

1. PREDMET IZUCAVANJA POSLOVNIH FINANSIJA

Poslovne finansije su relativno nova naučna disciplina. Pocele su da se razvijaju 1950-ih godina. Razvoju je znacajno doprineo razvoj trzista kapitala, akcionarskih drustava, finansijskih institucija....

Razlikujemo tradicionalni i savremen pristup finansijskom upravljanju:

1. **Tradicionalni pristup** se razvio posle prvog svetskog rata kada je doslo do naglog razvoja akcionarskih preduzeca. Bavi se problemima pribavljanja kapitala iz razlicitih izvora. Predmet interesovanja bila je pasiva preduzeca tj. pribavljanje kapitala. Odluke o ulaganju donosili su drugi, a finansijska funkcija se ogledala samo u sprovođenju tih odluka. Problemi pristupa su u tome sto problem finansija posmatra sa stanovista investicionih bankara, a ne sa stanovista donosioca odluka u preduzecu. Drugi problem je u tome sto zanemaruje druge oblike preduzeca (osim akcionarskih drustava) i akcenat stavlja na dugorocne finansije naspram kratkorocnih.

2. **Savremeni pristup** se razvija posle drugog svetskog rata, krajem 1950-ih godina. Ekonomski rast i rast konkurencije namecu potrebu racionalnijeg upravljanja novcem. Dolazi do rasta odgovornosti menadzera. Ovaj pristup pored pribavljanja kapitala tj. pasive preduzeca obuhvata i aktivu tj. njegovu upotrebu. Ovaj pristup ukazuje na to da poslovne finansije treba da odgovore na sledeca pitanja:

1. Koju vrstu sredstava preduzece treba da pribavi?
2. Koliki treba da bude ukupan obim sredstava preduzeca?
3. Kako ta sredstva treba da budu finansirana?

Na osnovu ovih pitanja moze se reci da se zadaci finansijskog upravljanja svode na sledece:

1. **analiza finansijskih informacija** (za donosenje suda o postojecoj finansijskoj poziciji preduzeca)
2. **utvrđivanje obima i strukture poslovnih sredstava** (proporcija izmedju obrtnih i fiksnih sredstava da bi poslovni kapaciteti preduzeca bili sto efikasnije korisnici)
3. **kompozicija njegove finansijske strukture** (odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora)

2. POSLOVNE FINANSIJE I DRUGE FINANSIJSKE DISCIPLINE

Poslovne finansije se mogu definisati kao umetnost i nauka upravljanja novcem.

Gitman svrstava finansije prema alternativama za zaposlenje u dve velike oblasti:

1. **finansijske usluge** (banke, finansijske kompanije, stedionice, brokerske firme...)
2. **menadzerske finansije** (poslovi finansijskog menadzera u firmi: upravljanje gotovinom, finansijsko planiranje, investiciona analiza, pribavljanje sredstava...)

Aragon razlikuje sledece oblasti studija finansija:

1. **Poslovne finansije:** pomazu preduzecu da lakse resava probleme koji se javljaju u vezi pribavljanja i optimalne alokacije finansijskih sredstava. Bavi se finansijskim problemima individualnih firmi.
2. **Javne finansije:** bave se aktivnostima vlada, proucavaju neprofitne ciljeve organizacija, poreze i druge prihode.

3. **Medjunarodne finansije:** proučavaju ekonomske transfere između država i pojedinaca na međunarodnom nivou, tokove između država.
4. **Institucionalne finansije:** proučavaju banke, osiguravajuće kompanije, penzione fondove.
5. **Investicione finansije:** bave se procenom hartija od vrednosti za potrebe ulagaca.

3. CILJEVI FINANSIJSKOG UPRAVLJANJA

Ciljevi se ogledaju u zahtevima za maksimiziranjem rentabilnosti uz održavanje zadovoljavajućeg stepena tekuće likvidnosti. **Likvidnost** je sposobnost preduzeća da izvršava dospele novčane obaveze (uz održavanje potrebnog obima i strukture obrtnih sredstava za obavljanje tekućeg poslovanja).

3A. VLASNICKA TEORIJA POSLOVNE FIRME

Vlasnicka teorija izvedena je iz karaktera privatnog preduzeća, gde su vlasnik i preduzetnik jedno lice. Prema ovoj teoriji, ukupna poslovna sredstva (osnovna i obrtna) su svojina vlasnika. Dugovi preduzeća su lična obaveza vlasnika, jer on garantuje poslovnom ali i licnom imovinom.

Vrste preduzeća:

1. Inokosno preduzeće

- u vlasništvu je jednog lica koje je istovremeno i preduzetnik.
- vlasnik ulaze kapital da bi maksimizirao dobitak kao prinos na sopstveni kapital.

2. Ortacko preduzeće

- ima više vlasnika koji ugovorom o ortakluku utvrđuju iznos početnog ulaganja kapitala svakog od njih, preduzetnicke plate, način raspodele dobitka, pokriće gubitka.
- ortaci za dugove odgovaraju celokupnom poslovnom i licnom imovinom.

3. Ortacko preduzeće sa ograničenom odgovornošću

- jedan ili više ortaka ograničavaju svoju odgovornost za gubitke i dugove na iznos početnog ulaganja kapitala.
- manji je rizik i manje je učešće u dobitku, pa tako i ograničeno ili nikakvo pravo u upravljanju i vođenju poslova.

3B. TEORIJA ENTITETA POSLOVNE FIRME

Preduzeća entiteti su osamostaljeni privredno-pravni subjekti u kojima je doslo do podvajanja funkcija vlasništva nad sredstvima za proizvodnju (poslovnim sredstvima) od funkcije preduzetništva. Vezuje se za nastanak korporacija kao prvobitnog oblika preduzeća sa javnom odgovornošću. Emisijom akcija (obicnih i preferencijalnih) formira se akcijski kapital kao trajni izvor finansiranja poslovnih sredstava. Akcije glase na donosioca pa svaki akcionar može da proda akcije koje poseduje a da tako ne ugrozi kontinuitet preduzeća. Nominalna vrednost akcija se utvrđuje relativno nisko, a one se

prodaju po daleko većoj ceni. Zato, radi uravnoteženja aktive i pasive, akcijski kapital se bilansira na sledeći način:

Akcijski kapital = nominalna vrednost kapitala + dodatno uplaceni kapital

Kreditni bonitet je stavka od koje zavisi sposobnost dugorocnog i kratkorocnog zaduzivanja preduzeca. Zavisi od upisanog akcijskog kapitala i neraspodeljene dobiti. Atraktivnost ovog oblika preduzeca sa stanovista pribavljanja dodatnog kapitala ogleda se u sledecem:

1. ogranicena odgovornost akcionara
2. prenosivost prava vlasnistva (vlasnici mogu svoje akcije konvertovati u gotovinu)
3. kontinuitet poslovanja preduzeca
4. podvojenost funkcija upravljanja od vlasnistva

Teorija entiteta se zasniva na zakonskoj fikciji da je korporativno preduzece licnost sa sopstvenim pravima. Sredstva i dugovi pripadaju korporativnom entitetu, a taj entitet odgovara svim svojim konstituentima (akcionari, poverioci, zaposleni, javnost...). Dobitak je rezultat preduzeca i predstavlja razliku izmedju prihoda i rashoda

A - P

Periodicni rezultat je tako rezultat koji se ne ostvaruje u korist akcionara i vlasnika nego u korist preduzeca. Primarni cilj finansijskog upravljanja je maksimiziranje rentabilnosti poslovnih ulaganja. Treba praviti razliku izmedju dobitka i rentabilnosti: **Dobitak** je deo nacionalnog dohotka koji odlazi onima koji snabdevaju preduzece sopstvenim kapitalom. **Rentabilnost** je poslovni koncept koncentrisan na proizvodnju ili stvaranje novog bogatstva.

Postoji razlika izmedju:

1. Rentabilnosti već izvršenih ulaganja

$$R = \frac{D_b}{K}$$

pokazuje prirast ukupnih sredstava koji jedino ostaje na raspolaganju za različite vidove licne, vremenske i poslovne potrosnje.

i

2. Rentabilnosti novih ulaganja

Svako novo ulaganje kapitala ima rentabilnost koja se može izraziti očekivanim doprinosom dobitku preduzeca, putem rangiranja poslovnih alternative.

4. OSNOVNI ELEMENTI FINANSIJSKE ANALIZE

Finansijska analiza se bavi istraživanjem funkcionalnih odnosa koji postoje između bilansnih pozicija, stanja i uspeha, sa ciljem da se obezbedi verodostojna ocena finansijskog položaja preduzeća. Finansijska analiza predstavlja racio analizu. **Racio** je odnos jedne bilansne pozicije prema drugoj izrazen u prostoj matematičkoj formuli. Racio brojevi se proveravaju pomocu standarda da bi se videlo da li se odrazava njihova pozitivna tendencija.

Standardi:

1. mentalni standardi samog analiticara

- njegovo saznanje o tome sta je zadovoljavajuće a sta ne

2. racio brojevi i procenti

- finansijska i poslovna proslost preduzeća

3. racio brojevi i procenti izabranih preduzeća

- onih koji se smatraju najboljim i najuspesnijim

4. racio brojevi i procenti utvrdjeni na bazi informacija iz tekućeg operativno-finansijskog plana preduzeća

- proteklo iskustvo posmatranog preduzeća korigovano za promene koje se ocekju u nastupajućem periodu

5. racio brojevi i procenti privredne grane kojoj pripada konkretno preduzeće

Klasifikacija racio brojeva:

1. pokazatelji likvidnosti
2. pokazatelji aktivnosti
3. pokazatelji finansijske strukture
4. pokazatelji rentabilnosti
5. pokazatelji trzisne vrednosti

5. POKAZATELJI LIKVIDNOSTI

Cilj **pokazatelja likvidnosti** je da ukazu na sposobnost preduzeća da placa dospele novcane obaveze, uz održavanje potrebnog obima i strukture obrtnih sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta.

5A. OPSTI RACIO LIKVIDNOSTI

$$\text{Opsti racio likvidnosti} = \frac{\text{Obrtna sredstva}}{\text{Kratkorocne obaveze}}$$

Racio pokazuje sa koliko obrtnih sredstava je pokriven svaki dinar kratkorocnih obaveza.

Odnos **2:1** u korist obrtnih sredstava se tradicionalno uzima kao normalan

3:1 pokazuje stanje koje se opasno priblizava stanju nelikvidnosti

1:1 moze biti potpuno zadovoljavajuci sa stanovista preduzeća koje obrtna sredstva ima pretežno u obliku gotovine.

Provera valjanosti opstog racia likvidnosti vrši se ispitivanjem strukture obrtnih sredstava i utvrđivanjem koeficijenta njihovog obrta. U boljoj su situaciji preduzeća čija se obrtna sredstva nalaze bliže stadijumu gotovine.

5B. RIGOROZNI RACIO LIKVIDNOSTI

Strožiji test od opsteg racia likvidnosti. Ukupna obrtna sredstva dela na dve grupe:

1. gotovinu i relativno likvidna sredstva
(potraživanja od kupaca, kratkorocni plasmani u hartije od vrednosti...)
2. manje likvidna sredstva
(zalihe, unapred placeni troškovi...)

$$\text{Rigorozni racio likvidnosti} = \frac{\text{Likvidna sredstva}}{\text{Kratkorocne obaveze}}$$

Zalihe se izuzimaju iz likvidnih sredstava zbog vremena (koje je potrebno da se roba i gotovi proizvodi realizuju) i neizvesnosti (da li će uopšte biti realizovani).

Odnos **1:1** stanje tekuće likvidnosti je relativno zadovoljavajuće.

5C. NETO OBRтна SREDSTVA (FOND)

Neto obrtna sredstva predstavljaju apsolutnu razliku između obrtnih sredstava i kratkorocnih obaveza.

$$\text{Neto obrtna sredstva} = \text{Obrtna sredstva} - \text{Kratkorocne obaveze}$$

Pretpostavka je da ono preduzeće koje ima veći iznos neto obrtnih sredstava obezbeđuje veći stepen likvidnosti. Ova pretpostavka ne mora da bude tačna sa stanovišta tekuće likvidnosti. Neto obrtna sredstva određuju sposobnost zaduživanja preduzeća na kratak rok. Poslovna banka prilikom razmatranja odluke o kreditiranju ima interes da sazna opšti racio likvidnosti preduzeća, samo što na osnovu njega može da utvrdi koliki će taj racio biti pod uslovom da preduzeću odobri dodatni kredit.

Da li će preduzeću biti dat traženi kredit ili ne zavisi od:

1. uticaja dodatnog duga na opšti racio likvidnosti
2. odnosa kratkorocnih obaveza prema neto obrtnim sredstvima

6. POKAZATELJI AKTIVNOSTI

Pokazatelji aktivnosti nazivaju se koeficijentima obrta poslovnih sredstava. To su relativni odnosi između prihoda i troškova s jedne strane, i pojedinačnih i ukupnih ulaganja u poslovna preduzeća sa druge strane.

6A. KOEFICIJENT OBRTA KUPACA

$$\text{Koeficijent obrta kupaca} = \frac{\text{Neto prihod od prodaje}}{\text{Prosecan saldo kupaca}}$$

Ovaj koeficijent pokazuje da se potraživanja od kupaca naplacuju X puta godišnje (gde je X iznos koeficijenta obrta kupaca). **Neto prihodi od prodaje** su prihodi od prodaje na kredit, jer se kod kupaca retko vrši realizacija za gotovo. **Prosecan saldo kupaca** pokazuje stanje na početku i kraju godine ili u odsustvu prosečnog iznosa saldo kupaca po završnom bilansu. Izvode se i jos neki pokazatelji:

$$\text{Trajanje jednog obrta} = \frac{360 \text{ dana}}{\text{Koeficijent obrta kupaca}}$$

$$\text{Period naplate potraživanja} = \frac{\text{Saldo kupaca krajem godine}}{\text{Prosecan iznos dnevnih prodaja}}$$

=} Pokazuje vreme potrebno da se konacan saldo konvertuje u gotovinu

$$\text{Prosecan iznos dnevnih prodaja} = \frac{\text{Neto prihod od prodaje}}{360 \text{ dana}}$$

6B. KOEFICIJENT OBRTA ZALIHA

$$\text{Koeficijent obrta zaliha} = \frac{\text{Cena koštanja realizovanih proizvoda}}{\text{Prosecan saldo zaliha}}$$

Koeficijent obrta zaliha pokazuje da se zalihe obrnu X puta godišnje.

$$\text{Prosečno vreme trajanja jednog obrta} = \frac{360 \text{ dana}}{\text{Koeficijent obrta zaliha}}$$

Pokazuje prosečno vreme koje protekne od nabavke materijala do konacne prodaje kupcima.

$$\text{Period prodaje zaliha} = \frac{\text{Saldo zaliha po završnom bilansu}}{\text{Prosecni troskovi dnevnih prodaja}}$$

$$\text{Prosecni troškovi dnevnih prodaja} = \frac{\text{Cena koštanja realizovanih proizvoda}}{360 \text{ dana}}$$

$$\text{Period konverzije zaliha u gotovinu} = \text{Period prodaje zaliha} + \text{Period naplate potraživanja}$$

6C. KOEFICIJENT OBRTA DOBAVLJACA

$$\text{Koeficijent obrta dobavljača} = \frac{\text{Vrednost godišnjih nabavki materijala i usluga na kredit}}{\text{Prosečan saldo dobavljača}}$$

Pokazuje da se obaveze prema dobavljačima izmiruju prosečno X puta godišnje.

$$\text{Prosecno vreme placanja} = \frac{360 \text{ dana}}{\text{Koeficijent obrta dobavljača}}$$

Ako je prosečni kreditni period koji nude dobavljači 30 dana a prosečno vreme placanja veće (npr. 50 dana) to ukazuje na loš kreditni bonitet.

6D. KOEFICIJENT OBRTA UKUPNIH OBRTHNIH SREDSTAVA

$$\text{Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava} = \frac{\text{Ukupni rashodi}}{\text{Prosečno angazovana obrtna sredstva}}$$

Pokazuje koliko se puta godišnje obrtna sredstva koriste za plaćanje troškova tj. rashoda. Ovaj koeficijent ogleda efikasnost korišćenja ukupnih obrtnih sredstava.

Relevantni pokazatelji su i:

$$\text{Stopa dobitka na prosečna obrtna sredstva} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna obrtna sredstva}}$$

$$\text{Stopa dobitka po jednom obrtu} = \frac{\text{Stopa dobitka na prosečna obrtna sredstva}}{\text{Koeficijent obrta prosečnih obrtnih sredstava}}$$

6E. KOEFICIJENT OBRTA NETO OBRJNIH SREDSTAVA

$$\text{Koeficijent obrta neto obrtnih sredstava} = \frac{\text{Neto prihodi od realizacije}}{\text{Prosečna neto obrtna sredstva}}$$

Pokazuje da se dugoročno finansirana obrtna sredstva obmu prosečno X puta godisnje. Ukazuje na dve bitne stvari. Prvo, sto su prihodi od prodaje veci od neto obrtnih sredstava veca je i opasnost od nelikvidnosti. Drugo, smanjenje koeficijenta obrta moze da izazove predimensioniranost neto obrtnih sredstava, sto dovodi do gomilanja zaliha ili potrazivanja usled loseg kvaliteta ili usporenog obrta, sto pokusava da se pokrije dugoročnim izvorima finansiranja, a to negativno utice na rentabilnost.

6F. KOEFICIJENT OBRTA FIKSNIH SREDSTAVA

$$\text{Koeficijent obrta fiksnih sredstava} = \frac{\text{Neto prihodi od realizacije}}{\text{Nabavna vrednost fiksnih sredstava}}$$

Pokazuje da preduzece na svaki dinar ulaganja u fiksna sredstva ostvaruje prosečno X dinara neto prihoda od realizacije. Mali koeficijent pokazuje suvisna ulaganja u fiksna sredstva, a moze biti i rezultat neracionalnih ulaganja u skupe gradjevinske objekte umesto u masine i uredjaje.

6G. KOEFICIJENT OBRTA SOPSTVENIH SREDSTAVA

Sopstvena sredstva su onaj deo vrednosti ukupne poslovne imovine koji je pribavljen iz sopstvenih izvora finansiranja.

$$\text{Koeficijent obrta sopstvenih sredstava} = \frac{\text{Neto prihod od realizacije}}{\text{Prosečna sopstvena sredstva}}$$

Pokazuje da je preduzece na svaki dinar ulaganja finansiranih iz sopstvenih izvora ostvarilo neto prihode od realizacije u X iznosu. Ovaj koeficijent predstavlja parcijalnu determinantu rentabilnosti sopstvenog kapitala odnosno povecanja sopstvenih izvora finansiranja u ukupnim poslovnim sredstvima preduzeca. Stalno povecanje sopstvenog kapitala predstavlja bitan preduslov za privlacenje tuđih izvora finansiranja sto ce dovesti do zdrave finansijske strukture preduzeca.

6D. KOEFICIJENT OBRTA UKUPNIH POSLOVNIH SREDSTAVA

$$\text{Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava} = \frac{\text{Neto prihodi od realizacije}}{\text{Ukupna poslovna sredstva}}$$

Pokazuje da preduzece na svaki dinar ulozen u poslovna sredstva ostvari X dinara neto prihoda od realizacije. Ne postoji standardni odnos izmedju neto prihoda od prodaje i ukupnih poslovnih sredstava. Sve zavisi od dugogodisnjeg trenda ovog koeficijenta u posmatranom preduzecu kao i od njegovog odnosa prema prosecnom koeficijentu obrta poslovnih sredstava u datoj privrednoj grani i koeficijenta obrta ostalih preduzeca u grani. Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava u sebi sintetizuje parcijalne koeficijente obrta pojedinačnih oblika poslovnih sredstava i njegovo maksimiziranje zavisi od mogucnosti maksimiziranja tih parcijalnih koeficijenata. Perdimezioniranost proizvodnih kapaciteta se ne moze korigovati u kratkom roku i ima za posledicu da prihodi od prodaje budu srazmerno mali u odnosu na postojeća ulaganja u poslovna sredstva.

7. POKAZATELJI FINANSIJSKE STRUKTURE

Finansijska struktura preduzeca izrazava se odnosom izmedju pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja.

7A. ODNOS POZAJMLJENIH PREMA UKUPNIM I SOPSTVENIM IZVORIMA FINANSIRANJA

To je racio broj koji se dobija kada pozajmljene izvore finansiranja (kratkoročne i dugoročne) podelimo sa ukupnim sredstvima (fiksna i obrtna). To je procenat koji pokazuje relativno ucesce pozajmljenih izvora u finansiranju ukupnih poslovnih sredstava.

$$\text{Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja} = \frac{\text{Pozajmljeni izvori}}{\text{Ukupni izvori}}$$

Kratkorocni dugovi nastaju spontano (upravljanje obavezama prema dobavljacima, ukalkulisane obaveze...). **Dugorocni dugovi** su fiksni novcani izdaci na ime kamate i otplate glavnice za dug period vremena.

$$\text{Odnos dugorocnog duga i sopstvenih izvora} = \frac{\text{Dugorocni dugovi}}{\text{Sopstveni izvori}}$$

Ovaj odnos pokazuje da je preduzece na svaki dinar ulaganja iz sopstvenih izvora angazovalo X dinara dugorocnog duga.

$$\text{Odnos dugorocnog duga prema ukupnoj kapitalizaciji} = \frac{\text{Dugorocni dugovi}}{\text{Dugorocni izvori}}$$

Pokazuje koliko procenata od ukupnih dugorocnih izvora je preduzece pribavilo putem dugorocnih zaduzenja.

7B. KOEFICIJENT POKRICA RASHODA NA IME KAMATE

$$\text{Koeficijent pokriva kamate} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Rashodi na ime kamate}}$$

Pokazuje da je svaki dinar rashoda na ime kamate pokriven sa X dinara poslovnog dobitka. Radi sagledavanja stvarnog finansijskog opterecenja kamatom treba raspolagati podacima o koeficijentu njenog pokriva za veci broj godina (tesko je reci koliko treba minimalno da iznosi stepen pokriva). Standard ne postoji, sve je stvar subjektivne procene preduzeca. Kada se koeficijent pokriva kamate koristi za ocenu pozeljnosti angazovanja novih ulaganja treba da se dodatna kamata sabere sa vec postojećim prihodima na ime kamate pre utvrdjivanja samog koeficijenta i donosenja odluke o finansiranju.

7C. KOEFICIJENT POKRICA UKUPNOG DUGA

Otplata duga se moze vrsiti:

1. u obliku periodicnih anuiteta
 - obuhvataju deo glavnice i kamatu na ostatak duga
2. periodicna izdvajanja sredstava u poseban fond
 - glavnica se isplacuje u celini o konacnom roku dospeca duga

Razlika izmedju kamate i otplate ogleda se u tome sto je **kamata** trosak poslovanja koji se nadoknadjuje iz dobitka pre oporezivanja, a **otplata** je glavnica duga koja pada na teret dobitka posle oporezivanja.

$$\text{Koeficijent pokriva ukupnog duga} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Kamata} + \text{Otplata glavnice} \times \frac{1}{1-p}}$$

$$\text{Period anuiteta} = \frac{\text{Kamata} + \text{Otplata glavnice}}{1 - p} \times \frac{1}{1 - p}$$

p = } Stopa poreza na dobitak

Koeficijent pokazuje da je svaki dinar periodičnog anuiteta pokriven sa X dinara poslovnog dobitka. Sto je koeficijent nizi to je stepen rizika preduzeca veci sa stanovista njegovih poverioca.

8. POKAZATELJI RENTABILNOSTI

Vrste pokazatelja rentabilnosti:

1. parcijalni

- odnose se na stopu poslovnog i neto dobitka koji se utvrđuju na bazi bilansa uspeha.

2. globalni

- odnose se na stopu prinosa na ukupna poslovna sredstva, stopu neto prinosa na ukupna poslovna sredstva i stopu prinosa na sopstvena sredstva.
- utvrđuju se na bazi bilansa stanja bilansa uspeha.

8A. STOPA POSLOVNOG I NETO DOBITKA

Bilans uspeha treba da omogući analizu prihoda, rashoda i rezultata. Aspekti analize su racio analiza bilansa uspeha i grafikon rentabilnosti.

8AA. RACIO ANALIZA BILANSA USPEHA

Svrha analize je da se smanji relativno ucesce cene koštanja u prihodima od realizacije i da se srazmerno poveća stopa bruto dobitka. To se može ostvariti povećanjem prihoda od prodaje ili smanjenjem troškova proizvodnje. Ostvareni bruto dobitak služi za pokrice periodičnih rezultata koji obuhvataju troškove prodajne funkcije i uprave sa administracijom. Dobitak treba da bude dovoljan da pokrije kamatu kao fiksni rashod i da omogući preduzecu da ostvari zadovoljavajući neto dobitak. Dobitak posle pokriva redovnih rashoda se izlaze poreskim izdacima.

Razlikujemo sledeće vrste poreskih izdataka:

1. proporcionalne

- proporcionalno oporezivanje, u smislu opterećenja dobitka poreskim olaksicama, izdaci na ime poreza ponasaju se slično varijabilnim troškovima u odnosu na dinamiku obima proizvodnje i realizacije

2. progresivni

8AB. GRAFIKON RENTABILITETA

Na apsolutnu razliku prihoda i rashoda deluje vise faktora od cijeg kombinovanja zavisi stopa poslovnog i neto dobitka.

Faktori koji uticu su:

1. obim realizacije
2. asortiman proizvodnje
3. prodajne cene proizvoda i usluga
4. odnos varijabilnih prema fiksnim troškovima

Medjuzavisnost tih faktora se predstavlja u vidu grafikona rentabilnosti:

Tacka preseka je linija ukupnih prihoda i ukupnih troškova u kojoj je poslovni dobitak jednak nuli. To je donja granica rentabilnosti.

$$\text{Donja granica rentabilnosti} = \frac{\text{Fiksni troškovi}}{1 - \frac{\text{Varijabilni troškovi}}{\text{Prihodi od prodaje}}}$$

$$\text{Stopa marginalnog dobitka} = 1 - \frac{\text{Varijabilni troškovi}}{\text{Prihodi od prodaje}}$$

Zadatak je da se ostvari optimalna kombinacija faktora kako bi se maksimizirao poslovni dobitak.

