaje, 414
 Procena režijskih troškova, 414
 Procena reproduktivne vrednosti monetarne aktive, 395
 Procena reproduktivne vrednosti supstance, 392
 Procena tranzitornih pozicija pasive, 396
 Procena vanposlovne aktive, 388
 Procena varijabilnih materijalnih troškova, 414
 Procena vrednosti materijalnih sredstava u pripremi, 359
 Procena vrednosti neto aktive (sopstvenog kapitala), 421
 Procena vrednosti opreme, 393
 Procena vrednosti osnovnog stada, 394
 Procena vrednosti preduzeća na bazi sadašnje vrednosti očekivanog dobitka, 413
 Procena vrednosti višegodišnjih zasada, 394
 Procena vrednosti zaliha materijala, rezervnih delova, sitnog inventara i trgovačke robe, 395
 Procena vrednosti zaliha nezavršene proizvodnje i gotovih proizvoda, 395
 Procena vrednosti zemljišta, 393
 Projekcija amortizacije, 414
 Projekcija bruto plata, 414
 Projekcija troškova finansiranja, 414
 Reproductivna metoda, 438
 Statičke prinosne metode, 405
 Mešetar, 128, 129, 133, 134, 135

N

Nabavne cene na dan procene, 395
 Naknada za korišćenje uloga trećih lica, 158, 165, 166, 178, 187, 211, 236, 247, 251, 253, 254, 255, 259, 260, 261, 262
 Nalog za kupovinu, 143
 Nalog za prodaju, 143
 Narudžbina
 Optimalna veličina narudžbine, 269, 270, 271
 Momenat lansiranja narudžbine, 269, 270, 272, 281
 Neto aktiva, 377, 378, 379, 380, 391, 419, 420, 421, 422, 423

Neto novčani tok, 222, 418, 419, 420

Novac

Dnevni novac, 83

Terminski novac, 83

Novčana masa, 81, 82, 91, 102, 106

O

Obaveze

Dugoročne obaveze, 49, 66, 68, 77, 122, 179,

188, 244, 245, 265, 332, 333, 340, 342, 344

Obaveze iz komercijalnih odnosa, 239, 294,

295, 298, 299, 302

Kratkoročne obaveze, 78, 333

Održavanje realne vrednosti, 17, 30, 50, 82, 248,

249, 256, 265, 267, 268, 269, 331, 337, 338, 339

Ograničenja

Proizvodna ograničenja, 182, 190, 275, 352

Tržišna ograničenja, 32, 182, 190, 309, 325, 333, 351, 352

Očuvanje supstance, 240, 246, 247, 248, 254, 284,

286, 294, 302, 306, 307, 308, 309

Očekivana dividenda, 377

Optimistička varijanta ostvarenja dobitka, 410

Optimalna struktura proizvodnje, 182, 183

Optiranje za „još“, 136

Osiguranje, 29, 30, 155, 161, 165, 169, 189, 191,

268, 269, 270, 271, 273, 274, 278, 279, 287,

288, 294, 353, 356, 357, 360, 361, 363, 364,

365, 369

P

Pesimistička varijanta ostvarenja dobitka, 410

Preporuka postupaka koji finansijski eksperti treba da primenjuju prilikom procene vrednosti preduzeća, 382

