

**UNIVERZITET U NOVOM PAZARU
EKONOMSKI FAKULTET**

Kandidat: Mr. Dragiša Boričić

**RAZVOJ FINANSIJSKE STRUKTURE
PREDUZEĆA U TRANZICIJI**

- DOKTORSKA DISERTACIJA -

Mentor: Dr. Milenko Popović

Podgorica 2011

SADRŽAJ

1. UVOD	4
2. TEORIJSKE OSNOVE ANALIZE FINANSIJSKE STRUKTURE.....	10
2.1. Vlasnička struktura	10
2.2. Struktura kapitala.....	16
2.3 Optimalna finansijska struktura (princip rentabilnosti, sigurnosti i likvidnosti) .	23
2.4. Optimalna finansijska struktura i vrijednost firme	28
2.5. Računovodstvena evidencija i revizija finansijske strukture	36
3. KARAKTERISTIKE FINANSIJSKE STRUKTURE I VLASNIČKI TIPOVI PRIVREDNIH SUBJEKATA	40
3.1. Organizacioni oblici privrednih subjekata.....	40
3.2. Vlasnički tipovi privrednih subjekata i finansijska struktura.....	43
3.3. Finansijska struktura u zavisnosti od organizacionog oblika i vlasničkih tipova privrednih subjekata	46
3.4. Ciljevi promjene finansijske strukture	47
3.5. Faktori promjene finansijske strukture	49
3.6. Izvori finasiranja i struktura kapitala	56
4. PROMJENE FINANSIJSKE STRUKTURE USLIJED TRANSFORMACIJE SVOJINE.....	59
4.1. Tranzicija i transformacija svojine – teorijski aspekt	59
4.2. Promjena finansijske strukture - modeli transformacije i privatizacije	71
4.3. Tranzicija i transformacija svojine u Crnoj Gori - rezultati	83
5. TRŽIŠTE KAPITALA I FINANSIJSKA STRUKTURA	99
5.1. Teorijski aspekt tržišta kapitala	99
5.2. Institucionalni okvir tržišta kapitala u Crnoj Gori.....	111
5.3. Fundamentalna i tehnička analiza u predvidjanju očekivanih trendova na tržištu kapitala	126
5.4. Operativna primjena fundamentalne i tehničke analize u predvidjanju cijene akcija.....	129
6. RAZVOJ FINANSIJSKE STRUKTURE	142
6.1. Oblici finansiranja rasta i razvoja preduzeća	142
6.2. Izvori finansiranja i faze razvoja preduzeća	146
6.3. Finansiranje zakupom u odnosu na finansiranje imovine dugom.....	153

7. FINANSIJSKA KONSOLIDACIJA PREDUZEĆA U TEŠKOĆAMA.....	163
7.1. Postupak i procedura finansijske konsolidacije.....	163
7.2. Metode finansijske konsolidacije.....	166
7.3. Medjuzavisnost metoda i promjene finansijske strukture preduzeća	172
7.4. Pretvaranje duga u ulog i promjena finansijske strukture preduzeća.....	175
7.5. Operativni pristup reorganizacije i promjene finansijske strukture preduzeća ...	181
8. RAČUNOVODSTVENI ASPEKT PROMJENE FINANSIJSKE STRUKTURE... 192	
8.1. MRS i finansijska struktura	192
8.2. Finansijski izvještaji i finansijska struktura	202
8.3. Promjene na neto imovini (kapitalu) - izvještaji	206
8.4. Posebni oblici analize finansijskih izvještaja	208
9. Završna razmatranja	211
10. Literatura.....	226

1. UVOD

Tumačenje finansijske strukture, odnosno položaja privrednog subjekta podrazumijeva, pored ostalog, preispitivanje visine kapitala i njegove strukture u odnosu na ukupno vlasništvo. Dakle, sama transformacija vlasništva (privatizacija), pored liberalizacije cijena, razvoja spoljne trgovine i monetarne politike, te promjena poreskog sistema ima veoma važan uticaj na finansijsku strukturu privrednog subjekta.

Uticaj na finansijsku strukturu privrednog subjekta nije uslovlijen samo eksternim faktorima, već i internim, pa se postavlja pitanje optimalne finansijske strukture, sa aspekta uticaja kako internih, tako i eksternih faktora privredjivanja. Međutim, ima se u vidu proces tranzicije tj. prelazak privrede sa "socijalističkog" načina privredjivanja na tržišno, što, u principu, znači uvodjenje novog sistema. U osnovi, promjena vlasničkih odnosa sa društvene svojine na imovinu poznatih vlasnika podrazumijeva stvaranje "tržišta kapitala", a isto je međuzavisno i međuuuslovljeno internim i eksternim faktorima koji utiču na privredjivanje.