8B. STOPA PRINOSA NA UKUPNA POSLOVNA SREDSTVA

$$\text{Stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Prosečna poslovna sredstva}}$$

Ova stopa (u %) pokazuje da je preduzece na svakih X dinara prosečno ulozenih sredstava ostvarilo prirast od X dinara.

Znacenje ovog prirasta se sagledava sa stanovista :

1. vremenske analize

- poredjenje tekuće stope doprinosa sa prinosima prethodnih perioda

2. prostorne analize

- poredjenje tekuće stope doprinosa sa prinosima drugih preduzeca iz iste privredne grane.

$$\frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Prosečna poslovna sredstva}} = \frac{\text{Neto prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna poslovna sredstva}} \times \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Neto prihodi od prodaje}}$$

$$\text{Stopa prinosa na poslovna sredstva} = \frac{\text{Koeficijent obrta poslovnih sredstava}}{\text{Stopa poslovnog dobitka}}$$

Daleko je znacajnji ovaj izraz rentabiliteta poslovnih ulaganja koji polazi od pojedinačnih determinanti stope prinosa. Sto manja ulaganja za sto veci obim i prihode od prodaje, jer se samo tako moze uticati na stalno povecanje prinosa na poslovna sredstva kao najostriji finansijski pokazatelj rentabilnosti (maksimiziranje stope prinosa).

8C. STOPA PRINOSA NA SOPSTVENA POSLOVNA SREDSTVA

$$\text{Stopa prinosa na sopstvena poslovna sredstva} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna sopstvena sredstva}}$$

Ova stopa (u %) pokazuje da je preduzece na svakih X dinara prosečnih ulaganja iz sopstvenih izvora finansiranja ostvarilo periodični prirast od X dinara. Stopa prema sopstvenom iskustvu preduzeca ili prema iskustvu konkurenata u grani pokazuje intenzitet sa kojim preduzece stvarno interno raste sa proticanjem vremena.

$$\frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna sopstvena sredstva}} = \frac{\text{Neto prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna sopstvena sredstva}} \times \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Neto prihodi od prodaje}}$$

$$\text{Stopa prinosa na sopstvena sredstva} = \frac{\text{Koeficijent obrta sopstvenih sredstava}}{\text{Stopa neto dobitka}}$$

8D. DU PONT SISTEM ANALIZE

To je sistem analize koji finansijski menadzeri koriste pri oceni finansijske situacije preduzeca u prethodnom periodu i kod donosenja finansijskih odluka koje se odnose na buduci period.

8DA. OSNOVNA DU PONT FORMULA

$$\text{Stopa neto prinosa na ukupna sredstva} = \frac{\text{Stopa neto dobitka}}{\text{Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava}}$$

Analiticka forma:

$$\begin{aligned} \text{Stopa neto prinosa na ukupna sredstva} &= \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Neto prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{Neto prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna posl. sredstva}} \\ &= \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna poslovna sredstva}} \end{aligned}$$

Pokazuje da je preduzece na 100 dinara ukupno angazovanih poslovnih sredstava ostvarilo X dinara neto dobitka.

Ova stopa se poredi sa:

1. prosecnom stopom u privrednoj grani
2. stopom ostvarenom u preduzecu u prethodnoj godini
3. planiranom stopom.

Stopa neto prinosa na ukupna sredstva pokazuje do kog stepena se moze snizavati stopa neto dobitka i smanjivati efikasnost koriscenja ukupnih poslovnih sredstava da preduzece ne bi doslo u zonu gubitka.

8DB. PROSIRENA DU PONT FORMULA

Stopa prinosa na sopstvena sredstva = $\frac{\text{Stopa neto prinosa na ukupna sredstva}}{\text{Multiplikator sopstvenih sredstava}}$

Multiplikator sopstvenih sredstava = $\frac{\text{Prosečna poslovna sredstva}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$ = $\frac{1}{1 - \text{racio duga}}$

Multiplikator pokazuje koliko je na 1 dinar sopstvenog kapitala angazovano ukupnih poslovnih sredstava.

Prosirena Du Pont formula uključuje u analizu rentabilnosti finansijsku strukturu tj finansijski leveridz (dug/sopstveni capital).

Stopa prinosa na sopstvena sredstva = $\frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna posl. sredstva}} \times \frac{\text{Prosečna posl. sredstva}}{\text{Prosečni sopstv. kapital}}$

= $\frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$

Ova stopa pokazuje da je na 100 dinara angazovanog kapitala ostvareno X dinara neto dobitka.

Standard je da se ova stopa poredi sa:

1. prosečnom stopom u privrednoj grani
2. stopom ostvarenom u prethodnoj godini
3. planiranom stopom

9. POKAZATELJI TRZISNE VREDNOSTI

Nazivaju se jos i pokazateljima vlasništva.

Vrste pokazatelja trzisne vrednosti:

1. neto dobitak po akciji
2. odnos trzisne cene po akciji i neto dobitka po akciji
3. racio placanja dividende
4. dividendna stopa
5. knjigovodstvena vrednost po akciji

9A. NETO DOBITAK PO AKCIJI

$$\text{Neto dobitak po akciji} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Broj izdatih obicnih akcija}}$$

Pokazuje rentabilnost po jednoj obicnoj akciji tj. neto dobitak po akciji, koji se moze raspodeliti akcionarima u obliku dividende ili delom akumulirati.

Broj izdatih obicnih akcija se odnosi samo na emitovane i prodane akcije. Emitovane i neprodane akcije se ne uzimaju u obzir, kao i emitovane i prodane akcije koje su kasnije otkupljene. Kod preferencijalnih akcija preferencijalna dividenda koja je unapred utvrdjena u fiksnom iznosu oduzima se od neto dobitka kako bi se dobio neto dobitak po obicnoj akciji. Neto dobitak pripada obicnim akcionarima.

$$\text{Neto dobitak} - \text{Preferencijalna dividenda} = \text{Neto dobitak po akciji}$$

Neto dobitak po akciji je odlican pokazatelj uspeha, preduzeca za postojece akcionare i upravu preduzeca ali i za potencijalne ulagace.

9B. ODNOS TRZISNE CENE PO AKCIJI I NETO DOBITKA PO AKCIJI

$$\text{Odnos trzisne cene po akciji i neto dobitka po akciji} = \frac{\text{Trzisna cena po akciji}}{\text{Neto dobitak po akciji}}$$

Pokazuje da su buduci ulagaci spremni da plate X dinara da bi svake godine ostvarili jedan dinar neto dobitka po akciji. Veci racio ukazuje na veci buduci rast neto dobitka po akciji sto znaci da ce ulagaci imati vise poverenja u preduzece. Manji racio ukazuje na manja ocekivanja od preduzeca u buducnosti. Ovaj pokazatelj se analizira tako se poredi sa prethodnom godinom ili nizom prethodnih godina u preduzecu kao i sa raciom koji se utvrdjuje za prosek privredne grane u kojoj preduzece posluje.

Ovaj racio se koristi za utvrdjivanje:

1. ocekivane trzisne vrednosti obicnih akcija
2. buducu trzisnu vrednost akcija za vise godina
3. prosečne trzisne vrednosti akcija koje se ne prodaju javno

Reciprocna vrednost ovog racia pokazuje stopu kapitalizacije akcijskom kapitala.

9C. RACIO PLACANJA DIVIDENDE

$$\text{Racio placanja dividende} = \frac{\text{Isplacena dividenda po akciji}}{\text{Neto dobitak po akciji}} \times 100$$

Pokazuje da je X % neto dobitka isplaceno akcionarima u obliku dividende, a ostatak do 100 % je akumulirano.

Raspodela neto dobitka se prema tome vrsti na:

1. dividendu
2. akumulirani dobitak.

9D. DIVIDENDNA STOPA

$$\text{Dividendna stopa} = \frac{\text{Dividenda po akciji}}{\text{Trzisna cena po akciji}}$$

Pokazuje tekuci prinos koji akcionar ostvaruje u procentu u odnosu na trzisnu vrednost akcije koju poseduje. Standard je da se ova stopa poredi sa prosecom stopom u privrednoj grani i stopom ostvarenom u preduzecu u prethodnoj godini. Znacajan je pokazatelj za buduće ulagace. Dividendna stopa se kreće od 0-10 ili 12%.

0% =} kod preduzeca koja nisu deklarirala dividendu

2 i 3% =} kod preduzeca sa izrazenim rastom i razvojem

7 i 8% =} kod "zrelih" preduzeca

9E. KNJIGOVODSTVENA VREDNOST PO AKCIJI

$$\text{Knjigovodstvena vrednost po akciji} = \frac{\text{Ukupni sopstveni kapital}}{\text{Broj izdatih obicnih akcija}}$$

Koristi se za utvrđivanje knjigovodstvene vrednosti koja predstavlja stvarni iznos koji će primiti obicni akcionari po jednoj akciji ako dodje do likvidacije preduzeca i prodaje njegovih sredstava. Kritika ovog metoda je u tome sto on polazi od bilansa stanja koji se zasniva na istorijskim podacima, ignorise potencijalne dobitke i ne razmatra medjuzavisnost sa trzisnom vrednoscu preduzeca.

Likvidaciona vrednost po akciji je realniji pokazatelj od knjigovostvene vrednosti ali ni likvidaciona vrednost ne vodi racuna o potencijalnim dobitcima.

10. POJAM I VRSTE RIZIKA I DEJSTVO LEVERIDZ-A

Rizik je manja ili veća neizvesnost u pogledu očekivanog ishoda poslovne aktivnosti.

Vrste rizika:

1. poslovni rizik

- neizvesnost u pogledu očekivanog poslovnog dobitka kao prinosa na ukupna poslovna sredstva.

2. finansijski rizik

- neizvesnost budućeg neto dobitka kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva

3. ukupni (totalni) rizik

- preduzeće koje se izlaze dvostrukom riziku, poslovnom i finansijskom

Leveridz je metod za merenje i kvantitativno izražavanje rizika.

Vrste leveridz-a:

1. poslovni leveridz

- procenjuje efekte privredjivanja sa fiksnim troškovima poslovanja

2. finansijski leveridz

- procenjuje dodatni rizik zbog fiksnih finansijskih rashoda

3. kombinovani leveridz

- odražava efektne ukupnog (totalnog) rizika.

10A. POSLOVNI RIZIK I POSLOVNI LEVERIDZ

Mehanizam poslovnog leveridz-a se najbolje objašnjava preko grafikona rentabiliteta. Grafikon rentabiliteta pokazuje efekat date kombinacije obima prodaje, asortimana proizvoda, prodajnih cena, varijabilnih troškova, fiksnih troškova na poslovni dobitak.

Varijabilni troškovi su direktno uslovljeni ostvarenim obimom. Fiksni troškovi variraju u obrnutoj srazmeri sa obimom. Sto je veci obim i prihod, manji su fiksni troškovi, a veci dobitak.

Poslovni leveridz pokazuje odnos procentualne promene poslovnog dobitka koja nastaje usled procentualne promene obima prodaje.

$$\text{Faktor poslovnog leveridz-a (\%)} = \frac{\text{Procentualna promena poslovnog dobitka}}{\text{Procentualna promena obima prodaje}}$$

$$\text{Faktor poslovnog leveridz-a (din)} = \frac{\text{Marginalni dobitak}}{\text{Poslovni dobitak}}$$

Pokazuje da je porast obima prodaje uslovio porast poslovnog dobitka za X %

Veliki faktor poslovnog leveridz-a ukazuje da se fluktuacije poslovnog dobitka mogu ostvariti usled relativno malih promena u obimu prodaje. To dovodi do visokog stepena poslovnog rizika kao sto je rizik od insolventnosti. **Insolventnost** je situacija kada preduzece nije vise u mogucnosti da na vreme i u celini podmiruje finansijske izdatke koji proisticu iz otplate glavnice duga i periodicnih rashoda na ime kamate. Rizik od insolventnosti je realnije proceniti na bazi projekcije prelomne tacke primanja i izdavanja gotovine nego na bazi prelomne tacke rentabilnosti, sto zahteva modifikaciju grafikona rentabiliteta.

Modifikacija grafikona rentabiliteta predstavlja nesklad izmedju prihoda od prodaje i primanja gotovine po tom osnovu, kao i vremenom nesklad izmedju nastanka varijabilnih troškova i izdavanja gotovine po osnovu njih moguće je zanemariti i sagledati samo razliku izmedju fiksnih troškova na osnovu tekucih izdataka gotovine i onih koji se javljaju kao posledica alokacije troškova.

10B. FINANSIJSKI RIZIK I FINANSIJSKI LEVERIDZ

Fiksni finansijski rashodi uzrokuju finansijski rizik i aktiviraju finansijski leveridz. Intenzitet dejstva finansijskog leveridz-a zavisi od stepena kojim su fiksni rashodi na ime kamate pokriveni iz poslovnog dobitka tj. dobitka pre kamate i oporezivanja.

Dejstvo finansijskog leveridz-a na stopu prinosa na sopstvena sredstva zavisi od dva faktora:

1. apsolutne razlike stope prinosa na ukupna poslovna sredstva i prosečne kamatne stope
2. strukture kapitala (ucesce duga u ukupnim izvorima finansiranja)
 - sto je razlika veca to je veci efekat finansijskog leveridz-a na stopu prinosa na sopstvena sredstva.

$$\text{Faktor finansijskog leveridz-a (\%)} = \frac{\text{Procentualno povecanje neto dobitka}}{\text{Procentualno povecanje poslovnog dobitka}}$$

Pokazuje procenat povecanja poslovnog dobitka koji je doprineo povecanju neto dobitka u X procentu. Efekat finansijskog leveridz-a moze se izraziti u vidu odgovarajućeg koeficijenta ili faktora:

$$\text{Faktor finansijskog leveridza (din)} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Dobitak pre oporezivanja}}$$

Pokazuje da je procentualna promena dobitka pre oporezivanja za X puta veca od procentualne promene poslovnog dobitka.

10C. TOTALNI RIZIK I KOMBINOVANI LEVERIDZ

Poslovni leveridz pokazuje odnos procentualnog povecanja poslovnog dobitka prema procentualnom povecanju obima prodaje. **Finansijski leveridz** pokazuje odnos procentualnog povecanja neto dobitka prema procentualnom povecanju poslovnog dobitka. **Kombinovani leveridz** pretpostavlja dejstvo oba leveridz-a. Rizik od insolventnosti zahteva opreznost prilikom kombinovanja dejstva poslovnog i finansijskog leveridz-a. Kada je donja granica rentabilnosti locirana visoko podrucje poslovnog dobitka je relativno usko i nije preporucljivo pri visokom faktoru poslovnog leveridz-a igrati na visok faktor finansijskog leveridz-a. Pri smanjenju obima prodaje opterećenost fiksnih troškova i finansijskih rashoda na ime kamate raste, pa se preduzeće može naći u podrucju aktivnosti gde se proizvode samo gubici. Da li će poslovanje sa gubitkom dovesti do nelikvidnosti zavisi od realnih novcanih tokova i bitan je odnos prelomne tačke primanja i izdavanja gotovine prema donjoj granici rentabilnosti. Sve dok se obim prodaje ne spusti na nivo na kom su primanja gotovine jednaka izdacima gotovine, preduzeću ostaje visak novcanih priliva kojim može da stiti tekucu likvidnost.

$$\text{Efekat kombinovanog leveridz-a} = \text{Poslovni leveridz} \times \text{Finansijski leveridz} =$$

$$= \frac{\text{Procentualno povecanje neto dobitka}}{\text{Procentualno povecanje obima prodaje}}$$

10D. TACKA INDIFERENCIJE FINANSIRANJA

Tacka indiferencije finansiranja je onaj nivo aktivnosti na kom poslovni dobitak tj. stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva obezbedjuje istu stopu prinosa na sopstvena sredstva nezavisno od odnosa duga prema sopstvenom kapitalu. Prelomna tacka finansiranja je ona na kojoj je stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva jednaka prosečnoj ceni pozajmljenog kapitala. Iznad te tacke prinos na sopstvena sredstva je veci sto se preduzece intenzivnije finansira iz pozajmljenih izvora. Iznad tacke indiferencije preduzece ostvaruje veci prinos na pozajmljena sredstva nego sto za njih placa poveriocima. Dejstvo finansijskog leveridz-a je povoljno. Opste vazuce pravilo za komponovanje strukture kapitala i koriscenje efekata leveridz-a. Ako postoji dovoljna verovatnoca da ce poslovni dobitak u toku veka trajanja dugo varirati iznad onog koji se ostvaruje u tacki indiferencije, zaduzivanje se moze prihvatiti kao atraktivan metod finansiranja.

11. IZVESTAJI O TOKOVIMA FINANSIJSKIH SREDSTAVA

Izvestaj o tokovima finansijskih sredstava obuhvata izvore i upotrebu finansijskih sredstava. Dobijaju se rearanziranjem podataka koji su vec sadrzani u periodicnim bilansima stanja i uspeha.

11A. IZVESTAJ O TOKOVIMA UKUPNIH POSLOVNIH SREDSTAVA

U analizi finansijskih tokova, kretanja su usmerena u dva pravca od kojih jedan pokazuje metod pribavljanja tj. izvore poslovnih sredstava, a drugi nacin koriscenja tj. upotrebu tih sredstava. Neophodne informacije o pravcu i kvantitetu kretanja ukupnih poslovnih sredstava sadrzane su u razlici salda pojedinih pozicija u konacnom bilansu stanja u odnosu na pocetni bilans. Razlike mogu biti pozitivne i negativne. Svako povecanje pasivnih pozicija i smanjenje aktivnih interpretira se kao izvor poslovnih sredstava, a svako smanjenje pasivnih i povecanje aktivnih kao upotreba poslovnih sredstava. Osnovni nedostatak ovog izvestaja je u tome sto ne odrazava bruto vrednost poslovnih i finansijskih operacija i transakcija u analiziranom periodu. Sugerise se da izvestaj treba prosiriti informacijama koje se mogu izvuci iz:

1. raspodele periodicnog neto dobitka (izvor sopstvenih sredstava)

2. amortizacije (izvor finansijskih sredstava iz redovnog poslovanja)
3. rekonstrukcije onih transakcija koje su dovele do promene salda na racunima fiksne imovine (detaljna analiza prometa na racunima fiksne imovine)

11B. IZVESTAJ O TOKOVIMA NETO OBRJNIH SREDSTAVA

Neto obrtna sredstva predstavljaju apsolutnu razliku izmedju ukupnih obrtnih sredstava I kratkorocnih izvora finansiranja. Onaj deo vrednosti obrtnih sredstava koji je finansiran iz dugorocnih izvora (sopstvenih i pozajmljenih).

Vrste obrtnih sredstava:

1. stalna obrtna sredstva

- minimalan iznos (gotovine, potrazivanja, zaliha) neophodan za obavljanje normalne aktivnosti preduzeca u toku godine

2. povremena obrtna sredstva

- ulaganja uslovljena sezonskim, vanrednim i drugim bitnim potrebama preduzeca

Pravila finansiranja:

Aktiva	Pasiva
Obrtna Sredstva	Sopstveni Izvori
Fiksna Sredstva	Dugorocni Dugovi

Uticaj neto obrtnih sredstava na buducu likvidnost, vece ucesce neto obrtnih sredstava u ukupnim obrtnim sredstvima obezbedjuje da svaki dinar kratkorocnih obaveza bude pokriven sa vecim iznosom obrtnih sredstava. To omogucuje bolji kreditni bonitet preduzeca kod kratkorocnih poverilaca jer im garantuje da ce njihova sredstva (potrazivanja) biti isplativa o roku dospeca iz novcanih priliva iz redovnog poslovanja preduzeca.

Uzroci promena kod neto obrtnih sredstava:

1. povecanje (izvori) neto obrtnih sredstava

- povecanje dugorocne pasive (sopstvenih izvora finansiranja i dugorocnih dugova); usled akumulacije dobitka, pokloni, preuzimanje novih dugorocnih dugova
- smanjenje aktive (fiksni sredstava); usled otpisivanja fiksnih sredstava za troskove amortizacije i prodaje fiksnih sredstava usled zastarelости

2. smanjenje (upotreba) neto obrtnih sredstava

- smanjenje dugorocne pasive (sopstvenih izvora finansiranja i dugorocnih dugova); usled periodicnih gubitaka, otplate dugorocnih dugova
- povecanje fiksne aktive (sredstava); usled nabavke ili izgradnje fiksnih sredstava, zbog zamene, modernizacije, prosirenja kapaciteta.

11C. IZVESTAJ O TOKOVIMA NOVCANIH SREDSTAVA-GOTOVINE

Poslovni proces u preduzecu se objasnjava kao neprekidna konverzija gotovine u nenovcana sredstva (realiteti, potrazivanja i sl.) koji se zatim ponovo konvertuju u gotovinu. Taj cirkularni tok gotovine u preduzecu ima dva aspekta:

1. interni

- regularan, odnosi se na ulaganja gotovine u fiksna sredstva, zalihe, troskove i rashode sa ciljem da se uvecana vrate prodajom proizvodnje i usluga za gotovo, naplatom potrazivanja od kupaca.

2. eksterni

- manje redovan, pokazuje povremene izvore i upotrebe, prilive i odlive gotovine u preduzecu i izvan njega koji doprinose prosirenju ili suzavanju internog toka.

Permanentna finansijska kontrola gotovinom neophodna je da bi:

1. omogucila normalnu novcanu reprodukciju utrosenih poslovnih sredstava i isplatu finansijskih obaveza o rokovima dospeca
2. sinhronizacija internog i eksternog toka gotovine treba da omoguci preduzecu da ide u korak sa tehnickim i tehnoloskim progresom.

Izvestaj o tokovima gotovine je modifikacija izvestaja o tokovima neto obrtnih sredstava. Neophodno je sagledati promene u fiksnim sredstvima i dugorocnim izvorima finansiranja kao i promene na pojedinim pozicijama obrtnih sredstava. **Primanja gotovine** rezultiraju iz povecanja pozicije pasive i smanjenja pozicije aktive. **Izdavanja gotovine** rezultiraju iz smanjenja pozicije pasive i povecanja pozicije aktive.

Racunovodstveni standardi i zakon o racunovodstvu insistiraju da se tokovi novcanih sredstava klasifikuju na:

1. novcane tokove koji poticu iz poslovne aktivnosti

- nni tangiraju bilans uspeha tj. predstavljaju komponentu za utvrđivanje neto dobitka.
- na primer, primanja gotovine iz poslovnih aktivnosti poticu iz prodaje za gotovo, naplate potrazivanja od kupaca, a izdavanja gotovine iz isplate zarada, placanja kamata, poreza...

2. novcane tokovi koji poticu iz investicione active

- investicione aktivnosti su vrednovanje i selekcija ulaganja, ciji je rok duzi od 1 godine tj. ulaganja gde se efekti ocekuju u periodu duzem od 1 godine.
- na primer, primanja gotovine poticu iz prodaje osnovnih sredstava, prodaje obveznica, a izdavanje gotovine iz nabavke osnovnih sredstava, kupovine obveznica.

3. novcane tokovi koji poticu iz finansijske aktivnosti

- finansijske aktivnosti su odnosi preduzeca sa vlasnicima i kreditorima.

- na primer, primanja gotovine rezultat su prodaje akcija i obveznica, a izdavanja gotovine iz placanja dividendi.

12. PLANIRANJE NOVČANIH TOKOVA-GOTOVINE

Saldo poslovne gotovine je zaliha novca koja treba da služi istoj svrsi kao i svaka druga zaliha.

Razlozi za drzanje zaliha gotovine:

1. svako preduzece mora stalno da održava određeni saldo gotovine koji treba da omogući kontinuitet poslovne i finansijske aktivnosti.
2. preduzece mora da raspolaze rezervom novca sa kojom bi moglo da intervenise u slučaju vanrednih izdataka.
3. za održavanje konkurentskog položaja preduzeca.

Instrumenti tokova gotovine:

1. izveštaj o tokovima gotovine

- pokazuje uticaj već izvršenih primanja i izdavanja na stanje gotovine u posmatranom trenutku.

2. planovi novčanih tokova

- pokazuju buduća primanja i izdavanja, koja će se odraziti na promenu zatečenog stanja bilo da se radi o povećanju ili smanjenju salda gotovine.

Kritična tačka plana gotovine predstavlja izbor adekvatnog planskog perioda. On mora da bude dovoljno dug da omogući realno planiranje. Obuhvata raspon od godinu dana ili nekoliko meseci.

Metodi planiranja gotovine:

1. bilansni metod planiranja gotovine

- predviđanje očekivanog obima poslovne aktivnosti, prihoda, rashoda i salda gotovine krajem planskog perioda.

2. dinamički metod planiranja gotovine

- očekivana primanja i izdavanja gotovine izvlace se iz periodičnih planova pojedinačnih funkcija, organizacionih delova preduzeca, prodaja, proizvodnja, nabavka, uprava i administracija (unutar planskog perioda).

12A. BILANSNI METOD PLANIRANJA GOTOVINE

Varijante:

1. metod projektovanog bilansa stanja
2. metod korigovanog bilansa uspeha

12AA. METOD PROJEKTOVANOG BILANSA STANJA

Zasniva se na poredjenju početnog i projektovanog bilansa stanja na kraju planskog perioda. Da bi se projekcija budućeg bilansa stanja mogla sacinuti treba sagledati strukturu očekivanog bilansa uspeha za planirani obim poslovne aktivnosti u toku

planskog perioda od 6 meseci. Razlog lezi u tome sto se neke od pozicija buduceg bilansa stanja nalaze u neposrednom odnosu sa planiranim prihodima i rashodima iz bilansa uspeha i ne mogu se predvideti bez njihovog poznavanja.

$$\text{Saldo kupaca na kraju perioda} = \frac{\text{Planirani prihod od prodaje}}{\text{Koeficijent obrta kupaca}}$$

$$\text{Ocekivano stanje ukupnih zaliha} = \frac{\text{Planirana cena koštanja realizovanih proizvoda}}{\text{Koeficijent obrta zaliha}}$$

$$\text{Planirani obima nabavki} = \frac{\text{Planirana cena koštanja realizovanih proizvoda} + \text{Ocekivano povecanje zaliha}}{\text{Planirani obim nabavki}}$$

$$\text{Procenjene obaveze prema dobavljacima} = \frac{\text{Planirani obim nabavki}}{\text{Koeficijent obrta dobavljacka}}$$

Na ovaj nacin dobijamo ocekivane vrednosti svih vrednosti u projektovanom bilansu stanja osim konacnog salda gotovine, a to se dobija oduzimanjem ukupne procenjene aktive od ukupne procenjene pasive.