Plan dugoročnih ulaganja, 35

Plan efekta dugoročnih ulaganja, 35

Plan priliva i odliva gotovine, 30, 35

Plan tokova gotovine, 30, 35, 206

Plan tokova poslovnih sredstava, 201

Plan tokova ukupnih sredstava, 30, 35

Plan izvora finansiranja dugoročnih ulaganja, 35

Planski bilans stanja, 19, 30, 35, 173, 176, 180, 187,

188, 201, 217, 219, 248, 352, 357, 369

Planski bilans uspeha, 22, 30, 32, 33, 35, 173, 174,

180, 182, 194, 196, 219, 249, 253, 262, 352, 365

Plasmani

Dugoročni plasmani, 22, 25, 27, 28, 30, 34, 47,

57, 65, 109, 110, 111, 138, 147, 148, 151, 159,

176, 179, 181, 188, 193, 205, 206, 209, 211,

215, 216, 217, 218, 220, 225, 230, 232, 233,

235, 239, 244, 247, 248, 250, 251, 252, 253,

254, 255, 258, 302, 303

Kratkoročni plasmani, 25, 27, 28, 30, 34, 68,

110, 177, 211, 283, 284, 285

Politika

Finansijska politika, 43, 44, 79

Politika bilansa, 33

Politika dividende, 313

Politika improvizovane likvidnosti, 79

Politika likvidnosti, 72, 78, 79

Politika ograničenog rizika, 78, 79

Politika pune sigurnosti, 78, 79

Politika punog pokrića obaveza, 79

Poreska politika, 106

Poslovna politika, 24, 44

Ponuda

Ponuda kapitala, 95, 105, 111, 113, 133, 143, 144

Ponuda kredita, 104

Ponuda novca, 18, 84, 97, 98, 100, 104, 105

Portfelj hartija od vrednosti, 30, 34, 38, 102, 103,

104, 108, 113, 126, 127

Premija, 20, 27, 114, 118, 121, 122, 123, 125, 130,

136, 150, 151, 152, 165, 274, 294

Premijski posao, 136

Primarno tržište, 129

Procenjena vrednost sopstvenog kapitala, 424

Projekcija bilansa, 419

Projekcija čistog novčanog toka, 420

Projekcija dobitka, 413

Projekcija bruto dobitka, 416

Projekcija neto novčanog toka, 417

Projekcija očekivanog dobitka, 408, 411

Produktna berza, 143

Proizvodni troškovi, 25

R

Računovodstvena stopa prinosa (rentabilnosti),

201, 232, 234, 235, 252, 254

Rashodi

Rashodi finansiranja, 53, 54, 61, 196, 199, 257,

261, 265, 268, 298, 299, 322, 326, 327, 337,

348, 349, 350

Neto rashodi finansiranja, 175, 176, 350

Varijabilni rashodi, 174, 175, 183, 190, 324,

325, 328, 330, 350

Rentabilnost investicija, 371

Repetiranje, 136

Report, 135

Reprodukcijna (nepotpuna) vrednost neto aktive (Teilreproduktionswert), 421

Reprodukcijska vrednost neto aktive (substanze-wert), 421
 Reprodiktivna puna vrednost neto aktive (Vollre-produktionswert), 421, 423
 Reprodiktivna vrednost, 378, 379, 394, 395
 Reprodiktivna vrednost aktive, 424
 Reprodiktivna vrednost dugoročnih obaveza, 399
 Reprodiktivna vrednost dugoročnih rezervisanja, 399
 Reprodiktivna vrednost kratkoročnih obaveza, 399
 Reprodiktivna vrednost materijalnih i nematerijal-nih ulaganja, 393
 Reprodiktivna vrednost obaveza, 396
 Reprodiktivna vrednost pasivnih vremenskih raz-graničenja, 399
 Reprodiktivna vrednost poslovne aktive, 399
 Reprodiktivna vrednost poslovne neto aktive, 399
 Reprodiktivna vrednost sopstvenog kapitala, 387, 388, 426
 Reprodiktivna vrednost supstance, 398
 Reprodiktivna vrednost tranzitorne pasive, 424
 Reprodiktivna vrednost zaliha, 395
 Reprodiktivna sposobnost, 50, 52, 141, 338, 339
 Reprogramiranje, 27, 181, 256, 342, 344
 Revalorizacija, 46, 48, 49, 50, 52, 116, 117, 147, 148, 149, 151, 157, 163, 209, 246, 247, 254, 255, 265, 267, 268, 285, 322, 338
 Revalorizacioni koeficijent, 246, 247, 254
 Rezervisanja, 36, 55, 66, 147, 148, 151, 152, 157, 180, 181, 205, 206, 209, 244, 245, 252, 256, 257, 273, 296, 302, 311, 316, 332, 333
 Rezidualna vrednost, 224, 225, 228, 229, 232, 233, 252, 311, 419
 Rizik
 Finansijski rizik, 17, 18, 21, 22, 24, 30, 33, 53, 58, 61, 107
 Nekomercijalni rizik, 18, 168
 Poslovni rizik, 18, 21, 23, 60, 61, 189
 Ukupni rizik, 21, 23, 61, 108
 Rok povraćaja, 93

S

Sadašnja vrednost, 86, 89, 116, 145, 146, 223, 225, 229, 230
 Samofinansiranje, 18, 110, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 152
 Sanacija, 18, 31, 36, 37, 109, 124, 319, 341, 346, 347, 348, 351, 352
 Sekundarno tržište, 129, 249, 258, 310, 311, 312, 315, 316
 Senzal, 128, 133