Poštjući prethodno analizira se, u prvom redu, teorijski osnov analize finansijske strukture, a u okviru iste vlasnička struktura, struktura kapitala te optimalna finansijska struktura.

Kao logički nastavak rada podrazumijeva se razmatranje karakteristika finansijske strukture u zavisnosti od vlasničkih tipova pojedinih privrednih subjekata. U konkretnom, to znači da se trebaju tretirati pojedini organizacioni oblici privrednih subjekata u zavisnosti od vlasničkih odnosa u privrednom sistemu, promjene finansijske strukture pojedinog subjekta u zavisnosti od organizacionog oblika i vlasništva (makro uticaji), ciljevi promjena, a zatim i ostali faktori promjena, kao i izvori finansiranja u međuzavisnosti od strukture kapitala.

Promjene finansijske strukture usled transformacije svojine su bile veoma jakog intenziteta gdje je došlo ne samo do promjene vlasničke strukture nego i vrijednosti sopstvenih izvora uslijed procjene a da nije bilo značajnijih finansijskih priliva. Kako transformacija pojedinih oblika svojine, posebno društvene, podrazumijeva procjenu, usled različitog spleta okolnosti (knjigovodstveni iskazi ne/vjerovatni ili neratni), tretira se njen uticaj procjene na promjenu finansijske strukture. Ukoliko se

procjenom ustanovi da su poslovna sredstva knjigovodstveno podcijenjena usled neadekvatnih revalorizacija, razlika do procijenjene vrijednosti konkretnog oblika imovine pripisuje se kapitalu (društvenom). Pri pretpostavci da nivo dugovnih izvora odgovara knjigovodstvenom stanju, a imajući u vidu da povećanje procijenjene vrijednosti imovine uslovljava povećanje kapitala, proizilazi da nastaje promjena finansijske strukture u korist sopstvenih izvora (važi i obrnuto). Medjutim, postavlja se pitanje šta ova transakcija proizvodi sa aspekta priliva i odliva sredstava, odnosno sa aspekta boniteta preduzeća. Dakle i na ova pitanja treba dati odgovor, kako u praktičnom tako i u teorijskom smislu. Nadalje, u samom postupku transformacije primjenjuju se pojedini modeli koji prouzrokuju transformaciju jednog oblika kapitala u drugi. S obzirom na mnoštvo modela, nameće se potreba preispitivanja njihovog uticaja na promjenu obima i finansijske strukture. U osnovi, pojedini modeli utiču na promjenu finansijske strukture bez promjene obima kapitala, a pojedini i na promjenu obima kapitala (prosta transformacija i transformacija sa dokapitalizacijom). Pored modela transformacije, u teoriji i praksi egzistiraju i različiti metodi privatizacije pa se isti tretiraju u sklopu medjuuslovljenosti sa razvojem tržišta kapitala. Kada je riječ o modelima privatizacije, neizbjegno se postavlja pitanje: dali nacionalizovati postojeću društvenu svojinu, a zatim je privatizovati, dali izvršiti prodaju preduzeća jedno po jedno ili izvršiti besplatnu podjelu akcija (šok model). Svi ovi modeli imaju različit uticaj na razvoj tržišta kapitala. Svakako, bitno je i sagledati glavne teze neoliberalizma na kojima se sprovodi privatizacija državnih i društvenih preduzeća, kao i analizirati iskustva drugih zemalja u navedenom procesu, utvrditi indikatore te uspostaviti komparaciju istih sa sprovedenim procesom u Crnoj Gori.

Kako je razvoj tržišta kapitala u medjuzavisnosti sa nastankom i sankcionisanjem svojine (privatne), poseban blok teze je "Tržište kapitala i finansijska struktura" u kojem se tretira teorijski aspekt tržišta kapitala (primarnog i sekundarnog) te se daje odgovor na pitanje koliko je tržište kapitala pogodan mehanizam za tržišnu alokaciju svježeg kapitala. Svakako, nužno je bilo razmotriti i alternativna rješenja u vezi alokacije raspoloživog kapitala te različiti teorijski pristupi (koncepti) u procjeni kupoprodaje hartija od vrijednosti. Institucionalni okvir tržišta kapitala u Crnoj Gori je neizostavan segment analize koji se dovodi u vezu sa promjenama finansijske strukture. Empirijska analiza u vezi hartija od vrijednosti u Crnoj Gori je sagledana u kontekstu izvora finansiranja i promjene finansijske strukture. Fundamentalna i