Ocekivano smanjenje salda gotovine treba ceniti u odnosu na stalno potrebni saldo gotovine. Ako je taj iznos procenjen nepovoljno, preduzece treba da razmotri sledece alternative. Prva, da upotrebu gotovine i izdavanja gotovine u normalne okvire ili drugo, da potrazi dodatne izvore finansiranja da bi pokrilo planirani deficit.

Plan gotovine formira se zato radi racionalnijeg finansijskog upravljanja. Poslovna preduzeca svakodnevno dospevaju u situaciju da iz raspolozive gotovine nisu u stanju da plate dospele obaveze i obezbede tekuca ulaganja u poslovna sredstva. Taj plan treba da omoguci organima upravljanja i finansijskom rukovodstvu da koriste one izvore finansiranja koji najbolje odgovaraju planiranim potrebama a koje se mogu dobiti pod najpovoljnijim uslovima.

12AB. METOD KORIGOVANOG BILANSA USPEHA

Ovaj metod planiranja gotovine pretpostavlja prevodjenje planiranih bilansa uspeha na ocekivana primanja, izdavanja i neto novcani tok iz poslovanja.

Bilans uspeha podredjen je merenju planiranja i obracunavanja periodicnog finansijskog rezultata, dobitka i gubitka. Da bi sluzio toj svrsi on mora da obuhvati sve relevantne rashode i prihode cak iako nisu simultano praceni odgovarajucim transakcijama gotovine. Medjutim, postoji mnogo primanja i izdavanja gotovine koji ne prolaze kroz bilans uspeha. To je slucaj sa finansiranjem putem kredita ili kapitalnim izdacima koji samo uticu na strukturu poslovnih sredstava, ali ne uticu na njihovu ukupnu vrednost.

**Saldo gotovine na kraju planskog perioda = Planirana primanja gotovine
- Planirana izdavanja gotovine**

**Planirana primanja = Saldo gotovine na na pocetku perioda
Neto novcani priliv iz poslovanja
+ Povecanje dugorocnih kredita**

**Planirana izdavanja = Povecanje fiksnih sredstava
+ Smanjenje kratkorocnih kredita**

12B. DINAMICKI METOD PLANIRANJA GOTOVINE

Nedostatak bilansnih metoda planiranja je u tome sto ne projektuju tokove gotovine unutar globalnog planskog perioda. Taj nedostatak otklanja dinamicki metod.

Etape dinamickog plana gotovine:

1. primanja i izdavanja gotovine
2. deficit i suficit gotovine
3. plan finansiranja-zaduzivanja i otplata

12BA. PLAN PRIMANJA I IZDAVANJA GOTOVINE

Godisnji planovi prodaje, proizvodnje, nabavke i zaliha cine osnovu tekuceg finansijskog planiranja. Na bazi tih planova donose se periodicni planovi prihoda i rashoda. Jedino izdaci za istrazivanje i razvoj moraju biti planirani nezavisno od toga, jer nisu uslovljeni iskljucivo obimom proizvodnje i prodaje. Dinamicka projekcija novcanih tokova gotovine se vrsi na osnovu informacija iz godisnjih i periodicnih planova.

Ocekivana primanja gotovine zavise od planiranih prihoda od prodaje, uslova kreditiranja kupaca, dospelosti potrazivanja za naplatu, efikasnosti naplate, eventualnih gubitaka u novcanom prilivu zbog vracanja proizvoda.

Planirana izdavanja gotovine tj. isplate dospelih obaveza prema dobavljacima za isporucene sirovine i materijale, zavise od uslova dobavljacka, dinamike dospelosti isplate, popusta, bonifikacija od dobavljacka. Plan troskova odnosnih funkcija ukazuje da osim isplata obaveza prema dobavljacima mora se planirati izdavanje gotovine i u druge svrhe. To su izdaci gotovine za obavljanje ostalih funkcija preduzeca (proizvodnja, prodaja, uprava sa administracijom). Korekcija tih planova podrazumeva i odvajanje troskova koji ne zahtevaju tekuce izdatke gotovine (unapred placeni troskovi), da bi se dobili samo oni troskovi koji se direktno odnose na izdatke gotovine (licni dohoci, ukalkulisane obaveze).

12BB. PLAN SUFICITA I DEFICITA GOTOVINE

Logicno je ocekivati manji ili veci disparitet u tokovima novca iz perioda u period. U nekim kvartalima preduzece ce raspolagati viskom primanja iznad izdavanja tj. primanja ce biti veca od izdavanja. U nekim drugim kvartalima preduzece ce raspolagati vecim

izdavanjima od primanja. Ove razlike treba posmatrati u odnosu na minimalan saldo gotovine jer:

1. dugotrajniji visak primanja iznad potreba za gotovinom = } smanjuje rentabilnost
2. visak izdavanja iznad primanja = } smanjuje tj. ugrozava likvidnost.

Pomenuti dispariteti u tokovima novca dovode do periodicnog suficita ili deficita gotovine koji treba da budu posebno planirani.

12BC. PLAN FINANSIRANJA-ZADUZIVANJE I OTPLATE

Razlikujemo dve alternative kod dispariteta u planiranim tokovima gotovine:

1. preduzece treba obim i dinamiku svoje aktivnosti da svede na nivo koji moze da bude finansiran iz internog priliva gotovine. Ovo pretpostavlja odricanje od zeljene rentabilnosti.
2. preduzece treba da se osloni na spoljne izvore gotovine, u periodima kada se ocekuje visak izdavanja nad primanjima tj. deficit. Ovo zavisi od sposobnosti preduzeca da potrebna sredstva za pokrivanje deficita obezbedi iz pozajmljenih izvora finansiranja. To je uslovljeno njegovim kreditnim bonitetom, postojećim stepenom zaduzenosti i uticajem dugorocnog duga na likvidnost.

Kod **plana finansiranja**, zaduzivanja i otplate, preduzece projektuje iznos i dinamiku potreba za gotovinom iz pozajmljenih izvora, kao i nacin vracanja tj. otplatu pozajmljenih sredstava. Plan zaduzivanja mora da bude takav da preduzecu omoguci da prebrodi tacku maksimalnog finansijskog naprezanja.

13. UPRAVLJANJE NETO OBRTNIM SREDSTVIMA

Finansijsko upravljanje obrtnim sredstvima i kratkorocnim ima za cilj da omoguci preduzecu da utvrdi neophodan, optimalan volumen neto obrtnih sredstava.

Obrtna sredstva su: gotovina, kratkorocni plasmani u hartije od vrednosti, potrazivanja od kupaca, zalihe.

Kratkorocne obaveze: obaveze prema dobavljacima, troskovi poslovanja, kratkorocni bankarski krediti.

13A. POJAM NETO OBRRTNIH SREDSTAVA

Neto obrtna sredstva = Obrtna sredstva - Kratkorocne obaveze

Neto obrtna sredstva tj. neto obrtni fond je onaj deo ukupnih obrtnih sredstava koji je pribavljen iz dugorocnih izvora finansiranja (sopstvenih ili pozajmljenih).

13AA. STANDARDNA DEFINICIJA NETO OBRRTNIH SREDSTAVA

Neto obrtna sredstva su razlika između ukupnih obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Preduzeća mogu poslovati i sa negativnim saldom neto obrtnih sredstava, kod njih je neto novčani priliv iz poslovanja obilan i stabilan tokom vremena. Najveći broj preduzeća posluje sa pozitivnim saldom neto obrtnih sredstava. Neto obrtna sredstva su značajan pokazatelj likvidnosti preduzeća.

Opšti rasio likvidnosti nastaje iz povećanja neto obrtnih sredstava i omogućava preduzeću uredno plaćanje kratkoročnih obaveza. Nesinhronizovanost primanja i izdavanja gotovine dovodi do neophodnosti formiranja neto obrtnih sredstava.

Izdaci gotovine se mogu predvideti sa relativnom tačnošću na bazi sklopljenih ugovora, zakonskih propisa ili proteklog iskustva.

Primanja gotovine se teže predviđaju tj. kada će obrtna sredstva biti konvertovana u novčani oblik. Sto je sposobnost konverzije veća, preduzeću je potreban manji iznos neto obrtnih sredstava.

13AB. ALTERNATIVNA DEFINICIJA NETO OBRJNIH SREDSTAVA

Neto obrtna sredstva=Ukupni dugoročni izvori finansiranja(sopstveni i pozajmljeni)

- **Dugoročna ulaganja u fiksna sredstva koja se iskazuju po sadašnjoj vrednosti**

Smisao ove definicije je da se naglasi značaj dugoročnog aspekta finansiranja jednog dela ukupnih obrtnih sredstava.

14. MEDJUZAVISNOST RENTABILNOSTI I RIZIKA

Rentabilnost je poslovni i neto dobitak kao ostatak prihoda posle pokrivanja rashoda. **Rizik** je neizvesnost od likvidnosti tj. nesposobnost preduzeća da plati novčane obaveze o rokovima dospeća.

Na rentabilnost preduzeće deluje na dva načina:

1. sniženje finansijskih troškova
2. povećanje prihoda od prodaje

Medjuzavisnost rentabilnosti i rizika se zasniva na dve pretpostavke:

1. sva poslovna sredstva ne daju isti doprinos ukupnoj rentabilnosti preduzeća
 - proizvodno preduzeće bi trebalo da očekuje da zaradi više na ulaganjima u fiksna, nego u obrtna sredstva.
 - ulaganje u fiksna doprinosi stvaranju prihoda i dobitka
2. postoji razlika u ceni između kratkoročnih i dugoročnih izvora
 - kamata na kratkoročne dugove treba da bude niža od kamate na dugoročne dugove

Za uspostavljanje definitivne konfiguracije rentabilnosti i rizika zavisi od relativnog učešća obrtnih sredstava u ukupnim poslovnim sredstvima, odnosno kratkoročnih izvora u ukupnim izvorima finansiranja, kao i od njihovog zajedničkog efekta na poslovni i neto dobitak i neto obrtna sredstva.

14A. RELATIVNO UCESCE OBRTNIH U UKUPNIM POSLOVNIM SREDSTVIMA

To ucesce moze da se povecava i smanjuje. Ako se poveca rentabilnost i rizik se srazmerno smanjuju. Smanjenje rentabilnosti znaci da obrtna sredstva obezbeduju manji doprinos poslovnom i neto dobitku u poredjenju sa doprinosom koji se ostvaruje na ulaganjima u fiksna sredstva. Rizik se smanjuje zbog povecanja obrtnih sredstava.

14B. RELATIVNO UCESCE KRATKOROCNIH IZVORA U UKUPNIM SREDSTVIMA

Promene u ovom ucescu dovode do suprotnih efekata na rentabilnost i rizik preduzeca u odnosu na promene u prethodnom ucescu. Smanjenje ovog racia (kratkorocnih obaveza prema ukupnim sredstvima) ima za posledicu smanjenje rentabilnosti (jer se veci deo sredstava mora finansirati iz skupljih dugorocnih izvora). To ublazava rizik od insolventnosti, jer se povecavaju neto obrtna sredstva (jer to podrazumeva vece ucesce dugorocnih izvora u finansiranju osnovnih sredstava).

14C. KOMBINOVANI EFEKAT PROMENA NA OBRTNIM SREDSTVIMA I KRATKOROCNIM IZVORIMA FINANSIRANJA

Ako se relativno ucesce osnovnih sredstava i kratkorocnih izvora informisanja u ukupnim sredstvima tj. izvorima analiziraju simultano moze se oceniti njihovo slozeno dejstvo na uzajamne relacije izmedju rentabilnosti i rizika. Obe promene povecavaju rentabilnost i rizik od insolventnosti sto se vidi po tome sto svaka na svoj nacin utice na rast neto dobitka i pad neto obrtnih sredstava.

15. IZBOR METODA FINANSIRANJA OBRTNIH SREDSTAVA

15A. METOD FINANSIRANJA PREMA ROCNOSTI VEZIVANJA

Permanentna ili stalna obrtna sredstva su finansijska sredstva vezana u gotovini, potrazivanja od kupaca i zalihama uslovljenih normalnim obimom poslovnih aktivnosti preduzeca. Normalni obim aktivnosti preduzeca je onaj nivo aktivnosti koji podrazumeva minimalno vezivanje finansijskih sredstava u pomenutim oblicima obrnutih sredstava na duzi rok. **Osnovna karakteristika** ovog metoda finansiranja je zahtev za minimalnim pokrivenjem obrtnih sredstava iz dugorocnih izvora finansiranja, tj. sve potrebe mogu da budu podmirene iz kratkorocnih izvora finansiranja. Godisnji troskovi finansiranja iz kratkorocnih izvora (povremena ili sezonska potreba za finansiranje obrtnih sredstava iz kratkorocnih izvora) su proizvod prosečnih godisnjih potreba za povremenim obrtnim sredstvima i prosečne kamatne stope po kojoj ta sredstva treba da budu pribavljena. Ovaj

metod finansiranja tezi maksimizaciji rentabilnosti, jer pretpostavlja intenzivnije finansiranje obrtnih sredstava iz kratkorocnih izvora koji se smatraju jeftinijim od dugorocnih izvora.

15B. KONZERVATIVNI METOD FINANSIRANJA

Osnovna karakteristika ovog metoda finansiranja insistira na tome da ukupno procenjene potrebe za obrtnim sredstvima u toku godine treba da budu pokrivena dugorocnim izvorima, a da se samo urgentne tj. nepredvidive potrebe za obrtnim sredstvima finansiraju iz kratkorocnih izvora. Ovaj metod tesko funkcioniše u realnom zivotu, jer ignorise postojanje obaveza prema dobavljacima za nabavljeni material i usluge i ukalkulisane obaveze na teret troskova poslovanja. Ovaj metod izaziva veće troskove finansiranja u odnosu na pribavljanje sredstava prema rocnosti njihovog vezivanja. Ovaj metod prisiljava preduzece da placa vecu cenu za dugorocno pribavljena sredstva cak i u periodima kada mu ona stvarno nisu potrebna sto se odrazava na smanjenje neto dobitka tj. rentabilnosti sto pretpostavlja smanjenje rizika od insolventnosti.

15C. KOMPROMISNI METOD FINANSIRANJA

Finansijski obrazovni organi upravljanja teze kompromisu izmedju metoda finansiranja prema rocnosti vezivanja i konzervativnog metoda finansiranja koji obecava zadovoljavajuci nivo rentabilnosti i dozvoljenu izlozenost riziku od insolventnosti. **Osnovna karakteristika** je da su permanentno prisutna sredstva jednaka srednjoj vrednosti izmedju minimalnih i maksimalnih mesecnih potreba za sredstvima u toku godine koje bi trebalo finansirati iz dugorocnih izvora. Ostatak promenljivih potreba za obrtnim sredstvima morao bi se pribavljati iz kratkorocnih izvora.

Troskovi finansiranja iz kratkorocnih izvora=

Prosečna godišnja obrtna sredstva iz kratkorocnih izvora x Kamatna stopa

**Ukupni troskovi finansiranja = Troskovi finansiranja iz kratkorocnih izvora
+ Troskovi finansiranja iz dugorocnih izvora**

Metod finansiranja prema rocnosti vezivanja pretpostavlja najniza neto obrtna sredstva i najnize troskove finansiranja, najveću rentabilnost i najveći rizik od insolventnosti.

Konzervativni metod finansiranja pretpostavlja najveća neto obrtna sredstva i najveće troskove finansiranja, najmanju rentabilnost i najmanji rizik od insolventnosti.

Kompromisni metod finansiranja pomiruje ekstremne pristupe i pretpostavlja umerenu izlozenost riziku i zadovoljavajucu rentabilnost.

16. UPRAVLJANJE GOTOVINOM

Suficit gotovine, iznad neophodnih potreba smanjuje rentabilnost, smanjuje rizik od nelikvidnosti. Deficit gotovine, iznad neophodnih potreba ugrozava likvidnost, povećava rentabilnost. Svaki suficit gotovine mora imati mogućnosti za plasman iznad redovnog poslovanja. Plasmani su na primer ulaganja u hartije od vrednosti sa kratkim rokom dospeća. Svaki deficit gotovine mora imati izvore svog pokriva.

16A. POJAM I KARAKTERISTIKE OBRTA GOTOVINE

Koeficijent obrta gotovine pokazuje koliko se gotovinskih ciklusa obavi prosečno u toku jedne godine.

$$\text{Koeficijent obrta gotovine} = \frac{\text{Broj dana u godini}}{\text{Prosečno trajanje jednog obrta}}$$

Gotovinski ciklus predstavlja broj dana u godini koji protekne od trenutnog izdavanja gotovine za nabavljene sirovine i material, do momenta primanja gotovine na ime naplate prihoda od prodaje gotovih proizvoda u kojima je nabavka vrednost sirovina i materijala realno sadržana. Smisao upravljanja gotovinom je da se prosečno vreme trajanja obrta što više skрати tj. koeficijent obrta poveća, jer to pretpostavlja poslovanje sa manjim saldom gotovine, ali nikad ne sme saldo gotovine pasti ispod optimalnog, jer bi se ugrozila tekuća likvidnost preduzeća.

16B. UTVRĐIVANJE MINIMALNO POTREBNOG SALDA GOTOVINE

Troškovi koji nastaju u vezi sa gotovinom:

1. troškovi držanja gotovine

- to su oportunitetni troškovi koji su jednaki izgubljenom prinosu, koji bi se mogao ostvariti na nekom ulaganju raspoložive gotovine ili otplate duga.

2. troškovi nedostatka gotovine

- proizilaze iz propustenih kasa-skonta ili drugih prilika, da se potrebne sirovine i material nabavi pod povoljnijim uslovima.

3. troškovi transakcija sa gotovinom

- to su administrativni i manipulativni troškovi i provizije koji nastaju prilikom pribavljanja gotovine tj. njenog transfera u hartije od vrednosti i obrnuto.

Optimalni saldo gotovine je onaj iznos gotovine koji minimizira ukupne troškove gotovine. **Minimalni saldo gotovine** treba da bude jednak prosečnom godišnjem saldu koji je neophodan za obavljanje redovne poslovne aktivnosti preduzeća.

$$\text{Koeficijent obrta gotovine} = \frac{\text{Ukupni godišnji izdaci gotovine}}{\text{-----}}$$

Prosecan saldo gotovine

Ukupni godisnji izdaci gotovine

Prosecan saldo gotovine= -----
Koeficijent obrta gotovine

17. STRATEGIJE UPRAVLJANJA GOTOVINOM

17A. PROLONGIRANJE ISPLATA KRATKOROCNIH OBAVEZA

Kratkorocne obaveze su obaveze prema dobavljacima za kupljene sirovine i materijale. Slucajevi za primenu ove strategije:

1. kada su dobavljac stvorno zavisni od preduzeca-kupca, kada ono apsorbuj veliki iznos njihove prodaje
2. odlaganje obaveza prema dobavljacima moze da proistekne iz sporazumne i dugorocne saradnje preduzeca, dobavljacka i kupca. Dobavljac moze da tolerise prolongiranje ako je kupac mlado preduzece u razvoju.

U uslovima oskudice za gotovinom dobavljac zaracunavaju zateznu kamatu kupcima za sva nenaplativa potrazivanja posle isteka kreditnog perioda. Istovremeno im nude kasa-skonto za sve isplate u toku diskontnog perioda. Bolja strategija je kasa-skonto. **Prolongiranje placanja** raznih akumuliranih obaveza, je moguće jer su te obaveze besplatni kredit koji preduzece uziva od momenta nastanka i ukalkulisanja tih obaveza do njihove definitivne isplate. Sto duze preduzece koristi ovaj kredit to mu je manje potrebno gotovine za redovno poslovanje. Medjutim, odlaganje isplata ove vrste obaveza je drastico restriktivnije od prolongiranja obaveza prema dobavljacima, jer povlaci razne finansijske i pravne sankcije. Prolongiranje obaveza imalo bi za cilj: pad gotovinskog ciklusa, pad minimalnog salda gotovine, pad troskova gotovine, rast koeficijenta obrta gotovine.

17B. EFIKASNOST UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Efikasnost se manifestuje kroz povecanje koeficijenta obrta ukupnih zaliha tj. skracivanje prosecnog vremena trajanja njihovog obrta. Pobljsanje efikasnosti upravljanja ukupnim zalihama se moze ostvariti putem efikasnijeg upravljanja pojedinacnim oblicima zaliha. Nabavna funkcija treba da poveca koeficijent obrta sirovina i materijala koristeći savremene tehnike kontrole zaliha. Proizvodna funkcija treba da omoguci skracenje proizvodnog ciklusa tj. povecanje koeficijenta obrta nedovrsene proizvodnje. Prodajna funkcija treba da omoguci povecanje koeficijenta obrta gotovih proizvoda.

17C. UBRZANJE NAPLATE POTRAZIVANJA OD KUPACA

Smanjenje minimalno potrebnog salda gotovine se može ostvariti i putem ubrzanja naplate potraživanja od kupaca tj. povećanjem koeficijenta njihovog obrta. Potraživanja od kupaca vezuju gotovinu koja ako se oslobodi može da bude uložena u druga produktivna sredstva ili plasmane koji odbacuju manji ili veći prinos od svoje upotrebe. Uslovi kreditiranja kupaca determinisu kreditne standarde i politiku naplate nastalih potraživanja. Kreditni standardi se odnose na strogost kriterijuma koji se primenjuju na kreditiranje pojedinih grupa kupaca. Politika naplate podrazumeva različite mere koje primenjuju da bi se potraživanja od kupaca što pre konvertovala u gotovinu. Faktoring poslovi podrazumevaju prodaju potraživanja od kupaca pre isteka kreditnog perioda tj. još u momentu njihovog nastanka.

17D. KOMBINOVANJE POJEDINIH STRATEGIJA UPRAVLJANJA GOTOVINOM

Preduzeće bi trebalo da pokuša da simulatnim prolongiranjem isplate kratkoročnih obaveza, efikasnijim upravljanjem ukupnim i pojedinačnim zalihama i ubrzanjem naplate potraživanja od kupaca postigne skraćivanje gotovinskog ciklusa tj. smanji minimalno potreban saldo gotovine. Treba paziti da se prolongiranjem isplata kratkoročnih obaveza ne poremeti kreditni bonitet preduzeća tj. da se na račun efikasnosti upravljanja zalihama ne poremeti kontinuitet proizvodnje i prodaje.

18. PLASMAN PERIODIČNIH VISKOVA GOTOVINE

Predstavlja ulaganje privremeno slobodne gotovine u depozite i kratkoročne hartije od vrednosti. Tako se ostvaruje prinos, a do neophodne gotovine lako se dolazi prodajom ovih hartija od vrednosti.

18A. OSNOVNE KARAKTERISTIKE KRATKOROČNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Osnovne karakteristike:

1. imaju kratak rok dospeća, dospevaju na naplatu u periodu kraćem od godinu dana.
2. vlasniku donose prinos u obliku kamate (emitent plaća kamatu kupcu za korišćenje gotovine)
3. spadaju u likvidna sredstva kao i gotovina
4. utrziwe kratkoročne hartije od vrednosti su one hartije od vrednosti čiji se promet tj. kupovina i prodaja vrši na kratkoročnom finansijskom tržištu, tržištu novca.
5. tržište novca ima svoju sirinu (koja zavisi od broja učesnika u prometu) i dubinu (koja zavisi od vrednost prometa koji se obavi na tom tržištu).

Motivi za kupovinu kratkoročnih hartija od vrednosti:

1. tranzitorni motiv

- mogućnost da se u unapred poznatom trenutku mogu izvršiti plaćanja za porez, kamatu, isplatu dividendi.
- 2. spekulativni motiv
 - preduzeće raspolaze sa viskom gotovine ali nema alternative za ulaganje. Tada kupuje kratkoročne hartije od vrednosti, a kada se ukazu povoljne alternative one ih iskoristiti.

Visina prinosa tj. kamata na pojedine kratkoročne hartije od vrednosti uslovljena je različitim vrstama rizika:

1. rizik od neplaćanja obaveza

- kada dužnik nije sposoban da plati dospelu kamatu ili glavnicu

2. slučajni rizik

- zbog događaja koji se desavaju iznenada i ne mogu se planirati

3. rizik od promene cena hartija od vrednosti

- zato što se tržišna stopa kapitalizacije hartija od vrednosti menja sa protokom vremena. Ako stopa poraste cena će opadati.

4. inflacioni rizik

- smanjenje kupovne snage novca

5. rizik od nelikvidnosti

- nemogućnost da se hartija od vrednosti proda u kratkom roku približno po njenoj tržišnoj vrednosti

Utvrđena nominalna ili tržišna kamatna stopa za datu hartiju od vrednosti može se prikazati na sledeći način:

$$K_{\text{nom}} = k^* + \text{IP} + \text{DRP} + \text{LP} + \text{MRP}$$

Gde je:

k^* -stvarna kamatna stopa bez rizika (stopa inflacije 0)

IP-premija za očekivanu inflaciju

DRP-premija za rizik od neplaćanja

LP-premija za rizik od nelikvidnosti

MRP-premija za rizik od promene cena

18B. VRSTE KRATKOROCNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Kratkoročne hartije od vrednosti mogu se grupisati u dve grupe: državne i nedržavne.

Državne kratkoročne hartije od vrednosti su:

1. državni blagajnički zapisi

- emituje ih državna blagajna i ona garantuje plaćanje glavnice i kamate
- prinos na ove hartije od vrednosti oslobođen je plaćanja poreza
- prodaju se u diskontnoj formi, kupac plaća iznos nominalne vrednosti umanjen za obračunatu kamatu, a u trenutku dospelosti naplaćuje nominalnu vrednost

2. kratkoročne hartije od vrednosti državnih agencija

- ove hartije od vrednosti emituju federalne agencije u SAD, ali država ne garantuje za ove emisije

- mogu se prodati sa kuponskom kamatom ili u formi diskonta

3. državne obveznice

- rok dospelosti od 1-7 godina sa kuponskom kamatom

Nedrzavne hartije od vrednosti su:

1. certifikat o depozitu

- pisani instrument kojim se potvrđuje deponovanje izvesne sume novca kod poslovne banke

2. komercijalni papiri

- emituju ih velika solidna preduzeca sa velikim kreditnim bonitetom

3. ugovori o otkupu hartija od vrednosti

- poslovna banka prodaje državne ili nedržavne hartije od vrednosti da bi ih otkupila po unapred utvrđenoj ceni u roku dospelosti

Nas zakon o hartijama od vrednosti ih deli na:

1. državne zapise

- emituje ih država radi popunjavanja budžeta

2. blagajnički zapisi

- emituje ih Narodna Banka Srbije, banke i druge finansijske institucije
- prodaju se u diskontnoj formi

3. komercijalni zapisi

- emituju ih pravna lica u svrhu prikupljanja novčanih sredstava

4. certifikat o depozitu

- emituju banke i druge finansijske organizacije
- može biti kratkorocni i dugorocni

19. OPTIMALAN ODNOS GOTOVINE I HARTIJA OD VREDNOSTI

Za donosenje odluka u kom obimu i kada emitovati i prodati tj. kupiti sopstvene hartije od vrednosti koriste se dva modela: Baumol-ov i Miller-Orr-ov model.