Skriveni oblici finansiranja, 18, 36, 55, 140, 145, 146, 147, 156, 311
 Spontani (autonomni) izvora finansiranja, 22, 23, 25, 26, 39, 68, 108, 165, 174, 176, 177, 180, 193, 194, 342, 343, 344, 352, 356
 Stabilizovani dobitak, 405
 Kombinacija korigovanog ostvarenog dobitka i očekivanog dobitka, 405
 Korekcije ostvarenog dobitka, 405
 Ponderisani prosek ostvarenog korigovanog do-bitka, 409
 Projekcije očekivanog dobitka, 405
 Stečaj, 56, 64, 43, 142, 319, 342, 345, 351
 Stelaža, 136
 Stopa
 Stopa bruto akumulacije, 200, 201, 232, 233, 234, 235, 273, 287
 Stopa prinosa na gotovinu, 307
 Stopa prinosa na sopstveni kapital, 194, 195, 198, 199, 200, 201, 220
 Stopa prinosa na ukupan kapital, 50, 51, 58, 60, 78, 195, 200, 201
 Struktura
 Struktura kapitala, 21, 23, 28, 50, 51, 57, 58, 59, 60, 117, 141, 170, 194, 195, 337
 Struktura pasive, 20, 249, 315, 344
 Struktura sredstava, 60, 72, 194, 199
 Struktura ukupnog prihoda, 30, 250, 320
 Supstitucija, 22, 48, 49, 50, 52, 68, 69, 70, 107, 189, 258, 265, 275, 310, 311, 339

Š

Špekulacija na kursovima, 135
 Špekulacija na prolongiranju, 135

T

Teorija procene vrednosti preduzeća, 371
 Tržište
 Tržište kapitala, 54, 94, 106, 112, 136, 137, 140, 142, 144, 163
 Tržište novca, 54, 81, 82, 84, 89, 91, 93, 94, 95, 96, 97, 100, 102, 104, 106
 Troškovi
 Troškovi finansiranja, 23, 27, 58, 61, 107, 117, 140
 Troškovi osiguranja, 29
 Proizvodni troškovi, 33, 36, 146
 Varijabilni troškovi, 21, 25, 36, 146, 182, 183, 190, 241, 270, 278, 287, 288, 291, 360, 361
 Ukupni troškovi, 23, 25

V

Verovatna varijanta ostvarenja dobitka, 410
Vladajuće cene na dan procene, 414
Vrednost aktive, 376
Vrednost budućih koristi, 372
Vrednost preduzeća, 371
Cilj procene, 384
 Globalna procena, 380
 Investiciona vrednost, 376
 Knjigovodstvena vrednost, 377
 Korigovana knjigovodstvena vrednost, 378
 Kurentnost proizvoda i usluga preduzeća čija se vrednost procenjuje, 386
 Likvidaciona vrednost, 372, 375, 377, 393, 394, 408
 Likvidaciona vrednost sopstvenog kapitala, 387
 Likvidaciona vrednost, donji limit, 381
 Objektivna vrednost, 371, 378
 Objektivna vrednost preduzeća, 372
 Ocena privrednih prilika, 385
 Poslovna vrednost (goodwill), 378
 Pravična cena, 378
 Prava tržišna vrednost, 375
 Prava ili tržišna vrednost, 375
 Primenljivi standard vrednosti, 384
 Reproduktivna vrednost, 378
 Saradnja procenjivača i predstavnika procenjiva-
 nog preduzeća, 384

Subjektivna vrednost, 378
Subjektivna vrednost preduzeća, 372
Tržište roba i usluga, 386
Unutrašnja vrednost, 376
Uvažavanje budućnosti, 380
Vrednost uspešnosti preduzeća, 377
Vremenski raspored poslova, 385
Vrednost sopstvenog kapitala, 371, 373, 380, 388, 399, 403, 405, 408, 412, 417, 423, 424, 425, 426, 427, 431

Z

Zaduženost, 248, 311, 312
Zalihe
 gvozdene, 303
 maksimalne, 269, 270, 272, 273
 maksimalne, 273
 minimalne, 270, 272, 273
 optimalne, 268, 269, 270, 272, 277, 279, 280, 282, 283, 303
 prosečne, 271
 rezervne, 270
 sezonske, 297, 303
 stalne, 239, 253, 270, 297, 298, 299, 304, 305, 314
 stvarne, 272, 273, 277
 ukupne, 271, 274, 275
Zatezna kamata, 294, 295, 296, 299, 300, 302, 306

Dr Jovan Rodić: **POSLOVNE FINANSIJE I PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA** • Tiraž: 2000 primeraka •
Drugo izdanje: maj 1993 • Lektura: Danica *Stefanović*, prof i Biljana *Šebek* • Korektura: Snežana *Askalievskaja*, Biljana *Šebek*
i Drago *Ješić* • Grafički urednik: Radmila *Grujičić* • Slog i prelom: Bogdan *Lukić*, inc. • Dizajn naslovne stranice: Radmila
Grujičić • Crteži i registri: Bogdan *Lukić* • Urednička saradnja: Biljana *Šebek* • Sekretar Redakcije: Katica *Pandurević* •
Izdavač: IP EKONOMIKA, jugoslovenski centar za izdavanje stručnih publikacija i časopisa, Novi Beograd, Lenjinov bulevar
125 • Za izdavača: Ljubiša *Abadić*, direktor • Štampa: Vojna štamparija, Beograd, General Ždanova 40 • YU ISBN
86-8113-058-5