19A. BAUMOL-OV MODEL

Pretpostavka ovog modela je da su novčani tokovi tj. primanja i izdavanja gotovine ravnomerni u odredjenom vremenskom periodu.

$$\text{Ukupni troškovi gotovine} = \frac{C}{2} \times k + \frac{T}{C} \times F$$

Gde je:

C - iznos gotovine od emitovanja i prodaje kratkorocnih hartija od vrednosti

C/2- prosečan saldo gotovine

K - oportunitetni troškovi držanja gotovine izraženi u procentima

T - ukupan iznos neto potrebne imovine

F - fiksni troškovi transakcija po jednoj transakciji

Optimalna velicina jedne transakcije:

$$C_{opt} = \frac{2 \times F \times T}{k}$$

U vezi sa pribavljanjem gotovine nastace troskovi brokerske provizije kao i drugi troskovi transakcija koji su fiksni po jednoj transakciji. Emitovanje i prodaju kratkorocnih hartija od vrednosti trebalo bi vrsiti u optimalnim velicinama transakcije jer se na taj nacin obezbedjuje optimalni saldo gotovine. Optimalne velicine ce se dobiti kada navedeni ukupni troskovi gotovine budu minimalni.

19B. MILLER-ORR-OV MODEL

Pretpostavka ovog modela je neravnomernost tokova primanja i izdavanja gotovine. Zadatak modela je da se utvrdi optimalan saldo gotovine kao i maksimalni saldo gotovine.

Optimalan saldo gotovine:

$$Z = \frac{3B^2}{4i} + L$$

Gde je:

- B - fiksni troskovi po transakciji kratkorocnih hartija od vrednosti u gotovinu i obrnuto
- varijansa dnevnog salda gotovine
- i - dnevna kamatna stopa

L - minimalan saldo gotovine

Maksimalni saldo gotovine = $3Z - 2L$

Kada se dostigne maksimalni saldo gotovine treba transferisati gotovinu u kratkorodne hartije od vrednosti u visini razlike izmedju maksimalnog salda gotovine i optimalnog salda gotovine. Ako se dostigne donja granica tj. minimalni saldo gotovine (L) treba transferisati kratkorodne hartije od vrednosti u gotovinu u visini razlike izmedju optimalnog i minimalnog salda gotovine (Z-L), pa ce se opet dobiti optimalni saldo gotovine. Ako se saldo gotovine odrzava izmedju maksimalnog salda (gornja granica) i minimalnog salda (donja granica), ne treba vrsiti transfer hartija od vrednosti u gotovinu i obrnuto.

20. UPRAVLJANJE KUPCIMA

Potrazivanja od kupaca su kredit koji preduzece odobrava kupcima njegovih proizvoda i usluga. Da bi zadržala postojeće i animirala nove kupce većina proizvodnih preduzeća prinudjena je da prodaje na kredit. Uslovi kreditiranja kupaca u pojedinim privrednim granama mogu biti različiti ali preduzeća iz iste grane nude ujednačene kreditne uslove.

20A. KREDITNA POLITIKA PREDUZECA

Kreditnom politikom se definišu uslovi pod kojim se nekom kupcu može odobriti kredit i koliki iznos kredita. Dimenzije kreditne politike: kreditni standardi i kreditna analiza.

20AA. KREDITNI STANDARDI

Kreditni standardi su minimalni kriterijumi koje kupac mora da zadovolji da bi mu se odobrio kredit i maksimalni rizik koji je preduzeće spremno da prihvati u vezi za davanjem kredita. Kreditna politika je skup uslova pod kojima se nekom može odobriti kredit.

Da bi se rizik procenio kupac se testira sa stanovista:

1. karaktera

- izražava se stepenom verovatnoće da će kupac postovati svoje obaveze

2. kapaciteta

- odnosi se na subjektivnu procenu proizvodne i prodajne sposobnosti kupca (na osnovu finansijskih izveštaja)

3. kapitala

- to je opšte finansijsko stanje kupca.

4. kolateralnog obezbedjenja

- traži se medju onim poslovnim sredstvima koja mogu da posluze kao realna zaloga za dug

5. opstih koalicija

- očekivani uticaj spoljasnih faktora koji mogu da se odraze na sposobnost preduzeća da izvršava obaveze.

Ključne varijable koje se moraju uzeti u obzir:

1. administrativni troškovi

- relativno fiksni
- njihov veći deo su izdaci za živi ljudski rad
- uzimaju se kao pretežno varijabilni

2. troškovi držanja potraživanja od kupaca

- to su oportunitetni troškovi određeni izgubljenim prinosom tj. kamatom koja bi se mogla ostvariti na ulaganje kapitala u najbolju odbacenu alternativu umesto u potraživanja od kupaca

3. gubici zbog nenaplativih potraživanja

- u slučaju slabljenja kreditnih standarda rizik nastanka tih gubitaka se povećava i raste broj kupaca koji neće izmiriti svoje obaveze

4. obim prodaje

- labavljenje kreditnih standarda treba da bude kompenzirano povećanim obimom prodaje.

20AB. OCENA ALTERNATIVNIH KREDITNIH STANDARDA

Samo u slučaju kada je diferencijalni dobitak veći od diferencijalnih troškova na dodatna ulaganja u potraživanja od kupaca, popustanje u kreditnim standardima može da ima svoje finansijsko opravdanje.

20ABa. DIFERENCIJALNI DOBITAK NA PRODAJI

Kod diferencijalnog dobitka na prodaji treba obracunati prihode i troškove za postojeći i očekivani obim prodaje i utvrditi razliku u dobitku između ta dva obima.

20ABb. DIFERENCIJALNI TROŠKOVI ULAGANJA U POTRAZIVANJA OD KUPACA

Diferencijalni troškovi ulaganja u potraživanja od kupaca mogu se dobiti kao razlika između troškova držanja potraživanja od kupaca pre i posle relaksiranja kreditnih standarda.

$$\text{Prosecan saldo potraživanja od kupaca} = \frac{\text{Ukupna prodaja na kredit}}{\text{Koeficijent obrta kupaca}}$$

$$\text{Prosečna ulaganja u potraživanja od kupaca pre i posle relaksacije} = \frac{\text{Troškovi realiz. proizvoda i usluga na kredit}}{\text{.....}}$$

20AC. KREDITNA ANALIZA

Kreditna analiza se odnosi na ocenu globalne kreditne sposobnosti kupaca, na utvrđivanje maksimalnog iznosa kredita, koji kupac može da podnese. Otvoreni kredit precizira gornji limit duga koji kupac može da ima u bilo kom trenutku u toku godine.

20ACa. PRIKUPLJANJE KREDITNIH INFORMACIJA

Izvori kreditnih informacija:

1. kupci

- kreditno odeljenje traži od kupaca da mu podnesu regularne finansijske izveštaje, bilans stanja i bilans uspeha, za poslednjih nekoliko godina na bazi kojih se može steci kompletan sud o njegovoj finansijskoj stabilnosti, likvidnosti, rentabilnosti, sposobnosti zaduzivanja.

2. banka

- preduzeće od svoje banke traži da preko banke kupca prikupi o njemu relevantne kreditne informacije o tokovima i stanju gotovine kupca na racunu kod banke

3. dobavljači

- sa kojima kupac odzava poslovne odnose
- iz tih informacija se saznaje koliki je maksimalni kredit uzivao kod ostalih dobavljača u prošlosti, da li je kupovao na otvoren kredit i da li je sklon odlaganju placanja.

4. agencije i biro

- lokalnog, regionalnog i nacionalnog karaktera koji se profesionalno bave ocenom i rangiranjem kreditnog boniteta preduzeća

5. knjige reference o kreditnoj sposobnosti

- sadrže informacije o vrsti i veličini preduzeća, poslovnoj i finansijskoj snazi, kreditnom rangu.

20ACb. ANALIZA KREDITNIH INFORMACIJA

Pre nego što donese konačnu odluku o kreditorima za kreditno odeljenje je od interesa da sazna kako taj kupac izvršava svoje obaveze prema ostalim dobavljačima.

$$\text{Prosecno vreme isplate dobavljača} = \frac{\text{Saldo dobavljača x 360 dana}}{\text{Nabavka sirovina i materijala}}$$

Analiza obuhvata:

1. **ocenu likvidnosti**, preko
 - opsteg racia likvidnosti

- posebnog racia likvidnosti
- koeficijenta obrta potrazivanja i zaliha
- stanja neto obrtnih sredstava
- 2. **ocenu rentabilnosti**, preko:
 - stope poslovnog i neto dobitka
 - stope prinosa na ukupna i sopstvena sredstva
- 3. **ocenu zaduzenosti**, preko:
 - odnos kratkorocnih obaveza prema neto obrtnim sredstvima
 - ucesce pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja

Ocena kreditne sposobnosti kupca zavisi najvećim delom od sposobnosti subjektivnog rasudjivanja ljudi u kreditnom odeljenju koja se stice licnim saznanjima i iskustvom.

21. KREDITNI USLOVI

Kreditni uslovi su uslovi placanja koje preduzece zahteva od kupaca na kredit. Kreditni uslovi obuhvataju sledece elemente:

1. kasa-skonto
2. diskontni period
3. kreditni period

21A. KASA-SKONTO

Efekti kasa-skonta su sledeci:

1. Uvodjenje ili povecanje kasa-skonta treba da dovede do povecanja obima prodaje.
 2. Prosecni period naplate potrazivanja ce da se skrati.
 3. Gubici zbog nenaplativih potrazivanja treba da se smanje
 4. povecace se ukupni dobitak
- Jedini negativni aspekt je smanjenje dobitka po jedinici proizvoda.

Troskovi uvodjenja kasa-skonta = % kasa-skonta x prihodi od prodaje na kredit

21B. DISKONTNI PERIOD

Efekti promena u duzini diskontnog perioda na poslovni i neto dobitak zavise od toga kako te promene uticu na prosecan period naplate potrazivanja. Skracivanje prosecnog perioda naplate potrazivanja povecava koeficijent obrta kupaca i smanjuje prosecna ulaganja u potrazivanja sto dovodi i do smanjenja troskova njihovog drzanja. Produzenje diskontnog perioda imalo bi smisla samo ako bi diferencijalni dobitak na prodaji proizvoda i usluga bio dovoljno veliki da pokrije diferencijalne troskove drzanja potrazivanja.

21C. KREDITNI PERIOD

Produzenje kreditnog perioda utice na povecanje obima prodaje, jer olaksani uslovi placanja animiraju nove kupce da vrse nabavku na kredit. Produzenje kreditnog perioda ima za posledicu produzenje prosecnog perioda naplate potrazivanja i povecanje gubitka zbog nenaplativih potrazivanja.

Ocekivani gubitak zbog nenaplativih potrazivanja = $\frac{\text{Prod. cena po jed. real. proizvoda} + \text{Tros. drzanja potrazivanja}}{\text{Diferencijalni prihod od prodaje}}$

22. POLITIKA NAPLATE POTRAZIVANJA

Politika naplate potrazivanja definise napore i postupke koje treba uciniti da bi se potrazivanja od kupaca naplatila o roku njihovog dospeca. Gubitak zbog nenaplativih potrazivanja zavisi od: politike naplate i politike kreditiranja. Povecanje napora i izdataka za naplatu potrazivanja dovodi do smanjenja gubitaka zbog nenaplativih potrazivanja, skracenje prosecnog perioda naplate i povecanja dobitka.

Postupci za naplatu potrazivanja ciji je rok dospeca prosao su:

1. pismene opomene
2. telefonske urgencije
3. licne posete kupcu
4. pravne akcije

Optimalna strategija naplate potrazivanja treba porediti dodatne troskove naplate potrazivanja i smanjenje dobitka zbog moguceg pada obima prodaje sa ocekivanim smanjenjem gubitka zbog nenaplativih potrazivanja i ustedama u troskovima drzanja potrazivanja.

23. UPRAVLJANJE ZALIHAMA

23A. VRSTE ZALIHA

Zalihe predstavljaju ulaganja u faze R-P-R₁ gde je:

- R - ulaganje u sirovine i material
- P - ulaganje u nedovrsenu proizvodnju
- R₁ - gotovi proizvodi

23AA. SIROVINE I MATERIJAL

Sirovine i materijali su: sirovine, osnovni material, pomocni i pogonski material, sitan inventar, ambalaza...

Kolike ce zalihe biti u konkretnom slucaju zavisi od vise faktora:

- 1. vreme izvršenja porudzbine**
 - broj dana koji protekne od momenta ispostavljanja porudzbine dobavljacu do prijema sirovina i materijala na skladiste.
 - sto je vreme duze, preduzece mora imati vece zalihe.

2. ucestalost upotrebe pojedinih sirovina i materijala

- zalihe sirovina i materijala koji se cesce koriste bice vece od zaliha onih koji se upotrebljavaju manje.

3. njihove cene (nabavke)

- u slucaju jeftinijih sirovina i materijala, oni se mogu nabavljati s vremena na vreme u vecim kolicinama.

4. fizicke i komercijalne karakteristike

- sirovine i materijali koji su izloženi vecem riziku od kvara, loma, isparenja ili moralnog zastarevanja, ne mogu se nabavljati u vecim kolicinama zbog velikih gubitaka u njihovoj vrednosti.

23AB. NEDOVRSENA PROIZVODNJA

Nedovrsena proizvodnja obuhvata sva sredstva nad kojima se jos obavlja proizvodnja u toku. To su delimicno završeni proizvodi. Nivo nedovrsene proizvodnje zavisi od duzine i složenosti proizvodnog procesa. Tehnicki i tehnoloski faktori uticu na duzinu proizvodnog procesa. Upravne odluke uticu na vreme i ulaganja u nedovrsene proizvode. Proizvodnja u vecim serijama omogucava pad troskova proizvodnje, povecanje zaliha nedovrsenih proizvoda. Uvodjenje druge ili trece smene povecava ukupne proizvodnju ali zalihe proizvodnje u toku ne moraju da rastu proporcionalno povecanju ukupnog obima.

23AC. GOTOVI PROIZVODI

Gotovi proizvodi obuhvataju sva sredstva na kojima je proces proizvodnje završen, ali jos nisu prodati. Proizvodjaci specijalizovanih proizvoda poseduju vrlo male ili nikakve zalihe gotovih proizvoda. U dugom roku kretanje zaliha gotovih proizvoda srazmerno je obimu prodaje. U kratkom roku zalihe variraju inverzno u odnosu na obim prodaje. Ako stvarni obim prodaje padne ispod ocekivanog, a proizvodnja ne prati taj pad doci ce do naglog gomilanja zaliha. Ako je pad obima prodaje kratkotrajan treba odrzavati stabilnu proizvodnju uz povecanje zaliha gotovih proizvoda. Ako je pad obima prodaje dugotrajan treba drasticno smanjiti proizvodnju da bi se narasle zalihe gotovih proizvoda dovele u razuman odnos sa smanjenom prodajom.

24. FUNKCIONALNI ASPEKTI UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Na nivo pojedinacnih i ukupnih zaliha moze se uticati odlukama finansijske, prodajne, proizvodne i nabavne funkcije.

24A. ASPEKT FINANSIJSKE FUNKCIJE

Svaka odluka o zalihama ima uticaj na finansijske potrebe preduzeca. Finansijski rukovodilac mora da bude spreman i sposoban da ucestvuje u kreiranju takve politike zaliha koja je uskladjena sa realnom finansijskom situacijom preduzeca. Opsti stav finansijskih rukovodilaca prema zalihama je da one budu sto nize da bi se sto vise gotovine oslobodilo za druge alternativne upotrebe. Svoje stavove i odluke on mora da koordinira sa rukovodiocima ostalih poslovnih funkcija sa ciljem da se dodje do kompromisa koji je nivo razlicitih zaliha neophodan da se obezbedi nesmetano odvijanje slozenog procesa proizvodnje i prodaje.

24B. ASPEKT PRODAJNE FUNKCIJE

Rukovodilac prodajne funkcije zainteresovan je za nivo zaliha gotovih proizvoda. On bi zeleo da raspolaze vecim zalihama svih vrsta gotovih proizvoda. To bi mu omogućilo da na vreme zadovolji sve prispele porudzbine od kupaca. Od procenjene traznje i planiranog obima prodaje zavisi i aktivnost ostalih funkcija preduzeca i nivo ukupnih i pojedinačnih zaliha. Rukovodilac proizvodnje mora da planira kolicinu i dinamiku proizvodnje u toku da bi zadovoljio zahteve prodajne funkcije sa zalihama gotovih proizvoda. Finansijski rukovodilac treba da kaze da li su ti zahtevi zaista finansijski opravdani.

24C. ASPEKT PROIZVODNE FUNKCIJE

U nadležnosti ove funkcije su zalihe sirovina i materijala i proizvodnje u toku. Odluke u pogledu tih zaliha direktno uticu na nivo zaliha gotovih proizvoda. Efikasnost proizvodne funkcije ocenjuje da li blagovremeno snabdeva prodajnu funkciju potrebnim zalihama gotovih proizvoda i kako uspesno kombinuje faktore proizvodnje radi smanjenja troskova po jedinici proizvoda. Rukovodilac proizvodnje bi zeleo da raspolaze obilnijim zalihama sirovina i materijala dobrog kvaliteta i potrebnog asortimana. Finansijski rukovodilac gleda na zalihe sirovina i materijala kao na uloženi novac, koji ima svoju cenu. Zahtev za sto nizim troskovima po jedinici proizvoda stimulira rukovodioca proizvodnje da proizvodi u vecim kolicinama, jer to omogućava ustede na fiksnim troskovima pripreme i lansiranja proizvodnih serija. Ali proizvodnja u vecim serijama povecava zalihe gotovih proizvoda na sta finansijski rukovodilac ne gleda sa simpatijama.

24D. ASPEKT NABAVNE FUNKCIJE

Rukovodilac nabavne funkcije je zainteresovan za zalihe sirovina i materijala. Njegova odgovornost je da sirovine i materijali koji su potrebni proizvodnji stoje na raspolaganju u dovoljnim kolicinama i u pravo vreme. Rukovodilac nabavne funkcije nije jedini odgovoran za nivo zaliha sirovina i materijala. Iako on odlucuje o njihovom povecanju, rukovodilac proizvodnje je odgovoran za njihovo racionalno smanjenje. Rukovodilac nabavne funkcije je zainteresovan za kupovinu sirovina i materijala u vecim kolicinama nego sto je to potrebno proizvodnji da bi iskoristio kolicinske popuste koje nude

dobavljači. Finansijski rukovodilac treba da bude svestan svog uticaja na stanje ukupnih zaliha.

25. RELEVANTNI TROSKOVI ZALIHA

Optimalnom količinom zaliha se može smatrati samo onaj nivo zaliha koji uzrokuje najniže ukupne troškove njihovog posjedovanja.

Sa stanovišta racionalnog upravljanja zalihama troškovi se dele na:

1. troškove pribavljanja zaliha
2. troškove držanja zaliha
3. troškove nedostatka zaliha

25A. TROSKOVI PRIBAVLJANJA ZALIHA

Troškovi pribavljanja zaliha sirovina i materijala su troškovi koji nastaju u procesu njihove nabavke. Javljaju se u vezi sa istraživanjem tržišta nabavke, pregovorima sa dobavljačima, prijemom i smestanjem sirovina i materijala. Ako su u pitanju nabavke kod već proverenih dobavljača onda su te nabavke rutinske i bice niži troškovi od nabavke koja zahteva proučavanje tržišta i analiziranje ponuda više konkurentskih dobavljača. Troškovi zamene prodatih gotovih proizvoda su tzv. troškovi pripreme ili aranžiranja proizvodnje. Obuhvataju troškove ispostavljanja i kompletiranja radnog naloga za proizvodnju dodatnih gotovih proizvoda, troškove pripreme i proučavanja tehničkih uputstava i specifikacija, troškove regulisanja masina. Posle izvesnog nivoa fiksnih troškova, dodatni iznosi troškova pripreme proizvodnje rastu, manje ili više, proporcionalno broju proizvodnih serija što znači da su po jednoj seriji približno fiksni.

25B. TROSKOVI DRZANJA ZALIHA

Troškovi držanja zaliha su svi troškovi koji su prouzrokovani postojanjem i držanjem zaliha u preduzeću. Neki od njih se ponasaju kao fiksni u odnosu na promene obima zaliha (troškovi magacinskog prostora i opreme). Drugi troškovi variraju srazmerno povećanju ili smanjenju zaliha.

Vrste troškova držanja zaliha:

1. troškovi kapitala

- to su oportunitetni troškovi tj. propušteni prinosi koje bi preduzeće moglo da ostvari ulaganjem ograničenih finansijskih sredstava u najbolju alternativu.

2. troškovi rizika i zaliha

- odnose se na gubitak u vrednosti zaliha zbog izloženosti oštećenju, kvarenju...
- promene ukusa potrošača mogu dovesti do zastarelosti postojećih zaliha gotovih proizvoda, nedovršene proizvodnje pa i zaliha sirovina i materijala.

3. dodatni troškovi

- nastaju u vezi sa manipulacijom.

- ako pribavljanje većih količina zaliha prouzrokuje pretrpanost skladišta i premještanje zaliha sa jednog mesta na drugo, dodatni troškovi rukovanja zalihama mogu biti znatni
- troškovi uskladištenja zavise od veličine više nego od vrednosti pojedinih vrsta zaliha mada vrednije zalihe mogu zahtevati dodatne troškove zaštite i obezbeđenja.

25C. TROŠKOVI NEDOSTATKA ZALIHA

Troškovi nedostatka zaliha nastaju ako dodje do:

1. nedostatka zaliha sirovina i materijala

- dolazi do povećanja ukupnih i prosečnih troškova zbog smanjenja obima ili prekida proizvodnje

2. nedostatka zaliha gotovih proizvoda

- nivo ovih zaliha zavisi od ponasanja kupca
- prema tome razlikujemo **tri ponasanja**:
 - o ako kupac odustane od porudzbine (troškovi nedostatka zaliha ispoljavaju se u izgubljenom doprinosu finansijskom rezultatu od konkretne porudzbine)
 - o ako kupac prihvati supstitut umesto poručenog proizvoda (troškovi nedostatka zaliha svode se na razliku u doprinosu finansijskom rezultatu koji je ostvaren prodajom supstituta i doprinosa koji bi mogao biti ostvaren da je kupcu isporučen proizvod koji je zahtevao)
 - o ako kupac pristine da čeka na traženi proizvod (javljaju se dodatni troškovi evidencije odloženih porudzbina i troškovi u vezi sa pospešivanjem proizvodnih naloga i drugih napora da se isporuka ubrza).

Tzv. **sigurnosne zalihe** su one koje preduzeća drži iznad trenutnih potreba proizvodnje i prodaje sa namerom da smanje rizik od nastanka nedostatka zaliha.

26. OSNOVNE ODLUKE O ZALIHAMA

Osnovne odluke o zalihama su:

1. koliko pribavljati zaliha u jednoj porudzbini
2. u kojim intervalima vršiti pribavljanje

26A. KLASIFIKACIJA ZALIHA SA STANOVISTA KONTROLE I UPRAVLJANJA

Preduzeća koja posluju sa ogromnim brojem vrsta zaliha treba da ih klasifikuju prema visini monetarnih ulaganja koja predstavljaju.

ABC sistem grupisanja zaliha:

Grupa A – one vrste zaliha koje zahtevaju najveća novčana ulaganja

- Grupa B – one vrste zaliha sa nesto nizom pojedinacnom cenom tj. nesto vecim koeficijentom obrta
- Grupa C – sve preostale vrste zaliha koje zajedno pretpostavljaju srazmerno najmanja ulaganja.

Nivoi ulaganja:

- Grupa A – najvisi stepen kontrole jer zahtevaju najveca monetarna ulaganja
- Grupa B – mogu da budu kontrolisane manje skupim metodama i ne tako ucestalo kao zalihe iz grupe A.
- Grupa C – zasluuju najmanje paznje jer ih treba pribavljati u vecim kolicinama da bi se dobile po najmanjoj ceni.

26B. KOLIKO PRIBAVLJATI ZALIHE

Ovaj problem se odnosi na utvrdjivanje optimalne velicine porudzbine za nabavku sirovina imaterijala tj. optimalnu velicinu proizvodne serije za dopunu zaliha gotovih proizvoda.

26BA. OPTIMALNA VELICINA PORUDZBINE

Optimalna velicina porudzbine je ona kolicina jednokratno nabavljenih sirovina ili materijala koja obezbedjuje najnize ukupne troskove pribavljanja i drzanja zaliha. Tabelarni i graficki metod za utvrdjivanje optimalne velicine porudzbina su spori i skupi. Optimalna velicina porudzbine se moze utvrditi koriscenjem razlicitih matematickih modela.

Ukupni troskovi zaliha:

$$T = \frac{A}{Q} \times S + \frac{C \times Q}{2} \times i$$

Gde je:

- A -ukupna godisnja upotreba materijala
 S -troskovi jedne porudzbine
 C -nabavna cena po jedinici materijala
 i -troskovi drzanja zaliha materijala u %
 Q -velicina porudzbine u jedinicama

Prvim izvodom jednacine dobijamo optimalnu velicinu porudzbine:

$$Q_{opt} = \frac{2 \times A \times S}{C \times i}$$

26BB. OPTIMALNA VELICINA PROIZVODNE SERIJE

Velicina proizvodne serije bi trebalo da je jednaka onoj velicini proizvodnje po seriji koja bi minimizirala ukupne godisnje troskove pripreme proizvodnje i troskove drzanja prosečnih zaliha. I ovde se koristi matematicki model za utvrđivanje optimalne velicine porudzbine:

Ukupni troskovi:

$$T = \frac{A}{Q} \times S + \frac{C \times Q}{2} \times i \times \frac{P - A}{P}$$

Gde je:

- A -ukupna godisnja proizvodnja po jedinici
- C -cena koštanja po jedinici
- i -troskovi drzanja zaliha gotovih proizvoda u %
- P -maksimalni godisnji kapacitet
- Q -velicina proizvodne serije u jedinicama

Prvi izvod prethodne jednacine daje formulu za optimalnu velicinu proizvodne serije:

$$Q_{opt} = \frac{2 \times A \times S}{C \times i} \times \frac{P}{P - A}$$

Izmedju formule za utvrđivanje optimalne velicine porudzbine sirovina i materijala i optimalne velicine proizvodne serije postoji bliska medjuzavisnost. Te dve formule razlikuje samo faktor $\frac{p}{p-a}$

Kada je $p > A$, faktor $\frac{p}{p-a} > 1$ znaci da je optimalna velicina proizvodne serije veća od optimalne velicine porudzbine materijala i sirovina.

27. KADA PRIBAVLJATI ZALIHE

Ako se radi o nabavci sirovina i materijala to vreme zavisi od:

1. vremena neophodnog da se plasira porudzbina, i
2. vremena potrebnog da se pripremi i isporuci porucena kolicina

Ako se radi o zalihama koje se proizvode u samom preduzecu onda je to vreme koje je potrebno da se:

1. lansira radni nalog
2. izvrsi priprema
3. obavli proizvodnja
4. završeni proizvodi dopreme u magacin.

Moment plasiranja porudzbine = Vreme izvršenja porudzbine x Dnevna potreba

27A. USLOVI NEIZVESNOSTI I SIGURNOSNE ZALIHE

Tesko se može računati sa kontantnim vremenom za izvršenje porudzbine jer je i ono pod dejstvom iznenadnih i nepredvidivih fluktuacija. Preduzeće mora da drži izvesnu rezervu zaliha tzv. sigurnosne zalihe da ne bi dospelo u situaciju nedostatka zaliha. Dok sigurnosne zalihe izazivaju dodatne troškove držanja zaliha nedostatak zaliha implicira oportunitetne troškove u vidu propuštenih prinosa.

27AA. NEIZVESNOST U POGLEDU UPOTREBE ZALIHA

Optimalan je onaj nivo sigurnosnih zaliha koji izaziva ukupne troškove držanja i nedostatka zaliha. Uravnoteženje tih troškova se može postići ako se zna raspon verovatnoća buduće upotrebe zaliha, prodaje ili potrošnje.

27AB. NEIZVESNOST U POGLEDU VREMENA ZA IZVRSENJE PORUDZBINE

Ova neizvesnost može da dovede do pojave nedostatka zaliha i potrebe da se drže nešto veće sigurnosne zalihe da bi se taj nedostatak eliminisao. Moguće varijacije u vremenu izvršenja porudzbine neophodno je proceniti i kvantificirati njihov uticaj sa stanovišta utvrđivanja optimalnog volumena sigurnosnih zaliha.

28. SISTEM UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Ako bi se upravljanje zalihama sirovina, materijala ili robe posmatralo kao jedan povezan sistem onda bi se kao podsistemi mogli posmatrati:

1. optimalna velicina porudzbine,
2. optimalni momenat za plasiranje porudzbina
3. evidencija novih zaliha.

29. JUST IN TIME SISTEM UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Just in time sistem upravljanja zalihama znači da isporuka materijala stize “tačno na vreme” tj. da ne postoje zalihe materijala. Cilj je da se proizvodnja učini maksimalno efikasnom i da se troškovi držanja zaliha svedu na minimum. JIT zahteva reformu proizvodnog procesa i integralnu informacionu mrežu. Najvažnija stavka ovog sistema su odnosi sa dobavljačima. Dobavljači moraju da izvrše isporuke različitih vrsta, količina, velicina i boja materijala u tačno određenim intervalima. Ako se prekine kontinuitet snabdevanja od strane dobavljača ili dodje do odstupanja u kvalitetu isporučenih sirovina i materijala.

30. MERILA EFIKASNOSTI UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Koeficijent obrta zaliha je odnos izmedju upotrebe zaliha i njihovog prosecnog stanja u odredjenom periodu.

Merila efikasnosti su sledeci koeficijenti:

$$\text{Koeficijent obrta ukupnih zaliha} = \frac{\text{Cena koštanja prodatih proizvoda}}{\text{Prosečne ukupne zalihe}}$$

$$\text{Koeficijent obrta gotovih proizvoda} = \frac{\text{Cena koštanja prodatih proizvoda}}{\text{Prosečne zalihe gotovih proizvoda}}$$

$$\text{Koeficijent obrta nedovrsene proizvodnje} = \frac{\text{Cena koštanja gotovih proiz. predatih skladistu}}{\text{Prosečne zalihe nedovrsene proizvodnje}}$$

$$\text{Koeficijent obrta materijala} = \frac{\text{Troškovi materijala predatog u proizvodnju}}{\text{Prosečne zalihe materijala}}$$

30A. INDEX EFIKASNOSTI UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Predstavlja odnos pozitivnih i negativnih odstupanja u raspolozivim zalihama u odnosu na unapred normiran nivo zaliha. Raspolozive i normirane zalihe su zalihe koje se vec nalaze u skladistu kao i one iza kojih stoje vec plasirane porudzbine. Normirani nivo zaliha se utvrđuje na bazi poželjnog i prihvatljivog koeficijenta njihovog obrta..

$$\text{Index efikasnosti upravljanja zalihama} = 1 - \frac{\text{Manjak} + \text{Visak}}{\text{Normirane zalihe}}$$

Ako je index blizi 1 ili 100 % to se upravljanje zalihama moze smatrati efikasnijim.

31. FINANSIJSKI ASPEKTI PLANA KAPITALNIH ULAGANJA

Preduzece ima vise mogucnosti za racionalno ulaganje kapitala nego samog kapitala kojim efektivno raspolaze. Vrste planova pomocu kojih se vrši alokacija ogranicenog kapitala na alternativne upotrebe obavlja se pomocu:

1. operativnog plana

- obuhvata sve izdatke koji ce u celini biti rashodovani u stvaranju prihoda i rezultata u toku jedne poslovne godine.

2. plan kapitalnih ulaganja

- odnosi se na one izdatke od kojih se koristi mogu ocekivati u periodu duzem od godine dana

U kontekstu bilansa stanja plan kapitalnih ulaganja moze da bude posmatran:

1. u sirem smislu

- plan tangira dugorocnu aktivu i dugorocnu pasivu i ima zadatak da kombinuje najbolje izvore dugorocnog kapitala i da ih alokira tako da najvise doprinesu rentabilnosti preduzeca

2. u uzem smislu

- plan tangira dugorocnu aktivu.

32. POJAM KAPITALNIH IZDATAKA I INVESTICIONIH PROJEKATA

Karakteristike kapitalnih izdataka:

1. velicina

- kapitalni izdatak treba da bude veliki
- preduzece treba da utvrdi minimalni iznos ispod kog se izdatak ne moze tretirati kao kapitalan vec tekuci
- to se takodje moze utvrditi i zakonskim propisom

2. trajnost

- kapitalni izdatak mora da pokriva period od vise godina

3. ireverzibilnost

- jednom ucinjjen kapitalni izdatak ne moze da bude revidiran ili moze ali uz visoke troskove

Kapitalnim izdatkom mogu se smatrati i:

1. reklama i propaganda
2. istrazivanje i razvoj
3. skolovanje kadrova

Investicioni projekat moze se defrinisati na dva nacina:

1. u uzem smislu,

- to je kompletan i samostalan program koji se odnosi na pribavljanje kapitalnih dobara.
- to su kapitalni izdaci u fiksna sredstva,
- nezavisan je od drugih projekata u smislu da ne moze biti izveden kao faza nekog veceg programa.

2. u sirem smislu,

- to je srodna grupa buducih aktivnosti koje se posmatraju odvojeno iskljucivo u svrhe donosenja odluka.

33. KLASIFIKACIJA KAPITALNIH IZDATAKA

Klasifikacija kapitalnih izdataka odnosno investicionih projekata predstavlja proces njihovog grupisanja u slične kategorije ili skupine.

Klasifikacija se može vršiti prema tome koji im je cilj:

1. pribavljanje fiksnih sredstava

- preduzeće koje se nalazi u fazi rasta ima potrebu za novim fiksnim sredstvima
- pribavljanje se vrši sa ciljem proširenja kapaciteta, izgradnje fabrika...

2. zamena fiksnih sredstava

- karakteristično za zrela preduzeća
- vrši se zbog kvara, zaostajanja u efikasnosti, tehničko-tehnološkog progressa

3. modernizacija fiksnih sredstava

- to su alternative za njihovu zamenu
- sprovodi se kroz rekonstrukciju i usavršavanje postojećih fiksnih sredstava

4. dobijanje manje opipljive koristi za više godina

- izdaci za reklame, propaganda, istraživanje i razvoj, konsultantske usluge
- koristi nisu lako merljive u kvantitativnim izrazima

Kapitalni izdaci se mogu klasifikovati i na:

1. nezavisne investicione projekte

- to su alternative za ulaganje kapitala koje ne konkurisu jedna drugoj tako da prihvatanje jedne alternative automatski eliminiše druge analize

2. međusobno isključivi investicioni projekti

- namenjeni su obavljanju iste funkcije
- prihvatanje jednog iz grupe međusobno isključivih eliminiše ostale iz dalje analize

34. IZRAZAVANJE FINANSIJSKIH KORISTI

Investiciona analiza je proces merenja očekivanih koristi od eksploatacije projekta i njihovo suocavanje sa izdacima kapitala za izvršenje projekta.

Pristupi u merenju finansijskih koristi:

1. tradicionalni (racunovodstveni) pristup

- bazira na projekciji godišnjih finansijskih rezultata gubitka ili dobitka, koji će se dobiti od eksploatacije projekta
- godišnji finansijski rezultat, dobitak od eksploatacije projekta predstavlja obracunsku kategoriju koja je podložna racunovodstvenim konvencijama
- načelo realizacije (racunovodstvena konvencija), prihod od eksploatacije projekta biće alocirani na one godine u kojima se očekuje da će proizvodnja ili usluge biti isporučeni kupcima i fakturisani nezavisno od toga da li će u istim periodima biti naplaceni

2. savremeni pristup

- polazi od podvajanja prihoda i rashoda kao obracunatih velicina od primanja i izdavanja gotovine
- alocirani prihodi od realizacije projekta na jedan period mogu izazvati prijem novca u istom ili budućem periodu. Očekivani diferencijalni dobitci ako nisu naplaceni ne mogu se koristiti.

- Zato se neto novčani tok u veku trajanja projekta gotovo nikada ne poklapa sa godišnjim dobitkom od njegove eksploatacije
- Insistiranje na neto novčanom toku umesto na diferencijalnom dobitku investicionog projekta smatra se značajnijim iz dva razloga. Prvo razumljiviji je organima upravljanja i drugo, od njega u najvećoj meri zavisi buduća investiciona aktivnost preduzeća.

Neekonomske investicije su one investicije čije finansijske koristi obećavaju da budu neatraktivne. Razlozi za razmatranje i izvršenje takvih projekata su nefinansijski ciljevi preduzeća i obezbeđuju kontinuitet poslovanja. Ove investicije nazivaju se još i mandatnim ili defanzivnim.

35. ELEMENTI PLANA NOVČANIH TOKOVA INVESTICIONOG PROJEKTA

Plan relevantnih novčanih tokova nekog investicionog projekta sastoji se iz četiri kvantiteta koje je potrebno proceniti i na bazi kojih je moguće suditi o njegovoj perspektivnoj rentabilnosti:

1. iznos inicijalnog kapitalnog ulaganja
2. neto povećanje budućeg toka poslovne gotovine
3. iznos gotovine koji će biti oslobođen kada se projekat likvidira
4. ekonomski vek trajanja samog projekta

35A. INICIJALNO I DOCNIJE KAPITALNO ULAGANJE U PROJEKAT

Inicijalno kapitalno ulaganje je diferencijalni trosak investicionog projekta. Taj trosak je neto novčani izdatak gotovine koji će nastati ako se razmatrani projekat prihvati. To je iznos gotovine koja se žrtvuje da bi se ostvarile očekivane finansijske koristi od projekta. Osnovna komponenta inicijalnog kapitalnog ulaganja su izdaci u fiksna sredstva i izdaci za povećanje stalnih obrtnih sredstava, ali i troškovi probne proizvodnje fiksnih sredstava ako korišćenje tih sredstava to zahteva. Novi projekat može da omogući upotrebu fiksnih sredstava koja se već nalaze u posjedovanju preduzeća, a koja bi inače ostala neupotrebljiva i prodana. Njihova prodajna vrednost je jednaka procenjenom neto prilivu gotovine od njihove prodaje i tretira se kao kapitalno ulaganje. Dodatna ulaganja u fiksna sredstva u vezi sa nekim investicionim projektom mogu zahtevati i dodatna ulaganja u obrtna sredstva. **Dodatna ulaganja** u stalna obrtna sredstva predstavljaju kapitalno ulaganje.

Dodatni kapitalni izdaci su oni kada investicioni projekat zahteva dodatna (naknadna) ulaganja. Radi se o:

1. poboljšanju postojećeg proizvoda
2. uvođenju novog proizvoda
3. zameni masina

Vazna je i dinamika potrebnih kapitalnih izdataka. Neki projekti pretpostavljaju ulaganja u toku jedne godine dok drugi zahtevaju sukcesivna ulaganja tokom duzem perioda vremena.

35B. NETO NOVČANI TOK OD EKSPLOATACIJE PROJEKTA

Planiranje neto novčanog toka od eksploatacije projekta pocinje procenom godisnjih prihoda i rashoda iz poslovanja koji ce nastati ako se projekat prihvati tj. koji ce izostati ako se projekat eliminiše. Projekti za prosirenje kapaciteta (nabavka novih fiksnih sredstava) zahtevaju i dodatne prihode i dodatne rashode. Dodatni prihodi nastaju iz dodatnog godisnjeg obima prodaje proizvoda i usluga. Dodatni rashodi nastaju usled povecanja troskova proizvodnje, troskova prodaje, troskova uprave i administracije.

Pretpostavka je da ako ocekivani godisnji prihodi od koriscenja projekta se naplacuju u celini u toku godine tj. rashodi se isplacuju u celini u toku godine neto gotovinski tok od uvodjenja novog projekta je zbir ocekivanog godisnjeg dobitka posle oporezivanja i troskova amortizacije (jer ne pretpostavlja efektivne izdatke gotovine). Pretpostavka nije održiva ako postoje vremenska asimetričnost između rashoda i prihoda od koriscenja projekta i primanja i izdavanja gotovine. Procenjene prihode od prodaje potrebno je korigovati na nize ili vise za ocekivan rast ili pad potrazivanja od kupaca krajem godine u odnosu na pocetnu godinu. Procenjeni izdaci gotovine bice veci od ocekivanih troskova eksploatacije projekta ukoliko se krajem godine predviđaju rast zaliha ili gotovine odnosno pad obaveza prema dobavljacima.

Kod projekata zamene ili modernizacije fiksnih sredstava pretezan deo finansijskih koristi moze da proistekne iz snizavanja troskova eksploatacije umesto od povecanja prihoda od prodaje.

**Kapitalni izdatak = Diferencijalni izdatak gotovine =
Nabavna vrednost nove masine-Neto primanja gotovine od prodaje stare masine**

35C. NETO REZIDUALNA VREDNOST PROJEKTA

Neto rezidualna vrednost projekta je ocekivani iznos gotovine koji ce biti oslobođen kada se projekat likvidira. Svaki projekat ima svoj procenjeni vek trajanja ili vremenski horizont na kraju koga ce zgrade, uređjaji, masine biti prodati ili disponirani na druge upotrebe. Ako se fiksna sredstva prodaju po isteku ekonomskog veka trajanja projekta dobijaju se primanja koja su jednaka procenjenoj prodajnoj vrednosti fiksnih sredstava umanjenoj za troskove demontaze ili troskove prodaje. Ako se fiksna sredstva realociraju na druge upotrebe unutar preduzeca izgubljeni priliv gotovine od njihove prodaje mora da bude procenjen i uracunat u neto rezidualnu vrednost odnosnog projekta. Kada neto kapitalno ulaganje u projekat zahteva i dodatne izdatke za stalno potrebna obrtna sredstva pretpostavlja se da ce neto rezidualna vrednost tih sredstava biti jednaka iznosu inicijalnih ulaganja koja su za njih ucinjena tj. u toku eksploatacije sacuvace svoju vrednost. Radi ocene rentabilnosti razmatranog projekta treba njegovu rezidualnu

vrednost alocirati na one vremenske periode u kojima se ocekuju primanja gotovine po tom osnovu.

35D. EKONOMSKI VEK TRAJANJA PROJEKTA

Ekonomski vek trajanja projekta je period u kojem fiksno sredstvo ostaje ekonomski superiornije od alternativnih sredstava koja se mogu pribaviti za istu svrhu (period pre nego sto to sredstvo postane zastarelo).

Mogucnosti za procenu ekonomskog veka trajanja projekta:

1. fizicki zivot projekta

- izrazava se brojem godina u kojima fiksno sredstvo moze da bude koriscono u preduzecu za obavljanje tehnickih operacija zbog kojih je i pribavljeno

2. tehnoloski zivot projekta

- je vreme za koje se veruje da ce proteci pre nego sto se pojave nova i produktivnija fiksna sredstva koja ce postojeća sredstva uciniti moralno zastarelim i pre isteka njihovog fizickog zivota.

3. proizvodno-trzisni zivot projekta

- zbog izmene modela proizvoda ili promene u tehnoloskom procesu izostaje potreba za proizvodnim operacijama koje je to sredstvo do tada obavljalo. To je gasenje proizvodno-trzisnog zivota projekta. On se gasi i sa prestankom rada samog preduzeca.

Ekonomski vek trajanja projekta je najkraci od definisanih zivota, to je krajnji vremenski horizont posle kog se koristi koje se od njega ocekuju ne mogu predvideti sa iole prihvatljivom pouzdanoscu, tj kada koristi postaju neizvesne.

36. KRITERIJUM EFEKTIVNOSTI KAPITALNIH ULAGANJA

Kriterijum efektivnosti kapitalnih ulaganja je donja granica rentabilnosti razmatranih investicionih projekata. Ako je donja granica rentabilnosti postavljena visoko nacionalna ekonomija moze rasti sporije nego sto je to moguće. Ako je postavljena suvise nisko skrenuce resurse sa produktivnije na manje produktivne upotrebe.

Kriterijumi efektivnosti odredjeni su:

1. investicionom aktivnoscu
2. rastom i razvojem preduzeca
3. privredom u celini

Svako preduzece treba da usvoji jedinstven kriterijum za ocenu efektivnosti kapitalnih ulaganja ako zeli objektivnu proveru i rangiranje investicionih projekata. Pored jedinstvenog za proveru i rangiranje investicionih projekata koriste se i pomocni pokazatelji:

1. faktori ogranicenja kapitalnih ulaganja

- likvidnost preduzeca
- bezbednost u pogonu
- zastita od zagadjivanja okoline

2. zahtevi poslovne politike

- kako utice na druge organizacione delove preduzeca
- stvaraju li se pogodniji uslovi za razvoj proizvoda i trzista
- prodor na nova trzista

Preduzece moze svesno da se opredeli za manje rentabilan projekat zato sto bolje zadovoljava neki kritican faktor ogranicenja ili zahtev poslovne politike, nego sto to cini rentabilniji projekat. Ipak, treba zadovoljiti minimalan kriterijum efektivnosti. Nacini utvrdjivanja minimalnog kriterijuma efektivnosti:

1. ako se plan kapitalnih ulaganja sagledava u sirem smislu prosečni troškovi finansiranja dodatnih kapitalnih ulaganja tj. cena kapitala preduzeca
2. ako se plan kapitalnih ulaganja sagledava u uzem smislu, insistira se prevashodno na internoj rentabilnosti samog projekat.

36A. CENA KAPITALA KAO KRITERIJUM EFEKTIVNOSTI

Preduzece koje posluje u trzisnim uslovima ne moze da raspolaze besplatnim izvorima. Plan kapitalnih ulaganja se odnosi na dodatna dugorocna ulaganja u poslovna sredstva pa su za utvrdjivanje prosečne cene kapitala relevantne cene dodatnih dugorocnih izvora finansiranja. Srednjerocni i dugorocni dugovi imaju cenu koja je jednaka ugovorenoj kamatnoj stopi. Kolika ce ta cena biti zavisi od odnosa ponude i traznje za finansijskim sredstvima na trzistu, finansijske strukture preduzeca, poslovnog i finansijskog rizika. Kada je periodican finansijski rezultat podlozan oporezivanju, cena dugorocnog duga je manja od nominalne kamatne stope. Kamata je rashod koji se nadoknadjuje iz poslovnog dobitka pre oporezivanja. Kod dodatnih sopstvenih izvora finansiranja u obliku akumulacije i amortizacije, problem utvrdjivanja njihove cene je dosta slozen. Ekonomska cena sopstvenih izvora finansiranja kao donja granica njihove efektivne upotrebe se izrazava pomocu oportunitetnih troškova. Gubitak prinosa od ulaganja sopstvenih izvora u najbolju odbacenu alternative izvan preduzeca zaracunava se kao trosak tj. cena tih izvora (ta cena je uvek veca od cene dugorocnog duga jer je sopstveni kapital izlozen vecem poslovnom i finansijskom riziku. Prosečna cena kapitala je ponderisan prosek cena dodatnog dugorocnog duga i sopstvenog kapitala.

36B. STANDARDNA STOPA PRINOSA KAO KRITERIJUM EFEKTIVNOSTI

Standardna stopa prinosa na ulozena sredstva se koristi kao empirijski kriterijum za donosenje investicionih odluka.

Unutar nje su sledeci pokazatelji:

1. zeljena stopa prinosa na nova ulaganja

- to je unapred stvorena predstava koliki treba da bude minimalan prinos od novih ulaganja
- zelja je da minimalan prinos bude sto veci jer preduzece tezi da iz nove investicije izvuče sve sto se od nje moze dobiti

- za nezavisne projekte: $\text{prinos} = \text{prihodi} - \text{rashodi}$ (tj. primanja i izdavanja gotovine) u roku trajanja projekta. Taj interni prinos zavisi jedino od karakteristika samog projekta
 - za medjuzavisne projekte: $\text{prinos} = \text{prihodi} - \text{troškovi}$ (tj. primanja i izdavanja gotovine) od alternativnih kurseva akcije tj. prihvatiti ili eliminisati projekat
- 2. stvarna stopa prinosa na postojeća ulaganja**
- to je računovodstvena stopa prinosa na prosečno angazovana poslovna sredstva koja se utvrđuje na bazi bilansa stanja i bilansa uspeha za protekli period ili nekoliko proteklih perioda.
 - Primedbe se odnose na to što uzima istorijske podatke
- 3. prosečna stopa prinosa za datu privrednu granu**
- to je odnos ukupnog godišnjeg dobitka i prosečno angazovanih sredstava u datoj grani
- 4. ciljna stopa prinosa na postojeća ulaganja**
- projektovani bilans stanja treba da pokazuje realnu tj. tržišnu vrednost stalnih ulaganja u preduzeće
 - bilans stanja mora da zadovolji strukturu kapitala koja se smatra prihvatljivom sa stanovišta dejstva finansijskog leveridz-a na rentabilnost sopstvenog kapitala (dugoročni dug/sopstveni kapital)
 - procenjeni bilans uspeha treba da pokazuje očekivani realni godišnji dobitak

$$\text{Ciljna stopa prinosa (\%)} = \frac{\text{Kamata na dugorocne dugove} + \text{Neto godisnji dobitak}}{\text{Sopstveni kapital} + \text{Dugorocni dugovi}}$$

Kamata na dugorocne dugove
 posle oporezivanja + Neto godisnji dobitak

Sopstveni kapital + Dugorocni dugovi

37. DINAMICKI METODI OCENE I RANGIRANJA INVESTICIONIH PROJEKATA

Dinamicki metodi baziraju se na planu novcanih tokova investicionih projekata i respektuju koncept vremenske vrednosti novca. Vremenska vrednost novca proistice iz shvatanja oportunitetnih troškova novca. Novac nije besplatan, on ima svoju cenu koja je determinisana propustenim prinosom koji bi se mogao ostvariti ulaganjem raspolozivog novca u rentabilne alternative. Dinar danas vredi vise od dinara koji ce biti prikupljen sutra. Takvo rezonovanje pretpostavlja poznavanje finansijske matematike, posebno slozenog interesa i diskontovanja. Racun slozenog interesa treba da da odgovor na pitanje; za koliko ce se izvesna suma novca povecati u odredjenom vremenskom intervalu, ako se ulozi sada uz interes na interes? Da bi se dobio odgovor na to pitanje potrebno je poznavati sledece informacije:

1. kamatnu stopu tj. stopu prinosa koja je relevantna za utvrđivanje buduće vrednosti sadašnjeg ulaganja.
2. ucestalost obracunavanja interesa na interes, taj obracun se vrši krajem svake godine
3. iznos ulozenih sredstava na odredjeni dan

4. duzinu vremena od izabranog dana na koje se ulaganje odnosi

Buduca vrednost dinara ulozenog danas moze se izraziti formulom:
 $(1+i)^n$

Gde je:

i -pretpostavljena kamatna stopa

n -broj perioda za koji se obracunava interes na interes

Diskontovanje je inverzna matematicka operacija u odnosu na racunanje slozenih interesa i predstavlja sadasnju vrednost sume buducih primanja:

$$P = \frac{V}{(1+i)^n}$$

Buduca vrednost sadasnjih primanja:

$$V = p(1+i)^n$$

Gde je:

V -buduca vrednost sadasnjih ulaganja

P -glavnica tj. inicijalno ulaganje

37A. METOD NETO SADASNJE VREDNOSTI

Neto sadasnja vrednost je razlika izmedju sadasnje vrednosti neto novcanog toka od eksploatacije projekta i kapitalnog izdatka u taj projekat.

$$\text{Neto sadasnja vrednost} = \left[\frac{R_1}{(1+k)^1} + \frac{R_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+k)^n} \right] - C$$

Gde je:

R - godisnji neto novcani tok

C - kapitalni izdaci

k - cena kapitala

n - vek trajanja projekta u godinama

Ako je $NSV \geq 0$ } projekat treba prihvatiti ako je nezavistan od drugih projekata tj. samo onaj projekat koji ima najveću neto sadasnju vrednost treba da bude izabran, u slucaju da se radi o projektima koji se medjusobno iskljucuju.

Ako je $NSV < 0$ } ovi projekti imaju uslove privredjivanja ispod donje granice rentabilnosti tj. imaju gubitak.

Metod neto sadasnje vrednosti je odgovoran za ocenu investicionih projekata kod kojih se ulaganja kapitala vrse sukcesivno u nekoliko faza u toku izgradnje projekta, kao sto je slucaj kod podizanja novog pogona ili fabrike.

$$\text{Index rentabilnosti} = \frac{\text{Sadasnja vrednost neto novcanog toka}}{\text{Sadasnja vrednost kapitalnih izdataka}}$$

Ovaj index pokazuje koliko na sadasnju vrednost svakog ulozenog dinara u projekat treba da se ostvari sadasnja vrednost neto novcanog priliva.

Ako je Index rentabilnosti ≥ 1 } projekat se prihvata
 Index rentabilnosti < 1 } projekat treba eliminisati

37B. METOD INTERNE STOPE PRINOSA

Interna stopa prinosa je ona kamatna tj. diskontna stopa koja sadasnju vrednost ocekivanog neto novcanog toka od eksploatacije projekta izjednacava sa sadasnjom vrednoscu kapitalnih izdataka. To je diskontna stopa koja neto sadasnju vrednost razmatranog projekta svodi na nulu. Moze se definisati i kao "maksimalna kamatna stopa koja moze da se plati za ulozen kapital u veku trajanja projekta a da se to ulaganje ne zavrshi sa gubitkom".

$$C = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

Gde je:

C -sadasnja vrednost kapitalnih izdataka

R - godisnji neto novceni tok

i - interna stopa prinosa

n - vek trajanja projekta u godinama

Kod nezavisnih projekata kada je $i \leq k$ (interna stopa prinosa = cena kapitala) projekat se moze prihvatiti. Kod medjusobno iskljucivih projekata treba prihvatiti onaj projekat koji obezbedjuje najvecu internu stopu prinosa.

Za projekte sa anuitetnim neto godisnjim novcanim tokom obracun interne stope prinosa pretpostavlja da se:

1. utvrdi period povracaja kapitalnih ulaganja
2. da se u tablici IV identifikuje diskontni faktor koji je najblizi periodu povracaja.

Kod projekata sa diskontinuelnim (neujednacanim) neto godisnjim novcanim tokom obracun interne stope prinosa ima postupak:

1. obracunati prosecan godisnji neto novceni tok

- Kapitalni izdaci
u %
2. prosecan period povracaja planiranih ulaganja u projekat = $\frac{\text{Kapitalni izdaci u \%}}{\text{Prosecni godisnji neto novceni tok}}$
3. da se za tako izracunat period povracaja nadje odgovarajuci diskontni faktor u tablici IV. Tako pronadjena kamatna stopa je prva i dosta gruba aproksimacija interne stope prinosa.
4. tu prvu aproksimaciju interne stope prinosa treba subjektivno korigovati
5. pomocu te aproksimacije interne stope prinosa treba utvrditi neto sadasnju vrednost projekta sa neujednacenim neto godisnjim novcanim tokom
6. ako je tako utvrdjena neto sadasnja vrednost projekta > 0 diskontovanje treba ponoviti uz vecu diskontnu stopu.

37C. KONFLIKTI NETO SADASNJE VREDNOSTI I INTERNE STOPE PRINOSA

Jedina razlika izmedju metoda neto sadasnje vrednosti i interne stope prinosa je u diskontnoj stopi. Metod neto sadasnje vrednosti diskontuje ocekivani neto novceni tok od eksploatacije projekta po ceni kapitala (k). Metod interne stope prinosa uzima za diskontnu stopu onu kamatnu stopu i , koja neto godisnji novceni tok izjednacava sa sadasnjom vrednoscu kapitalnog izdatka. Dolazi do razlicite selekcije projekata u uslovima:

1. oskudice kapitala, kada svi rentabilni projekti ne mogu da budu finansirani
2. kada se radi o medjusobno zavisnim projektima.

To se odnosi na projekte:

1. koji se jako razlikuju po iznosu kapitalnog izdatka
2. kod kojih je dinamika neto godisnjeg novcanog toka neujednacena tokom vremena.

Kod medjusobno zavisnih projekata koji imaju vremenski neuskladjene neto novcane tokove tj. nejednak ekonomski vek trajanja pretpostavlja se drugacije resavanje konflikata izmedju neto sadasnje vrednosti i interne stope prinosa. Postavlja se pitanje kom projektu dati prednost. Zato treba utvrditi buducu vrednost oba projekta za isti broj godina slozenim interesom na oslobodjene i reinvestirane neto tokove novca od tih projekata po odredjenoj ceni kapitala.

38. STATISTICKI METODI OCENE I RANGIRANJA INVESTICIONIH PROJEKATA

To su:

1. metod povracaja i reciproca vrednost
2. metod racunovodstvene stope prinosa

38A. METOD POVRAČAJA I RECIPROCNA VREDNOST

Metod povracaja je procenjeni metod koji je potreban da se dodatna ulaganja u neki projekat nadoknade iz dodatnog godisnjeg priliva gotovine (posle poreza ali pre amortizacije) koji se moze ocekivati od tog projekta.

$$\text{C} \quad \text{Inicijalni kapitalni izdatak}$$
$$\text{----} = \text{Prosecni period povracaja} = \text{-----}$$
$$\text{R} \quad \text{Prosecan godisnji neto novcni tok}$$

Stvarni period povracaja je vreme koje je potrebno da se kapitalni izdatak u neki projekat nadoknadi iz neto novcanog toka. Kod projekata sa anuitetnim neto novcanim tokom stvarni period povracaja jednak je prosecnom periodu povracaja. Kod projekata sa neujednacenim neto novcanim tokom stvarni period povracaja se utvrđuje sukcesivnim oduzimanjem godisnjeg novcanog priliva od ostatka ulaganja u projekat sve dok inicijalni kapitalni izdatak ne bude u celosti otplacen.

Rangiranje projekata prema metodu povracaja podrazumeva kriterijum maksimalnog perioda povracaja. Kod nezavisnih projekata ciji je period povracaja kraci od maksimalnog projekat bi mogao biti prihvacen. Kod medjuzavisnih projekata trebalo bi da bude prihvacen onaj koji obecava najkraci period povracaja. Nedostatak je u tome sto meri samo brzinu naknade ulozenog kapitala a ne stvarnu rentabilnost.

Diskontovani period povracaja je duzi od obicnog perioda povracaja. Diskontovani period povracaja je objektivniji kriterijum za ocenu investicionih projekata jer respektuje vremensku vrednost novca u visini cene kapitala. Recipročna vrednost perioda povracaja (p) je procenat koji se dobija iz odnosa godisnjeg neto novcanog primanja od eksploatacije projekta i kapitalnog izdatka u sam projekat.

Medjuzavisnost recipročne vrednosti perioda povracaja i interne stope prinosa se dokazuje pomocu jednacine za internu stopu prinosa:

$$C = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

Gde je:

C - kapitalno ulaganje u projekat

R - godisnji neto novcni tok

i - interna stopa prinosa

n - vek trajanja projekta u godinama

Ako je vek trajanja projekta neogranicen, interna stopa prinosa jednaka je recipročnoj vrednosti perioda povracaja (i=p).

Ako je vek trajanja projekta ogranicen na odredjeni broj godina, interna stopa prinosa ispoljava tendenciju da se približi recipročnoj vrednosti perioda povracaja i manja je od nje (i<p).

38B. METOD RACUNOVODSTVENE STOPE PRINOSA

Racunovodstvena stopa prinosa je relativni odnos racunovodstveno projektovanog dobitka i dodatnog kapitalnog izdatka.

Dobitak moze da se odnosi na:

1. dobitak u prvoj godini
2. ocekivani dobitak svake pojedinačne godine
3. prosečni dobitak (ukupan dobitak/broj godina)

Kapitalni izdatak moze da se odnosi na:

1. inicijalni kapitalni izdatak
2. prosečno ulaganje u projekat za svaku godinu
3. prosečno ulaganje u projekat u toku ukupnog veka trajanja projekta

Preovladava stopa prinosa koja se dobila iz odnosa prosečnog godišnjeg dobitka i prosečnog iznosa kapitalnih ulaganja. Prosečan dobitak je prosek godišnje ocekivanih dobitaka posle amortizacije i poreza ali pre finansijskih rashoda tj. kamate. Prosečni kapitalni izdatak odnosi se na ulaganja u fiksna sredstva i dodatna obrtna sredstva koja su neophodna za normalnu eksploataciju fiksnih sredstava.

Nedostaci racunovodstvene stope prinosa:

1. ne polazi od novcanih tokova investicionih projekata
2. ne respektuje vremensku vrednost novca

Prosečna stopa prinosa je:

$$r = \frac{R - A}{\frac{1}{2} C}$$

Gde je:

R - ocekivani godišnji neto novčani tok

A - godišnji troškovi amortizacije

C - inicijalna ulaganja

39. DUGOROCNI IZVORI FINANSIRANJA

Dugorocni izvori finansiranja imaju rok dospeća duži od godinu dana. **Vrste** dugorocnih izvora finansiranja:

1. obveznice

- prenosiv sertifikat koji pokazuje da je preduzeće pozajmilo određenu sumu novca i obecava da će vratiti do naznačenog datuma u budućnosti i pri tome, platiti kamatu.

2. akcijski kapital

- pribavlja se emisijom običnih i preferencijalnih akcija
- to je trajni kapital tj. nema rok dospeća

3. obveznice i preferencijalne akcije

- mogu se emitovati kao konvertibilne hartije od vrednosti sto znaci da se pod određenim uslovima mogu konvertovati u obicne akcije

4. varanti

- dodatak obveznicama i preferencijalnim akcijama
- daju pravo drzacima ovih hartija od vrednosti da pod određenim uslovima kupe obicne akcije i tako steknu status obicnih akcionara

5. opcije

- izveden finansijski instrument koji omogućuje drzacu da kupi ili proda sredstvo po unapred utvrdjenoj ceni i u određenom roku

6. lizing

- preduzece zakupljuje osnovna sredstva i placajuci godisnju zakupninu ono stice pravo njihovog koriscenja u ugovorenom vremenskom periodu.

40. OSNOVNE KARAKTERISTIKE OBVEZNICA

Obveznice su prenosiv sertifikat koji pokazuje da je preduzece pozajmilo odredjenu sumu novca i obecava da ce vratiti do naznacenog datuma u buducnosti i pri tome, platiti kamatu. Predstavljaju najznacajni oblik dugorocnog duga.

Karakteristike obveznica:

1. sposobnost njihove konverzije

- kod konvertibilnih obveznica koje omogucavaju da ih zameni za obicne akcije

2. mogucnost opoziva

- predvidjena je u skoro svim ugovorima o emisiji
- otkupljuju se obveznice po unapred dogovorenoj ceni ali pre roka dospeca.
- ponekad se pravo opoziva ogranicava na određeni period.
- cena opoziva je veca od nominalne vrednosti obveznica da bi se obestetili drzaoci opozivih obveznica.
- preduzece placa vecu kamatu na ove obveznice

3. varanti

- varanti su punomocja za kupovinu obicnih akcija preduzeca koje je emitovalo obveznice.

41. VRSTE OBVEZNICA

Najcesca klasifikacija obveznica vrsti se po kriterijumu da li su osigurane kolateralnom zalogom ili nisu osigurane.

Neosigurane obveznice su:

1. seniorske obveznice

- mogu ih emitovati samo preduzeca sa dobrim kreditnim bonitetom
- drzaoci sticu prava na sredstva preduzeca tek posto su interesi svih osiguranih poverilaca u potpunosti zadovoljena

2. subordinatne obveznice

- drzaoci ovih obveznica imaju sekundarno pravo na kamatu i povracaj glavnice iz likvidacione vrednosti preduzeca u poredjenju sa svim drugim poveriocima

Osigurane obveznice:

1. hipotekarne obveznice

- osigurane su pravom raspolaganja zemljistem i nepokretnom imovinom koja se na njemu nalazi

2. obveznice koje su osigurane akcijama i obveznicama drugih preduzeca

- emituju ih holding kompanije
- da bi odrzala kontrolni interes, holding kompanija mora da ima u vlasnistvu 10 do 25% akcija u opticaju kontrolisanih preduzeca.

3. dohodne obveznice

- nisu neposredno osigurane kolateralnim zalogom
- kamata na dug ne mora da bude placena ukoliko preduzece ostvari zadovoljavajuci dobitak

42. TRZISNA VREDNOST OBVEZNICA

Trzisna vrednost obveznica je jednaka sadasnjoj vrednosti fiksnih periodicnih izdavanja na ime kamate u veku trajanja duga uvecanu za sadasnju vrednost glavnice koja je naplativa na dan dospeca obveznice.

$$V = \frac{I_1}{(1+i)^1} + \frac{I_2}{(1+i)^2} + \frac{I_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{I_n + V_n}{(1+i)^n}$$

Gde je:

$I_1, I_2, I_3, \dots, I_n$ – periodicni izdaci na ime kamate

V_n - nominalna vrednost obveznica na dan njihovog dospeca

V - trzisna vrednost obveznica

i - trzisna stopa kapitalizacije

Ako je:

$i =$ ugovorenoj kamatnoj stopi $=\}$ $V = V_n$

$i >$ ugovorena kamatna stopa $=\}$ $V < V_n$

$i <$ ugovorena kamatna stopa $=\}$ $V > V_n$

Trzisna vrednost obveznica (V) menja se obrnuto srazmerno trzisnoj stopi kapitalizacije (i).

43. OSNOVNE KARAKTERISTIKE PREFERENCIJALNIH AKCIJA

Karakteristike:

1. prece pravo na prinos i sredstva

- ukazuje na znatno manji rizik ulaganja preferencijalnog u odnosu na obicnog akcionara

2. nominalna vrednost

- to je iznos koji treba da se isplati preferencijalnih akcionarima u slucaju likvidacije preduzeca

3. kumulativna dividenda

- ako preduzece u nekom momentu nije u mogucnosti da placa preferencijalnu dividendu pravo na ovu dividendu se kumulira a placanje se vrši kad za to budu postojali uslovi

4. konvertibilnost

- ove akcije se mogu konvertovati u obicne akcije

5. pravo glasa

- preferencijalni akcionari ponekad dobijaju pravo glasa prilikom izbora direktora

6. participacija

- posle isplate preferencijalne i obicne dividende preferencijalni akcionari ucestvuju ravnopravno sa obicnim akcionarima u raspodeli neto dobitka.

Prednosti preferencijalnih akcija u odnosu na ostale hartije od vrednosti:

1. preferencijalna dividenda je fiksno placanje koje se moze odlagati
2. emisija ovih akcija ne zahteva zalaganje imovine
3. fleksibilne su hartije od vrednosti jer nemaju rok dospeca

Nedostaci:

1. skuplji izvor finansiranja
2. preferencijalna dividenda se placa iz neto dobitka tako da nema ustele u porezu

44. TRZISNA VREDNOST PREFERENCIJALNIH AKCIJA

Trzisna vrednost preferencijalnih akcija je kapitalizovana vrednost preferencijalne dividende.

$$P_p = \frac{D}{(1+d)^1} + \frac{D}{(1+d)^2} + \frac{D}{(1+d)^3} + \dots$$

Gde je:

P_p - trzisna vrednost preferencijalnih akcija

D - konstantan godisnji iznos preferencijalne dividende

d - trzisna stopa kapitalizacije

$$P_p = \frac{D}{d}$$

Trzisna vrednost preferencijalnih akcija jednaka je nominalnoj vrednosti preferencijalnih akcija.

45. OBICNE AKCIJE

Obicne akcije mogu se emitovati na vise nacina:

1. investicioni bankar
2. privatni plasman
3. pravo postojecih akcionara za kupovinu
4. dividendne akcije
5. deljenje akcija

46. INVESTICIONI BANKARI

Investicioni bankar je posrednik koji otkupljuje novo emitovane hartije od vrednosti od strane preduzeca ili drzave i prodaje ih publici ili obezbedjuje njihovu prodaju.

Bitne **funkcije**:

1. pospesuje prodaju novih hartija od vrednosti

- kada investicioni bankar pristane da otkupi novu emisiju hartija od vrednosti na utvrdjeni dan, po unapred dogovorenoj ceni, on garantuje preduzecu da ce primiti fiksni iznos gotovine od emisije.

2. savetodavna

- savetuje klijente o najpovoljnijem nacinu finansiranja.
- savetovanje izvrsava tako sto analizira finansijske potrebe preduzeca i preporucuje adekvatne metode finansiranja.

3. preuzima na sebe rizik od eventualnih gubitaka

- u slucaju otkupa hartija od vrednosti investicioni bankar preuzima na sebe rizik od mogucih promena cena i drugih gubitaka.

Investicioni bankar treba pazljivo da preispita postojecu finansijsku strukturu preduzeca, nameravana dodatna sredstva preduzeca, da bi bio siguran da je preduzece zdravo i da moze da donese razumnu odluku da li se isplati da se preuzme rizik otkupa hartija od vrednosti.

47. PRIVATNI PLASMAN

Privatni plasman je direktna prodaja celokupne emisije hartija od vrednosti jednom kupcu ili manjem broju kupaca. Primenjuje se cesce kod obveznica i preferencijalnih akcija, a redje kod obicnih akcija.

Prednosti:

1. uštede u troškovima
 - nema troškova posredničke provizije, nema troškova registracije na berzi...
2. ušteda u vremenu
 - nema registracije na berzi...
3. izbegava se javno publikovanje niza bitnih informacija o poslovanju preduzeća
4. lakši dogovor
 - jer se preduzeće i investitor direktno dogovaraju

Nedostaci:

1. nalazi se van dometa na sekundarnom finansijskom tržištu
2. moguće je da ugovor sadrži neka ograničenja za preduzeće

48. PRAVO AKCIONARA PREDUZEĆA DA OTKUPE CELOKUPNU EMISIJU NOVIH AKCIJA

Upravni odbor donosi odluku da se emituju nove akcije koje mogu kupiti samo postojeći akcionari.

Odluka upravnog odbora mora da sadrži:

1. ukupnu vrednost nove emisije
2. obrazloženje razloga za emisiju
3. rok do kog se akcionari moraju odlučiti da li prihvataju to pravo (20 dana)
4. rok do kog akcionari moraju iskoristiti pravo akcije (nekoliko meseci)

Postojeći akcionari dobijaju pravo upisa i kupovine novih akcija u direktnoj srazmeri sa brojem akcija. Zato se ne menja struktura vlasništva.

Vlasnik prava (postojeći akcionari) imaju odluke:

1. da iskoristi prava i kupi akcije po povlašćenju ceni
2. da proda pravo
3. da ne iskoristi pravo, i ono propadne

Rukovodstvo preduzeća treba da donese sledeće odluke:

1. cena po kojoj postojeći akcionari mogu kupiti akcije
2. broj prava da bi se kupila jedna akcija (ukupan broj postojećih akcija / akcije koje će biti emitovane).

48A. VREDNOST PRAVA

Pravo ima svoju teorijsku vrednost tj. pretpostavljenu buduću tržišnu vrednost.

Teorijska vrednost prava:

$$R_w = \frac{M_w - S}{N + 1}$$

Gde je:

R_w - teorijska vrednost prava

M_w - trzisna cena akcije
 S - kupovna cena akcije
 N - broj prava potrebnih za kupovinu jedne akcije

Posle datuma prihvatanja prava trzisna cena obicne akcije ce se smanjiti za teorijsku vrednost prava.

$$M_e = M_w - R_w$$

Teorijska vrednost prava (kada drzaoi akcija ne mogu vise steci ovo pravo):

$$R_e = \frac{M_e - S}{N}$$

48B. RAZLOZI ZA EMITOVANJE AKCIJA PUTEM PRAVA

Razlozi za emitovanje akcija putem prava su:

1. inflacija

- kada je smanjena kupovna moc novcane jedinice mora se obezbediti veca suma novca za nabavku npr. iste kolicine materijala; veca suma novca se mora obezbediti iz akumulacije ili iz dodatne emisije obicnih akcija.

2. preduzece u fazi ekspanzije, rasta

- veci obim aktivnosti, veca potreba za sredstvima i ulaganjem

3. nepovoljna struktura kapitala

- znacajno ucesce duga sa visokom kamatnom stopom

4. porast cena obicnih akcija

- lakse se koristi pravo kupovine

5. povecanje sopstvenog kapitala tj. akcijskog kapitala

- to je dobro jer ovaj kapital nema rok dospelosti i najmanje je rizican oblik finansiranja

6. manji troskovi emisije

- manji su administrativni i troskovi provizije

48C. FAKTORI KOJI UTICU NA USPEH EMISIJE S PRAVOM

Faktori:

1. vrednost nove emisije

- kada kreira novu emisiju akcija putem prava, uprava preduzeca mora da vodi racuna o ukupnom iznosu novca koji zeli da pribavi, odnosno o relativnom odnosu te sume prema vrednosti vec emitovanih akcija

2. kupovna cena

- bitna je razlika izmedju tekuce trzisne cene i kupovne cene.
- taj raspon treba da bude sto veci da bi se izbeglo da trzisna cena padne ispod kupovne cene

3. rentabilnost novih ulaganja

- da li ce nova ulaganja doprineti rastu ukupne rentabilnosti

4. rok dospelosti prava

- ako je manji onda je manja i mogucnost nastanka poremećaja na finansijskom trzistu.

5. rentabilnost novih ulaganja

- da li ce nova ulaganja doprineti rastu ukupne rentabilnosti

6. rok dospelosti prava

- ako je manji onda je manja i mogucnost nastanka poremećaja na finansijskom trzistu.

48D. DIVIDENDNE AKCIJE I DELJENJE AKCIJA

Umesto isplate gotovinske dividende preduzece moze akcionarima raspodeliti dividendne akcije. **Dividendne akcije** su knjigovodstveni transfer sa racuna akumuliranog dobitka na racun akcijskog kapitala. Radi se o kapitalizaciji akumuliranog dobitka. Ako je ukupna trzisna vrednost dividendnih akcija veća od iznosa akumuliranog dobitka dolazi do fiktivnog povećanja akcijskog kapitala koje nema pokrivenje u realnoj imovini a to ne sme da se desava. Po zakonu vrednost dividendne akcije ne moze biti veća od odredjenog procenta uplacenog akcijskog kapitala. **Deljenje akcija** je postupak gde akcionar umesto jedne akcije dobija dve ili vise novih akcija u zavisnosti od srazmere u kojoj se akcije dele.

Ako je srazmera 2:1 onda akcionar za svaku akciju koju poseduje dobije dve nove akcije.

48E. TRZISNA VREDNOST OBICNIH AKCIJA

Teze je izracunati jer se ocekuje da neto dobitak i dividenda stalno da rastu. Tok dividende koju ce placati preduzece moze biti razlicit:

1. dividenda moze rasti po istoj stopi svake godine
2. dividenda moze rasti po razlicitim stopama
3. moze biti nulti rast dividende
4. dividenda moze opadati iz godine u godinu

Modeli za utvrdjivanje trzisne vrednosti obicnih akcija:

1. model normalnog rasta
2. model nadprosecnog rasta
3. model nultog rasta

Gordov model tj. model normalnog (konstantnog) rasta polazi od pretpostavke da ce dobitak, dividenda i trzisna cena akcije rasti uvek po istoj stopi.

Trzisna cena akcije za prvog ulagaca:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{P_1}{(1+K)}$$

Gde je:

P_0 - sadasnja vrednost akcije

D_1 - dividenda na kraju prve godine

K - stopa kapitalizacije

P_1 - trzisna cena akcije na kraju prve godine

Trzisna cena akcije za drugog ulagaca:

$$P_1 = \frac{D_2}{(1+K)} + \frac{P_2}{(1+K)}$$

49. OSNOVNE KARAKTERISTIKE KONVERTIBILNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Konvertibilne hartije od vrednosti su obveznice i preferencijalne akcije, jer se pod određenim uslovima mogu konvertovati u obicne akcije.

Karakteristike konvertibilnih hartija od vrednosti:

1. racio konverzije

- to je broj obicnih akcija koje ce se primiti konverzijom svake obveznice

2. cena konverzije

- to je cena koja se placa za svaku obicnu akciju koja se dobija konverzijom obveznice

3. vreme konverzije

- izvršenje konverzije u bilo kom trenutku do dana dospelosti obveznice
- od trenutka emisije pa do određenog dana u okviru roka dospelosti obveznice
- tek posle isteka određenog perioda posle emisije a pre isteka roka dospelosti

50. MOTIVI ZA FINANSIRANJE KONVERTIBILNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Motivi:

1. u trenutku izdavanja konvertibilne obveznice ocekuje se da ce se ona u buducnosti konvertovati u obicne akcije
2. ako trzisna cena obicnih akcija raste konverzija ce biti izvršena dobrovoljno
3. ako trzisna cena obicnih akcija ne raste neće doći do konverzije
4. ako bi umesto konvertibilnih obveznica odmah bile emitovane obicne akcije njihova trzisna cena bi bila znatno niza od trzisne cene vec emitovanih obicnih akcija
5. konvertibilne obveznice nude njihovim vlasnicima priliku da postanu obicni akcionari i tako steknu veci prinos u obliku dividende i pravo odlucivanja na skupstini akcionara.
6. konverzijom konvertibilnih hartija od vrednosti u obicne akcije povećava se sopstveni kapital a smanjuje finansijski rizik.

51. VREDNOST KONVERTIBILNIH OBVEZNICA

Postoje tri vrednosti konvertibilnih obveznica:

1. minimalna vrednost
2. vrednost konverzije
3. trzisna vrednost

51A. MINIMALNA VREDNOST

Minimalna vrednost konvertibilnih obveznica je vrednost ovih obveznica uz pretpostavku da se one na finansijskom trzistu prodaju bez opcije konverzije.

Minimalna vrednost konvertibilnih obveznica =

Sadasnja vrednost godisnjih kamata
+ Sadasnja vrednost glavnice duga koja dospeva na kraju dospeca duga

51B. VREDNOST KONVERZIJE

Vrednost konverzije = Trzisna cena po akciji x Racio konverzije

Ako je:

Cena konverzije = trzisnoj ceni po akciji =} vrednost konverzije = nominalna vrednost konvertibilnih obveznica

Cena konverzije < trzisne cene po akciji =} vrednost konverzije > nominalna vrednost konvertibilne obveznice (u ovom slucaju obveznice se nece prodavati ispod njihove vrednosti konverzije).

Ako se vrednost konverzije smanji ispod nivoa minimalne vrednosti, konvertibilne obveznice se nece prodavati ispod minimalne vrednosti.

U normalnom okruzenju konvertibilne hartije od vrednosti nece se prodavati ni ispod minimalne vrednosti niti ispod vrednosti konverzije.

51C. TRZISNA VREDNOST

Vlasnik konvertibilne obveznice ima opciju njene konverzije u obicne akcije. On ceka da trzisna cena obicnih akcija poraste. On moze konvertibilnu obveznicu konvertovati iznad minimalne vrednosti ili vrednosti konverzije i tada ostvaruje trzisnu premiju.

Trzisna premija je premija koja nastaje usled konverzije, to je iznos za koji je trzisna vrednost konvertibilne obveznice veca od njene minimalne vrednosti ili vrednosti

konverzije. Minimalna vrednost konvertibilne obveznice je donja granica ispod koje se ona ne može prodavati. **Trzisna vrednost** je iznad minimalne vrednosti i vrednosti konverzije.

51D. PODSTICANJE KONVERZIJE

Mere za podsticanje konverzije:

1. opoziv konvertibilnih obveznica

- opoziv je povlacenje obveznica pre roka dospelosti
- opoziv se vrši po ceni opoziva koja je veca od nominalne vrednosti obveznica za iznos premije opoziva.
- obveznice bi trebalo opozvati kada je njihova vrednost konverzije jednaka ceni opoziva. To je optimalno resenje

2. povecanje cene konverzije

- vrši se u odredjenim vremenskim intervalima, npr. svakih 5 godina
- ali ako bi se konverzija izvršila posle isteka roka od 5 godina vrednost konverzije bi bila znatno manja

3. povecanje dividendi na obicne akcije

- veci prinos na obicne akcije u vidu dividende u odnosu na manji prinos u vidu kamate znatno podstice konverziju.

51 E. EFEKAT KONVERZIJE NA DOBITAK PO AKCIJI

Konverzija će uticati na pad neto dobitka po akciji jer će se dobitak raspoloziv za obicne akcionare deliti sa znatno vecim brojem akcija. Ako je u toku godine izvršena konverzija konvertibilnih obveznica za obicne akcije u bilansu uspeha bi trebalo prikazati neto dobitak po akciji. Neto dobitak po akciji je znacajan pokazatelj za postojece obicne akcionare ali i za potencijalne investitore kapitala u preduzece.

52. OSNOVNE KARAKTERISTIKE VARANTA

Karakteristike:

1. varanti su punomoćja, dodatak obveznicama i preferencijalnim akcijama
2. oni daju pravo držaocima obveznica i preferencijalnih akcija da pod unapred preciziranim uslovima kupe određeni broj običnih akcija.
3. rok dospelosti varanta je period u kojem se varant može iskoristiti i traje ne duže od 10 godina
4. cena opcije je unapred utvrđena cena po kojoj se mogu kupiti akcije preduzeća koriscenjem varanta
5. realizacijom varanta povećava se broj običnih akcija pa se povećava učešće sopstvenog kapitala što će smanjiti finansijski rizik.
6. emisija postaje atraktivnija za veći broj kupaca jer realizacijom varanta u budućnosti mogu ostvariti značajne kapitalne dobitke ukoliko tržišna cena običnih akcija poraste iznad cene opcije.
7. ponekad se varanti emituju i radi kapitulacije duga; povlače se obveznice emitovane sa visom kamatnom stopom i emituju nove obveznice sa nižom kamatnom stopom ali sa dodatnim vremenom.

Vrste varanta:

1. odvoživ
- može se posebno prodati ili istovremeno i varant i obveznica
2. neodvoživ
- retko se javlja

53. EFEKTIVNA CENA VARANTA

Efektivna cena varanta je cena koja se stvarno plaća za svaki varant emitovan uz obveznicu.

$$\text{Efektivna cena varanta} = \text{Nominalna vrednost obveznice} \\ - \text{Minimalna vrednost obveznice}$$

Minimalna vrednost obveznice se računa isto kao minimalna vrednost konvertibilne obveznice = }

$$\text{Minimalna vrednost obveznice} = \text{Sadasnja vrednost godisnjih kamata} \\ + \text{Sadasnja vrednost glavnice duga koja dospeva} \\ \text{na kraju dospeća duga}$$

54. TEORIJSKA VREDNOST VARANTA

Teorijska vrednost varanta je njegova očekivana prodajna vrednost na finansijskom tržištu.

$$\text{WV} = (\text{MP} - \text{EP}) \times \text{N}$$

Gde je:

WP - teorijska vrednost varanta

MP - trzisna cena obicne akcije

EP - cena opcije varanta

N - broj obicnih akcija koje se mogu kupiti koriscenjem jednog varanta

55. TRZISNA VREDNOST VARANTA

Trzisna vrednost varanta je iznad njegove teorijske vrednosti.

Kada je teorijska vrednost varanta vrlo visoka onda se trzisna vrednost priblizava teorijskoj vrednosti varanta ili se sa njom izjednacava. Razlika izmedju trzisne i teorijske vrednosti vrednosti je najveca kada se trzisna cena akcije izjednaci sa cenom opcije varanta po akciji.

56. PREMIJA VARANTA

Premija varanta se javlja kada su investitori spremni da plate za varant. Veci iznos nego sto je njegova teorijska vrednost je premija varanta. Proizilazi iz kombinacije pozitivnih ocekivanja investitora i njegove sposobnosti da fiksnu sumu novca ulozi uz mnogo veci prinos ali i rizik u trgovanju sa obveznicama sa varantom umesto u trgovinu sa obicnim akcijama. Premija varanta pada kada trzisna cena obicne akcije raste iznad cene opcije.

57. EFEKTI VARANTA NA STRUKTURU KAPITALA

Emisija i prodaja obveznica sa varantom podrazumeva povecanje sopstvenog kapitala tj. ukupnog kapitala. To znaci smanjenje finansijskog rizika. Koriscenje varanta ne podrazumeva povlacenje obveznica vec samo kupovinu akcija preduzeca.

58. OPCIJE ZA KUPOVINU I PRODAJU OBICNIH AKCIJA

Opcija je instrument koji svom drzaocu nudi alternative da kupi ili proda određeno sredstvo po unapred utvrđenoj ceni na dan dospeca ili pre roka dospeca.

Tip opcija:

1. evropski tip opcija
 - opcija se moze realizovati samo na dan dospeca
2. americki tip opcija
 - opcija se moze realizovati bilo kog dana u okviru dana dospeca

Vrste opcija:

1. kupovne opcije
2. prodajne opcije

Opcije za kupovinu obicnih akcija:

3. daje pravo njenom drzaocu da kupi odredjen broj obicnih akcija po unapred ugovorenoj ceni na dan dospeca ili pre roka dospeca
4. broj obicnih akcija koje se mogu kupiti koriscenjem jedne opcije je najcesce 100.

Opcije za prodaju obicnih akcija:

5. ocekuje se da ce pasti cena obicnih akcija
6. daje pravo njenom drzaocu da proda odredjen broj obicnih akcija po unapred utvdjenoj ceni na dan dospeca ili u okviru roka dospeca.

59. VRSTE LIZING-A

Lizing je specifican vid pribavljanja osnovnih sredstava. Preduzece se javlja u ulozi zakupca sredstava koja ono prima od vlasnika tih sredstava tj. zakupodavca. Zakupac kupuje pravo koriscenja tih sredstava ali sredstvo i dalje ostaje u vlasnistvu zakupodavca.

Vrste lizinga:

1. poslovni lizing

- to je aranzman sa rokom, najcesce 4 godine ili manje
- predmet ovog zakupa su kompjuteri, automobile...
- rok zakupa je kraci od predvidjenog ekonomskog veka trajanja sredstva jer se kod ovih sredstava brzo smanjuje efikasnost i zastarevanje
- ugovor o poslovnom lizingu sadrzi klauzulu o odrzavanju sredstava, kojom se zakupodavac obavezuje da ce placati odrzavanje, osiguranje i porez na promet prilikom njihove nabavke.
- sadrzi klauzulu o opozivu

2. finansijski lizing

- to je kapitalni lizing
- dugorocnog je karaktera
- predmet ovog zakupa su zemljiste, zgrade...
- nije predvidjen opoziv, pa se ugovorena zakupnina mora placati u odgovarajucim rokovima do konacnog isteka ugovora o lizingu bez obzira da li preduzece ta sredstva koristi
- odrzavanje, obezbedjuje i placa zakupac. On takodje placa i ostale troskove koji nastaju u vezi sa angazovanjem ovih sredstava.

Postoji i forma lizinga prema tome kako zakupodavac pribavlja sredstva i kakvi su zahtevi preduzeca koje zakupljuje sredstva. **Direktni lizing**, je slucaj kada zakupodavac daje u zakup sopstvena sredstva odnosno sredstva koja vec poseduje ili ce ih kupiti.

Lizing sa leveridz-om javlja se u slucaju davanja u zakup veoma skupih osnovnih sredstava. U tom slucaju lizing kompanija ne moze samostalno da finansira nabavku osnovnih sredstava koja daje u zakup vec u poslu ucestvuju i druge finansijske institucije kao sto su komercijalne banke, osiguravajuce kompanije...

60. IZBOR IZMEDJU ALTERNATIVA LIZINGA I KUPOVINE SREDSTAVA

Hipoteticki primer:

1. Doneta je odluka da se pribavi jedna masina koja je neophodna za nastavljanje normalnog toka procesa proizvodnje.
2. Ispitati mogucnost pribavljanja sa finansijskog aspekta
3. Prema prvoj alternativni posto ne raspolaze gotovinom preduzece moze finansirati nabavku ove masine angazovanjem dugorocnog duga u iznosu nabavne vrednosti masine 90000, godisnja kamatna stopa je 11%, ekonomski vek trajanja masine 6 godina, pravolinijski vremenski metod otpisivanja. Godisnji troskovi odrzavanja su 4000 i placa ih zakupodavac. Po isteku zakupa od 6 godina preduzece ce otkupiti ovu masinu za 12000.
4. Konacna odluka o izboru izmedju ove dve mogucnosti moze se doneti na osnovu utvrdjivanja sadasnje vrednosti neto izdavanja gotovine za obe mogucnosti.

Ako je sadasnja vrednost neto izdavanja gotovine kod lizinga manja od sadasnje vrednosti neto izdavanja gotovine kod mogucnosti kupovine masine finansirane dugorocnim dugom treba prihvatiti mogucnost lizinga, jer manje kosta tj. ostvarice se ustede u troskovima , svedene na njihovu sadasnju vrednost.

61. PREDNOSTI I NEDOSTACI LIZINGA

Prednosti:

1. lizingom osnovnog sredstva zakupljuje se njegova ukupna vrednost
2. nedostatak obrtnih sredstava i nelikvidnost se resava prodajom osnovnih sredstava i njihovim ponovnim zakupom
3. u slucaju reorganizacije preduzeca zakupac ce nastaviti da ih koristi a zakupodavac ce dobiti svoja sredstva po isteku roka zakupa.
4. ako preduzece zakupi zemljiste godisnji iznos zakupnine ce iskljuciti iz osnovice za oporezivanje i to je usteda u porezu.
5. mogu se izbeci troskovi zastarevanja osnovnih sredstava

Nedostaci:

1. zakupnina se placa odjednom na pocetku poslovne godine.
2. problemi ako se zele usavršiti ili rekonstruisati osnovna sredstva
3. zakupnina se mora placati cak i ako su sredstva zastarela pa cak i van upotrebe.

62. KRATKOROCNI IZVORI FINANSIRANJA

Kratkorocni izvori finansiranja se sastoje od novcanih obaveza za koje se ocekuje da ce dospeti za placanje u periodu ne duzem od jedne godine. Pretezan deo tih obaveza nastaje spontano u toku redovnog poslovanja dok se ostatak javlja u vidu ugovorenih kratkorocnih izvora finansiranja. Spontane kratkorocne obaveze pojavljuju se u formi neosiguranog duga dok ugovoreni kratkorocni izvori mogu biti obezbedjeni ili neobezbedjeni zavisno od toga da li se za njih trazi kolateralno obezbedjenje odnosno zalog.

63. NEOSIGURANI KRATKOROCNI IZVORI FINANSIRANJA

Neosigurani kratkorocni izvori finansiranja obuhvataju spontane obaveze i neobezbedjene novcane kredite, bankarske i ostale.

U spontane izvore spadaju: dobavljac i ukalkulisane obaveze na teret troskova poslovanja.

63A. DOBAVLJACI

Obaveze prema dobavljacima nastaju na bazi kupovine sirovina i materijala, robe i usluga na otvoren racun. Nabavka na "otvoren racun" odnosi se na one transakcije u kojima kupac nije, po pravilu, obavezan da izda pismenu priznanicu odnosno menicu kao dokaz novcane obaveze prema dobavljacu. Ipak, kupac je duzan da po prijemu isporucene robe plati dobavljacka shodno njegovim kreditnim uslovima. Najvazniji finansijski aspekti upravljanja dobavljacima proisticu iz kreditnih uslova koje dobavljac nude kupcima kao i implicitnih troskova finansiranja iz tog izvora koji nastaju u slucajevima propusta da se iskoristi ponudjeni kasa-skonto.

63AA. KREDITNI USLOVI

Kreditni uslovi:

1. kreditni period

- pokazuje broj dana od pocetka kreditnog perioda do poslednjeg dana u kojem je kupac duzan da plati pun iznos duga dobavljacu
- taj period se krece od 0 do 120 dana, ali moze da bude i duzi
- kreditni period od 0 dana oznacava prodaju za gotovo, koristi se kod kupaca ciji je kreditni bonitet sumnjiv ili nedovoljno poznat
- najcesce kod pojedinih porudzbina moze se trziti i placanje unapred
- najcesci period je na 30 ili 60 dana

2. kasa-skonto

- to je procentualno smanjenje nabavne vrednosti robe za kupca ako izvrši placanje pre isteka diskontnog perioda
- najcesce se krece od 1-5%

3. diskontni period

- determinisan je brojem dana posle pocetka kreditnog perioda u kojem kupac moze da ostvari ponudjeni gotovinski popust
- taj period se najcesce krece od 5-20 dana

4. pocetak kreditnog perioda

- moze biti utvrdjen na vise nacina:
 - o kao datum ispostavljanja fakture za narucenu robu,
 - o kraj meseca u kojem je isporuka izvrшена,
 - o sredina meseca ili
 - o datum prijema isporucene robe od strane kupca.

63AB. TROSKOVI TRGOVINSKOG KREDITA

Ako se preduzecu nude kreditni uslovi koji obuhvataju i kasa-skonto on ima na raspolaganju dve opcije:

1. iskoristi ponudjeni kasa-skonto
 - u tom slucaju placa obavezu u diskontnom periodu
 - u ovom slucaju nema implicitnih troskova finansiranja
2. propusti ponudjeni kasa-skonto
 - placanje obavlja poslednjeg dana kreditnog perioda
 - u ovom slucaju ima implicitnih troskova finansiranja iz trgovackog kredita

$$\text{Troskovi propustenog kasa-skonta} = \frac{\text{Procenat kasa-skonta} \times 360 \text{ dana}}{100 - \text{Procenat kasa-skonta} \times \text{Br. dana kasnjenja}}$$

63B. UKALKULISANE OBAVEZE

Ukalkulisane obaveze predstavljaju akumulirane troskove koji jos nisu placeni. Najveci deo tih troskova potice iz zaradjjenih plata i neplacenih poreza. Te obaveze tretiraju se kao besplatan izvor kratkorocnog finansiranja preduzeca. Ponekad se i izvesne zakupnine mogu okarakterisati kao ukalkulisane obaveze.

63C. BANKARSKI KREDITI

Neosigurani kratkorocni krediti koje odobravaju komercijalne banke predstavljaju osnovne oblike ugovorenih kratkorocnih izvora finansiranja za privredna preduzeca.

Te izvore preduzece moze dobiti u vidu:

1. jednokratnog kredita
2. kreditne linije
3. revolving kredita

63CA. JEDNOKRATNI KREDIT

Jednokratni kredit od komercijalne banke mogu dobiti prevashodno ona preduzeca ciji je kreditni bonitet pouzdan. Kredit se pravno formalizuje u vidu menice koju je dužno da potpise preduzece duznik. Rok dospeca kredita krece se od 30 do 90 dana. Kamata na kredit ugovara se nacelno u fiksnom procentu koji je vezan za tendenciju kretanja primarne kamatne stope. **Primarna kamatna stopa** predstavlja najmanju kamatnu stopu koju vodece komercijalne banke zaracunavaju za kratkorodne kredite najboljim komitentima. Komercijalne banke zahtevaju i placanje izvesnog procenta na ime premije za rizik kreditiranja. Velicina te premije nije standardna i zavisi od procenjenog poslovnog i finansijskog rizika potencijalnog duznika.

63CB. KREDITNA LINIJA

Kreditna linija predstavlja ugovor izmedju komercijalne banke i privrednog preduzeca kojim se utvrđuje iznos neosiguranih kratkorocnih finansijskih sredstava koje ce banka staviti na raspolaganje preduzecu. Taj ugovor ne oznacava garantovan kredit vec samo nagovestava da ce banka ako bude imala dovoljno sredstava omoguciti preduzecu da ga koristi do odredjenog limita. Ovaj ugovor sklapa se obicno za period od godinu dana. Kamatna stopa za kreditnu liniju ugovara se obicno na nivou primarne kamatne stope uvecane za neki procenat koji zavisi od stepena rizika kojem je preduzece izloženo. Da bi se banka osigurala ona moze traziti da preduzece drži kompenzacioni saldo gotovine na racunu depozita po vidjenju koji je najcesce 10-20% duga. Takodje, da bi bila sigurna da ce preduzece odobreni kredit koristiti namenski za finansiranje kratkorocnih tj. sezonskih potreba, komercijalna banka obicno zahteva potpuno izmirivanje racuna bar jednom godisnje.

63CC. REVOLVING KREDIT

Revolving kredit je garantovana kreditna linija. Komercijalna banka potpisujuci ugovor o kreditu obecava preduzecu da ce mu odredjeni iznos finansijskih sredstava biti stavljen na raspolaganje bez obzira na obilje ili oskudicu novca. Revolving krediti se cesto odobravaju i za period duzi od godinu dana pa se svrstavaju i u dugorodne izvore finansiranja. Pored redovne kamatne stope, ugovor predvidja da preduzece plati i posebnu proviziju ukoliko ne iskoristi pun iznos garantovanog kredita. Ta provizija iznosi 0,5% i obracunava se na prosecan godisnji saldo neiskoriscenog kredita.

63D. OSTALI NEOSIGURANI IZVORI

Ostali neosigurani izvori finansiranja:

1. komercijalni papiri

- sastojе se od kratkorocnih i neosiguranih menica koje na sebe izdaju preduzeca s visokim kreditnim bonitetom

2. avansi od kupaca

- kupci mogu da pristanu da uplate unapred ukupnu ili delimicnu trzisnu vrednost proizvoda ili usluga koje nabavljaju u odnosu na dan njihove isporuke

3. privremeni neosigurani kredit od svojih akcionara

- bogatiji akcionari u nekoj manjoj korporaciji mogu pruziti finansijsku podrsku u slucajevima oskudice za gotovinom ili krize.

64. OSIGURANI KRATKOROCNI KREDIT

Osigurani kratkorocni kredit je onaj za koji poverilac, komercijalna banka ili druga finansijska institucija trazi kolateralno obezbedjenje. Kao kolateralni zalog najcesce se koristi potrazivanje od kupaca ili zalihe. Ukoliko duznik propusti da da izvrši uslove ugovora, poverilac moze potrazivanja da naplati ili da zalihe proda da bi namirio svoja potrazivanja po kreditu.

To pravo na raspolaganje sredstvima duznika poverilac moze da stekne u vidu:

1. opsteg prava na sredstva

- pretpostavlja da poverilac preuzima pravo raspolaganja nad odredjenom vrstom, odnosno grupom sredstava a ne njihovim pojedinacnim primercima.

2. posebnog prava na sredstva

- daje poveriocu pravo raspolaganja nad sredstvima koja se mogu pojedinačno identifikovati tipomocno serijskih brojeva ili naziva racuna.
- poverilac u ovom kreditnom aranžmanu treba da ima poverenja u duznikov moralni integritet

3. skladišnice

- podrazumeva zalihe kao kolateralno obezbedjenje.
- duznik ne moze da proda nijedan primerak uskladistenihi zaliha bez pismene dozvole poverioca.

Prilikom odluke da li i u kom iznosu da se odobri kredit posebnu paznju poveriocu poklanjaju karakteristikama sredstava: vek trajanja i likvidnost. Poveriocu vise vole sredstva cija se konvertibilnost u gotovinu najvise poklapa sa rokom dospeca kredita.

Kada se oceni prihvatljivost kolateralnog obezbedjenja poverilac utvrđuje iznos kredita koji najcesce iznosi 30 do 90% vrednosti ulozenihi sredstava.

65. POTRAZIVANJA OD KUPACA KAO KOLATERALNO OBEZBEDJENJE

Dva metoda kratkorocnog finansiranja posredstvom koriscenja potrazivanja od kupaca:

1. zalaganje potrazivanja od kupaca
2. prodaja potrazivanja od kupaca

65A. ZALAGANJE POTRAZIVANJA OD KUPACA

Zalaganje potrazivanja od kupaca moze se vrsiti na:

1. selektivnoj osnovi

- poverilac, komercijalna banka ili druga institucija sama bira racune kupaca koji po njihovom misljenju predstavljaju prihvatljivu kolateralnu zalogu za kratkorocni kredit

2. u vidu ugovora o opstem pravu raspolaganja svim potrazivanjima

- primenjuje se na ona preduzeca koja raspolazu velikim brojem racuna kupaca ciji je prosecan iznos relativno mali
- tada se vrši selekcija kupaca na bazi provere validnosti svakog pojedinacnog potrazivanja bilo bi prohibitivno skupo. Umesto toga, ugovorom o kreditiranju poverilac preuzima pravo opsteg raspolaganja svim potrazivanjima ukoliko ne izvršava svoje obaveze po kreditu.

Kada se preduzece obrati banci za kredit uz ovakvo kolateralno obezbedjenje duga, ona ce najpre proceniti da li su pojedinačni iznosi na racunima kupaca dovoljno veliki da posluze kao prihvatljiva zaloga za trazeni kredit. Ukoliko jesu sledeci korak je provera kreditnog boniteta svakog kupca. Kao jedan od najboljih pokazatelja je prosecan period naplate potrazivanja . Ako preduzece trazi fiksnu sumu banka bira one racune koji su najbolja zaloga, a ako trazi maksimalnu sumu banka mora da testira racune svih kupaca da bi eliminisala one koji nisu podobni kao kolateralno obezbedjenje. Avansi kredita na zalaganje potrazivanja od kupaca retko dostizu 90% korigovane vrednosti (korekcija se vrši zbog ocekivanih gubitaka novcanog priliva od naplate potrazivanja usled vracenih isporuka i gotovinskih popusta).

Kupci ne moraju biti obavesteni da su njihova potrazivanja data u zalog kao kolateralno obezbedjenje.

Dodatni troškovi koji nastaju su:

1. troškovi osiguranog kredita (2-5% veci od primarne kamatne stope) i
2. troškovi bankarske provizije (do 3% iznosa kredita).

65B. PRODAJA POTRAZIVANJA OD KUPACA

Dva oblika:

1. faktoring
 - prodaja potrazivanja od kupaca u zemlji
2. forfeiting
 - prodaja potrazivanja od kupaca u inostranstvu

65BA. FAKTORING

Faktoring predstavlja vaznu formu kredita i servisiranja naplate potrazivanja od kupaca. Preduzeca mogu svoja potrazivanja od kupaca prodati, uz diskont, specijalizovanim institucijama koje se bave ovim poslovima. Te institucije se nazivaju faktori, dok se istim poslom mogu baviti i druge institucije kao sto su komercijalne banke.

Preduzece sa faktorom sklapa ugovor o prodaji svojih potrazivanja od kupaca. Kada je ugovor zaključen preduzece u pisanoj formi dostavlja faktoru nazive kupaca, vrednosti prodaje i kreditne uslove. Po izvršenoj isporuci robe kupcima se ispostavlja faktura i

preduzece jedan primerak fakture dostavlja faktoru s tim sto je na fakturi navedeno da se placanje iskljucivo vrsi na racun faktora.

Razlikujemo dve vrste ugovora:

1. ugovor bez rekursa

- faktor po pravila preuzima u celini rizik naplate faktura

2. posao sa rekursom

Faktor jedino ne preuzima rizik naplate ukoliko je preduzece isporucilo robu koja ne odgovara kvalitetu predvidjenom ugovorom kao i za sporove koji bi nastali u samoj isporuci robe.

Faktor moze uplatu izvršiti:

1. odmah po prijemu fakture

- u tom slucaju faktor kreditira preduzece i na iznos kredita obracunava kamatu po stopi koja je za 2-5% visa od tekuce kamatne stope

2. posle prijema fakture

- u tom slucaju faktor zadrzava saldo gotovine na racunu i na taj iznos obracunava i placa kamatu po stopi koja je jednaka tekucoj kamatnoj stopi

3. pre prijema fakture

- sa ciljem da preduzece finansira nabavku sirovina i materijala i druga finansijska placanja. Ta placanja bice likvidirana kada preduzece isporuci robu kupcima.

Za svoje usluge faktor naplacuje komisionu proviziju koju ugovara sa preduzecem (2-4% nominalne vrednosti potrazivanja). Faktoring poslovi cesto sadrze i klauzulu o obaveznoj rezervi kada faktor zadrzava deo nominalne vrednosti potrazivanja (5-10%).

65BB. FORFETING

Forfeting predstavlja prodaju potrazivanja od kupaca u inostranstvu. Preduzece koje je izvezlo robu prodaje svoja potrazivanja od kupaca u inostranstvu odgovarajucoj finansijskoj instituciji koja se bavi forfetingom a to je najcesce poslovna banka. Preduzece izvoznik sklapa sa bankom ugovor o prodaji potrazivanja od kupaca u inostranstvu sa ciljem da odmah po izvršenoj isporuci robe dobije gotovinu neophodnu za obavljanje poslovne aktivnosti. Forfeting se obavezno ugovara bez rekursa tj. banka u celini preuzima rizik naplate potrazivanja. Da bi smanjila rizik banka mora da odobri svaku isporuku robe. Faktura se u jednom primerku dostavlja i banci, a banka za isporucenu robu vrsi uplatu na racun izvoznika preuzimajuci rizik za naplatu potrazivanja.

Izvozniku se na racun uplacuje iznos koji je manji od fakturane vrednosti za iznos:

1. kamate obracunate za period u kojem banka kreditira izvoznika
2. ugovorene rezerve za eventualne propuste ili vracanje robe
3. komisione provizije koja pripada banci za uslugu forfetinga.

Banke mogu kupljene fakture prodavati drugim finansijskim institucijama.

65C. ZALIHE KAO KOLATERALNO OBEZBEDJENJE

Njihova atraktivnost je u tome što im je tržišna vrednost veća od knjigovodstvene na bazi koje se procenjuje vrednost kolateralne zaloge. Nisu sve zalihe podjednako prihvatljive za osiguravanje kredita. Preduzeće kojem je potreban kratkorocni kredit ponudice bilo koju vrstu zaliha kao zalogu dok će banka preferirati:

1. zalihe sirovina i materijala
2. zalihe gotovih proizvoda

Nepoželjne zalihe sa stanovišta obezbeđenja kredita su:

1. lako pokvarljive zalihe
2. kabaste zalihe
3. zalihe koje gube u vrednosti proticanjem vremena

Najbitnija karakteristika zaliha u funkciji kolateralne zaloge za kratkorocni kredit čini mogućnost njihove lake realizacije. To su one zalihe čija je tržišna cena manje ili više stabilna i koje se mogu brzo likvidirati bez velikih troškova.

Kreditiranje preduzeća uz uzimanje zaliha kao kolateralne zaloge može da se vrši putem:

- 1. sticanja prava poverioca na raspolaganje ukupnim zalihama**
 - za preduzeća sa relativno stabilnim nivoom zaliha, ne velike pojedinačne cene
 - kredit nikad ne dostiže 50% knjigovodstvene vrednosti prosečnih godišnjih zaliha
 - kamata 3-5%
- 2. raspolaganje pojedinacnim zalihama**
 - preduzeće dužnik kupuje i prima zalihe u magacin a banka kao poverilac ih umesto njega plaća dobavljaču
 - skupi proizvodi
 - preduzeće može da proda takve zalihe ali uz obaveznu otplatu duga s kamatom banci nakon čega se skida sa njih pravo raspolaganja.
 - kamata na tu vrstu kredita je veća od one koja se plaća na neosigurane kredite
- 3. raspolaganje uskladištenim zalihama**
 - poverilac preuzima potpunu kontrolu nad kolateralnim obezbeđenjem duga
 - posto odabere zalihe poverilac ih smesta u nezavisno skladište iz kog skladistar sme da ih izdaje samo uz odobrenje poverioca.
 - kredit se kreće i do 90% knjigovodstvene vrednosti zaliha
 - kamata 3-5% iznad primarne kamatne stope
 - dužnik mora da plati troškove uskladištenja koji ne iznose manje od 1-3% od iznosa na taj način osiguranog kredita
 - dužnik mora da plati i premiju osiguranja od eventualnih oštećenja ili unistenja zaliha.

65D. OSTALI OSIGURANI IZVORI

Ostali osigurani izvori nastaju na bazi zalaganja:

- 1. dugorocnih hartija od vrednosti, akcija i obveznica**
 - poželjna kolateralna zaloga
 - poverilac, komercijalna banka ili druga institucija avansiraju i 90% kratkorocnog kredita od tekuće tržišne vrednosti akcija ili obveznica
 - kamatna stopa 2-5%
- 2. krediti sa avalom (jemstvom) trećeg lica (pravnog ili fizickog)**

- nisu osigurani realnim prisustvom kolateralne zaloge
- moc zaduzivanja treceg partnera tj. avaliste im garantuje odredjenu sigurnost sa stanovista poverioca
- avalista moze biti kupac, dobavljac ili bogatiji akcionar
- kamata 2-5%

66. CENA KAPITALA

Interni izvor kapitala je akumulirani dobitak kao znacajan izvor finansiranja. Kod akumuliranog dobitka nema stvarnog odliva gotovine u vezi sa njegovim koriscenjem vec je cena ovog kapitala oportunitetni trosak.

Eksterni izvori finansiranja su obveznice, preferencijalne akcije i obicne akcije. Kod eksternih izvora finansiranja cena kapitala je realni trosak finansiranja za preduzece.

Prosečna cena kapitala je ponderisani prosek pojedinih izvora. Sluzi kao kriterijum rentabilnosti prilikom ocene investicionih ulaganja.

67. OSNOVNE FUNKCIJE FINANSIJSKOG TRZISTA

Razlikujemo tri eksterna toka putem kojih se raspoloziva finansijska sredstva prelivaju u preduzece. **Ti tokovi idu preko:**

1. finansijskih posrednika

- kao specijalizovanih institucija koje prikupljaju stednju i transferisu je onima kojima su sredstva potrebna

2. finansijskog trzista

- koje se deli na:
 - a. trziste novca (transakcije kratkorocnim hartijama od vrednosti koje su lako unovcive)
 - b. trziste kapitala (transakcije dugorocnim hartijama od vrednosti, akcijama, obveznicama)

3. direktnih aranzmana

- neposredni ugovorni odnosi izmedju onih koji stede i onih koji ulazu

Na strani ponude i traznje finansijskih sredstava nalaze se sledeci subjekti:

1. stanovnistvo

- stanovnistvo je neto stedisa, vise stedi nego sto pozajmljuje i zato sluzi kao znacajan izvor finansijskih sredstava

2. privredna preduzeca

- privredna preduzeca su neto duznici finansijskih sredstava, vise pozajmljuju nego sto stede

3. drzava

- drzava je neto duznik finansijskih sredstava, vise se zaduzuje nego sto stedi

67A. FINANSIJSKI POSREDNICI

Funkciju finansijskih posrednika obavljaju:

1. komercijalne banke

- one prikupljaju depozite po vidjenju (cekovne racune) i orocene depozite (stedne uloge)

2. stedionice

- prikupljaju finansijska sredstva putem orocenih depozita (stednih uloga)

3. stedne i kreditne asocijacije

- drze orocene depozite (stedne uloge) koji su namenjeni finansiranju stanovnistva

4. kreditne unije

- obavljaju transfer finansijskih sredstava izmedju potrosaca

5. kompanije za osiguranje

- upravljaju individualnom stednjom
- izvesna suma novca od zivotnog osiguranja se usmerava direktno u zajmove pojedinca, privrednim preduzecima i drzavi dok se drugi deo kanalise preko finansijskog trzista do onih koji traze finansijska sredstva.

6. penzioni fondovi

- akumulacija stednje koja ce biti sukcesivno isplacivana u buducim godinama
- fondovi se formiraju da bi zaposleni u privrednim preduzecima i vanprivrednim delatnostima mogli da ostvaruju redovna licna primanja i posle isteka njihovog radnog veka.

67B. TRZISTE NOVCA

Trziste novca cine nevidljivi odnosi izmedju ponude i traznje kratkorocnih finansijskih sredstava (kupovina i prodaja kratkorocnih hartija od vrednosti). To nije stvarna finansijska organizacija koja je smestena na odredjenoj lokaciji. Zadatak trzista novca je da dovede u kontakt one koji nude i one koji traze kratkorocna finansijska sredstva.

Ucesnici na trzistu novca su:

1. pojedinci

- ucestvuju i kao kupci i kao prodavci kratkorocnih hartija od vrednosti

2. poslovna preduzeca, finansijske institucije i drzava

- mogu biti izdavaoci ili prodavci kratkorocnih hartija od vrednosti

Kljucni **elementi novcanog trzista**:

1. kratkorocne hartije od vrednosti drzavnih agencija

2. drzavne obveznice

3. komercijalni papiri

4. sertifikati o depozitu

5. ugovori o otkupu hartija od vrednosti

Zajednicka karakteristika svih kratkorocnih hartija od vrednosti je njihova relativno visoka likvidnost tj. sposobnost konverzije u gotovinu.

67C. TRZISTE KAPITALA

Trziste kapitala cine brojne institucije koje nude i traze finansijska sredstva da obavljaju transakcije. Te transakcije su kupovina i prodaja dugorocnih hartija od vrednosti koje emituju velika privredna preduzeca, finansijske institucije i drzava.

Hartije od vrednosti su:

1. obveznice korporacija
2. preferencijalne akcije
3. obicne akcije
4. obveznice koje emituje drzava

Trziste kapitala moze biti:

1. organizovano

- cine ga berze hartija od vrednosti
- berze su samostalne organizacije koje poseduju sopstveni prostor (zgradu), clanstvo i poslovna pravila.
- najveca berza, Njujork
- nacin trgovine na berzi je aukcijski

Karakteristike:

1. kontinuelnost hartija od vrednosti, omogucava ocuvanje likvidnosti hartija od vrednosti
2. utvrđuje cene hartija od vrednosti, na osnovu ponude i traznje
3. omogucava da se ogranicena dugorocna finansijska sredstva alociraju na najbolje alternative
4. omogucava preduzecima da lakse privuku dodatne izvore dugorocnog finansiranja, novi kapital se moze pribaviti emisijom novih hartija od vrednosti

2. neorganizovano

- cine ga nevidljivi odnosi kupca i prodavca hartija od vrednosti
- stupaju u kontakt preko organizovane telekomunikacione mreze
- postojanje posrednika, "ditera" olaksava i ubrzava komunikaciju

68. CENA DUGOROCNOG DUGA

Cena dugorocnog duga je minimalna stopa prinosa koja se mora ostvariti na ulaganja finansirana iz duga da ne bi doslo do smanjenja stope prinosa na akcijski kapital. To je kamata koju ulagaci ocekuju da prime od emisije obveznica. Dva toka gotovine se javljaju kod pribavljanja kapitala putem emisije i prodaje obveznica:

1. neto primanja gotovine od prodaje obveznica
2. neto izdavanja gotovine po osnovu kamate i otplate glavnice

Cena duga posle oporezivanja:

$$K_i = i(1-t)$$

Gde je:

i -kamatna stopa

t -stopa poreza na dobitak

Cena duga pre oporezivanja (metod aproksimacije):

$$I + \frac{V_n - V}{n}$$
$$i = \frac{V + V_n}{2}$$

Gde je:

I - godišnja kamata koju plaća preduzeće

V_n - nominalna vrednost obveznice

n - broj godina do dospeća duga

Posto se kamata priznaje kao trosak poslovanja, cena duga posle oporezivanja je manja od cene duga pre oporezivanja.

69. CENA KAPITALA OD EMISIJE PREFERENCIJALNIH AKCIJA

Razlikujemo dva toka gotovine:

1. neto primanje gotovine od prodaje preferencijalnih akcija
2. izdavanje gotovine po osnovu preferencijalne dividende

Potrebno je naći diskontnu stopu koja izjednačava sadašnje vrednosti ova dva toka. Ta diskontna stopa predstavlja cenu kapitala.

Cena kapitala je diskontna stopa koja buduće izdatke na ime preferencijalne dividende izjednačava sa sadašnjom vrednošću primanja gotovine iz ovog izvora.

$$K_p = \frac{D}{P_p}$$

Gde je:

K_p - cena kapitala od emisije preferencijalnih akcija

D - očekivana godišnja dividenda

P_p - tržišna cena preferencijalnih akcija

Korigovana cena kapitala jer preduzeće mora da plati troškove posredničke provizije i troškove emisije akcija:

$$K_p = \frac{D}{P_n}$$

Gde je:

P_n - neto primanje gotovine ostvareno prodajom preferencijalnih akcija

(P_n = P_p - (Troškovi provizije + Troškovi emisije))

Preferencijalna dividenda se placa iz dobitka posle oporezivanja kada je cena kapitala od emisije preferencijalnih akcija veća od cene dugorocnog duga.

70. CENA KAPITALA OD EMISIJE OBICNIH AKCIJA

Objasnjenje cene akcijskog kapitala za sledece modele rasta:

1. nadprosecan rast
2. konstantan rast
3. nulti rast

Model konstantnog rasta:

Trzisna cena akcija:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Gde je:

D - dividenda

g - stopa rasta dividende

Cena kapitala:

$$k_p = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Cena kapitala:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0 (1-F)} + g$$

Gde je:

F- troškovi emisije i flotacije akcija

Prinos na ulaganja = Cena akcijskog kapitala = } Stopa rasta neto dobitka i dividende ostaju iste

Prinos na ulaganja < Cene akcijskog kapitala = } opada stopa rasta, opada cena

Model nultog rasta (nema rasta neto dobitka i dividende):

Cena kapitala:

$$k_e = \frac{D_1}{p_0}$$

Cena akcijskog kapitala (k_e) je diskontna stopa tj. interna stopa prinosa, koja izjednačava sadasnju vrednost izdavanja gotovine po osnovu dividende sa sadasnjom trzisnom cenom akcije tj. neto primanjem gotovine. To je interna stopa prinosa koju preduzece mora ostvariti na ulaganje finansirano iz tog izvora da bi se sprecio pad trzisne cene akcija.

Sadasnja vrednost neto primanja gotovine po osnovu prodaje akcije jednaka je sadasnjoj vrednosti neto izdataka po osnovu placanja dividendi.

71. CENA AKUMULIRANOG DOBITKA

Akumulirani dobitak je onaj deo neto dobitka koji se nece isplatiti u tekucoj godini u vidu dividende, vec ce biti akumuliran radi daljih ulaganja. Cena kapitala nastalog akumuliranjem je stopa prinosa koju ocekuju da ostvare drzaoci akcija na obicne akcije.

Cena kapitala od emisije obicnih akcija:

$$k_e = \frac{D_1}{p_0} + g$$

Ako se akumulirani dobitak ulozi uz stopu prinosa jednaku ceni akcijskog kapitala onda ce trzisna cena akcija ostati nepromenjena.

Ako se akumulirani dobitak ulozi uz stopu prinosa manju od cene akcijskog kapitala onda ce trzisna cena akcija pasti. U tom slucaju za akcionare je bolja alternative da se neto dobitak isplati kroz dividendu.

Cena akumuliranog dobitka:

$$k_v = k_e(1-T) \times (1-B)$$

Gde je:

k_v -cena akumuliranog dobitka

k_e -cena akcijskog kapitala

T -stopa poreza koju placaju akcionari na ukupni prihod

B -procenat posrednicke provizije

72. CENA AMORTIZACIJE

Sredstva amortizacije poticu iz periodicnih otpisa osnovnih sredstava. Sredstva amortizacije su interni, trajni izvor samofinansiranja.

Cena amortizacije je propusten prinos koji bi se mogao ostvariti ulaganjem u najbolju eksternu alternative. Cena amortizacije su oportunitetni troškovi finansiranja.

Preduzece ima sledece alternative na raspolaganju za ova sredstva:

1. da ih raspodeli kreditorima i akcionarima srazmerno njihovom ucescu u finansiranju; ako ocekuje da na njih ostvari stopu prinosa manju od prosečne cene kapitala
2. da ih reinvestira; ako ocekuje da na njih ostvari stopu prinosa vecu ili jednaku prosečnoj ceni kapitala.

73. PROSECNA CENA KAPITALA

Prosečna cena kapitala je ponderisana aritmetička sredina cena pojedinačnih izvora finansiranja. Metodi utvrđivanja prosečne cene kapitala:

1. polazi od neto dobitka
2. polazi od neto poslovnog dobitka

73A. UTVRĐIVANJE PROSECNE CENE KAPITALA

Pretpostavke:

1. preduzece se finansira iz dva izvora kredita:
 - dugorocnog duga po osnovu obveznica
 - akcijskog kapitala emisije obicnih akcija
2. ocekivana dividenda i kamata su konstantne velicine.

Ocigledne medjuzavisnosti:

$$V=B+S$$

Gde je:

V -trzisna vrednost preduzeca

B -trzisna vrednost emitovanih obveznica

S -trzisna vrednost emitovanih akcija

$$O=E+F$$

Gde je:

O -ocekivani godisnji neto novcni dobitak

E -neto dobitak (rezidualna vrednost)

F -godisnja kamata na dug (fiksna velicina)

Relacije za pojedine trzisne stope kapitalizacije:

$$B = \frac{F}{k_i} \quad \text{ili} \quad k_i = \frac{F}{B}$$

k_i -trzisna stopa kapitalizacije obveznica tj. cena dugorocnog duga

$$S = \frac{E}{k_e} \quad \text{ili} \quad k_e = \frac{E}{S}$$

k_e -trzisna stopa kapitalizacije obicnih akcija tj. cena akcijskog kapitala

$$V = \frac{O}{k_o} \quad \text{ili} \quad k_o = \frac{O}{V}$$

k_o -opsta stopa kapitalizacije tj. prosecna cena kapitala

Kada preduzece finansira samo akcijski kapital onda je $k_e = k_o$
 Prosecna cena kapitala je ponderisan prosek cene akcijskog kapitala i cene duga.

$$k_o = k_e \times w_1 + k_i \times w_2$$

73B. METODE PROCENJIVANJA I PROSECNA CENA KAPITALA

Metode:

1. polazi od neto dobitka i promenljive prosecne cene kapitala
2. polazi od neto poslovnog dobitka i konstantne prosecne cene kapitala.

Pretpostavke oba metoda:

1. predmet procenjivanja je korporativno preduzece
2. dobitak se ne oporezuje
3. primanja gotovine od emisije obveznica se koriste za povlacenje akcija
4. primanja gotovine od emisije obicnih akcija se koriste za otplatu dugorocnog duga
5. ukupan neto dobitak se isplacuje akcionarima kao dividenda
6. ne ocekuje se rast neto dobitka i dividende po akciji

Metod neto dobitka:

$$k_o = \frac{O}{V}$$

Gde je:

- k_o -prosecna cena kapitala
- O -neto poslovni dobitak
- V -trzisna vrednost preduzeca

Ako raste ucesce duga onda prosecna cena kapitala opada a trzisna vrednost preduzeca raste.

Metod neto poslovnog dobitka:

$$k_e = \frac{E}{S}$$

Gde je:

k_e -stopa kapitalizacije akcijskog kapitala

E -neto dobitak

S -trzisna vrednost akcija

Ako raste ucesce duga onda raste stopa kapitalizacije akcijskog kapitala a trzisna vrednost akcija opada.

74. TEORIJA STRUKTURE KAPITALA

Preduzece tezi da minimizira ukupni rizik tj. tezi ka nekoj optimalnoj finansijskoj strukturi. Postoje razlicita misljenja da li postoji optimalna struktura kapitala i da li se ona uopste moze utvrditi. Te teorije su:

1. Tradicionalna
2. Modigliani i Miller

74A. TRADICIONALNA TEORIJA STRUKTURE KAPITALA

Pretpostavlja da stvarno postoji mesavina duga i akcijskog kapitala koja minimizira prosecnu cenu kapitala tj. maksimizira njegovu trzisnu vrednost.

Pretpostavke:

1. struktura kapitala je komponovana samo iz duga i akcijskog kapitala
2. apstrahuje se porez na dobitak
3. relativni odnos duga prema akcijskog kapitala se menja
4. ukupni neto dobitak se isplacuje akcionarima u vidu dividende
5. ne ocekuje se rast neto poslovnog dobitka

Varijante procenjivanja:

1. optimalna struktura kapitala dozvoljava manje ili vece varijacije u stepenu leveridz-a
 1. u prvoj fazi (0-30%) sa porastom leveridz-a smanjuje se prosecna cena kapitala
 2. posle odredjenog dostignutog stepena leveridz-a (od 30%) dalji umeren porast leveridz-a ima mali ili nikakav efekat na prosecnu cenu kapitala
 3. posle kritičnog nivoa (od 60%) dalji porast leveridz-a je besmislen
 4. iznad stepena leveridz-a od 80% ne razmatra se

2. optimalna struktura kapitala vezana je za jedan, određen stepen leveridz-a
 - cena akcijskog kapitala raste sa porastom određenog stepena leveridz-a, a cena duga počinje da raste kada je dostignut određen stepen leveridz-a
3. cena akcijskog kapitala stvarno ne raste do određene kritične tačke
 - kada je dostignuta tačka X cena akcijskog kapitala počinje da raste.

74B. TEORIJA MODIGLIANI-JA I MILLER-A

Oni tvrde da u svetu perfektnog tržišta dva identična preduzeća koja ostvaruju identične neto poslovne dobitke moraju imati jednaku tržišnu vrednost nezavisno od razlika u stepenu leveridz-a.

Pretpostavke:

1. tržište kapitala je perfektno
2. preduzeća se mogu grupisati po istim prinosima
3. apstrahuje se porez na dobitak
4. svi korisnici duga se mogu zaduživati pod istim uslovima

Dva identična preduzeća koja se razlikuju samo u stepenu leveridz-a imaju jednake tržišne vrednosti, ali ako se pojave razlike u tržišnim vrednostima, eliminiše se procesom arbitraže. Na osnovu procesa arbitraže oni zaključuju da će prosečna cena kapitala biti konstantna na svim nivoima leveridz-a. Prva pretpostavka, o perfektnosti tržišta kapitala je nerealna. Tržište kapitala je veoma imperfektno jer je međusobna kupoprodaja sprečena institucionalnim i zakonskim ograničenjima. Četvrta pretpostavka, da se preduzeća i pojedinci mogu zaduživati pod istim uslovima je takođe nerealna, jer preduzeća imaju ograničenu odgovornost, a pojedinci ne. Kada se u analizu uvede porez na dobitak može se utvrditi da će doći do pada prosečne cene kapitala.

75. DIVIDENDNA POLITIKA

Dividendna politika determinise raspodelu neto dobitka na dividendu i akumulirani dobitak. U vezi sa time da li ona može da utiče na promene tržišnih cena tj. na promene njegove tržišne vrednosti, nastale su različite teorije.

76. TEORIJE DIVIDENDNE POLITIKE

Teorije dividendne politike:

1. Teorija rezidualne dividende

- polazi od pretpostavke perfektno racionalnih ulaganja i menadžera, dividenda može biti tretirana kao rezidualna vrednost.
- rezidualna vrednost je ostatak dela neto dobitka isplaćen akcionarima u obliku dividende

- preduzece najpre sastavlja plan kapitalnih ulaganja koji bi obuhvatio sve alternative
 - prihvataju se one alternative koje ispunjavaju kriterijum rentabilnosti tj. ocekivana stopa prinosa je veca od prosečne cene kapitala
 - ako bi plan kapitalnih ulaganja zahtevao da se akumulira ukupni neto dobitak, rezidualna vrednost bi bila nula i ne bi bilo isplata po osnovu dividendi.
- 2. Teorija irelevantne dividende**
- razvili su je Modigliani i Miller
 - trziste je perfektno i trzisna vrednost preduzeća je nezavisna od raspodele neto dobitka tj. od dividendne politike koju preduzeće vodi.
 - trzisni efekat kupaca; preduzeće ce biti atraktivno za one akcionare koji preferiraju redovne isplate dividendi jer to znaci da preduzeće na vreme placa i ostale obaveze tj. da se radi o stabilnom preduzeću.
- 3. Teorija relevantnosti dividende**
- razvili su je Gordon i Lintner
 - akcionari preferiraju isplate gotovinskih dividendi i zato postoji medjuzavisnost izmedju dividendne politike

77. TIPOVI DIVIDENDNE POLITIKE

Tri tipa dividendne politike:

- 1. Dividendna politika konstantnog racia placanja dividende**
 - pretpostavlja da preduzeće unapred utvrđuje ovaj racio
 - racio placanja dividende je procenat neto dobitka koji ce se isplatiti kao dividenda
 - problem je u tome da kada preduzeće ostvari gubitak dividende nece biti isplacene ili se smanjuju
- 2. Regularna dividendna politika**
 - kada preduzeće iz perioda u period isplacuje isti iznos dividende po jednoj emitovanoj i prodatoj obicnoj akciji
 - dividende se nikad ne smanjuju cak i kada je preduzeće nelikvidno. Trzisne cene akcija ostaju stabilne
- 3. Manje regularna i ekstra dividendna politika**
 - radi se o stabilnim dividendama po jednoj akciji, ali u znatno manjem iznosu nego sto je slucaj kod regularne dividendne politike
 - u periodima kada se ostvare znatno veci neto dobitak preduzeće ce akcionarima isplatiti ekstra dividende
 - manje regularne dividende obezbedjuju akcionarima stabilan periodicni prinos
 - ekstra dividenda povecava ucesce akcionara u raspodeli neto dobitka.

78. FAKTORI KOJI UTICU NA DIVIDENDNU POLITIKU

Faktori su:

- 1. problem nelikvidnosti**

- ako se javi ovaj problem preduzece nece moci da isplati dividende i pored velikog ostvarenog neto dobitka
- 2. finansijska struktura**
 - ucesce dugova u izvorima finansiranja pretpostavlja velike godisnje obaveze za otplatu glavnice.
 - ako se ta glavnica ne moze platiti ostalim hartijama od vrednosti mora se akumulirati znacajan deo neto dobitka
- 3. ogranicenja u ugovorima o kreditima**
 - ugovori o dugogodisnjim kreditima cesto mogu sadrzati klauzulu mogu bitit placene iz neto dobitka ostvarenog posle potpisivanja ugovora o dugorocnom kreditu, a nikako iz ranije akumuliranog dobitka
- 4. stabilnost neto dobitka**
 - preduzeca koja ostvaruju stabilan neto dobitak ce isplacivati veci procenat neto dobitka kao dividendu
- 5. stepen rentabilnosti**
 - preduzeca koja ostvaruju visok stepen rentabilnosti moci ce lakse, na vreme i pod povoljnijim uslovima da na finansijskom trzistu pribave dodatni kapital
- 6. poreska politika**
 - akcionari koji placaju porez po visim poreskim stopama teze da se veci deo neto dobitka akumulira
 - na taj nacin ce platiti manji ukupni porez.