tehnička analiza u predvidjanju očekivanih trendova na tržištu kapitala podrazumijevala je razmatranje uticaja kvantitativnih i kvalitativnih faktra na ponudu i tražnju hartija od vrijednosti, odnosno akcija. Takva analiza je podrazumijevala da se i operativno primjeni, što je učinjeno na praktičnom slučaju gdje se na bazi kvalitativnih i kvantitativnih faktora određuje tržišna vrijednost akcije odredjenog emitenta.

Sve prethodno navedeno, institucionalni okvir, faktori razvoja tržišta kapitala (razvoj privatne svojine, kulturni razvoj, ekonomski razvoj, kao i politički razvoj), zatim pretpostavke razvoja tržišta kapitala (promjene u dosadašnjem sistemu, posebno upravljanja, rukovodjenja, a nadasve ocjene poslovanja preduzeća), ili jednom riječju, izgarnja tržišta kapitala se dovodi u vezu sa privatizacijom (svojinom) i tumači razvoj. U daljoj razradi, pored privatizacije, razvoj tržišta kapitala zavisi od odnosa strukture kapitala, misleći na optimalnu zaduženost ili previsok nivo dugova i njihovu sanaciju, te u razvojnog smislu, potrebu privlačenja sredstava za nova ulaganja. Dakle, namjera je bila da se tumači razvoj tržišta kapitala i u tom kontekstu promjena finansijske dstrukture.

Razvoj finansijske strukture tumačimo kao promjenu iste usled rasta i razvoja preduzeća. Rast i razvoj preduzeća je u medjuzavisnosti sa oblicima finansiranja. Dakle, rast i razvoj preduzeća prate tri osnovna oblika finansiranja i to:

- interno finansiranje
- akcionarsko finansiranje
- kreditno finansiranje

Interne finansirane zasnovane su na ulaganju sopstvenih sredstava u vlastiti razvoj, dok je akcionarsko finansiranje vezano za pravnu formu preduzeća. Naime, akcionarska društva imaju mogućnost da sopstveni razvoj finansiraju emitovanjem hartija od vrijednosti (akcija) pri čemu kapital postaje trajni izvor. Kreditno finansiranje (finansijski i robni krediti) predstavlja dugovni metod ulaganja sa jasno definisanom cijenom i uslovima vraćanja sredstava. Uzveši prethodno u obzir, detaljnije je ispitati uticaj pojedinih oblika finansiranja na promjene finansijske strukture, kao i njihova medjuzavisnost sa funkcionisanjem privrednog sistema. Kako su prisutne različite faze razvoja preduzeća (start, rast i brzi razvoj), kao i različiti oblici (pravne i vlasničke forme), to su različiti i izvori finansiranja. Recimo, da je za

preduzeće "životnog stila" imanentno finansiranje, kako starta, tako rasta i razvoja, ličnom štednjom. Za razliku od preduzeća "životnog stila", preduzeća "visokog potencijala", u startu, se finansiraju razvojnim fondom za rizični kapital, a "brzi razvoj" sa javnim izdavanjem akcija. Preduzeće osnivača (ortačko preduzeće) tokom faze rasta formira sopstveni razvojni fond i on predstavlja glavni izvor finansiranja. U fazi brzog razvoja koristi se i rizični kapital koji na zapadu nude investiciona društva za mala preduzeća i korporacije za rizični kapital. Samim plasmanom rizičnog kapitala stiče se udio u svojinskoj strukturi preduzeća. Pored iznijetih izvora finansiranja (externih i internih), bilo je potrebno tumačiti i uticaj dividende tj. "zadržanog dobitka" na promjenu finansijske strukture, kao i na rast i razvoj preduzeća. Dakle, tretirala se politika dividendi kao jedan od faktora razvoja tržišta trajnog kapitala. Finansiranje rizičnim kapitalom se tretira u kontekstu private equity kapitala i venture kapitala te se ukazuje na karakteristike vlasničkog kapitala u odnosu na kredit zavisno od pojedinih kriterijuma. U kontekstu izvora finansiranja elaboriraju se prednosti i nedostaci finansiranja zakupom u odnosu na finansiranje imovine dugom i izvode praktični primjeri.

Čest slučaj je da preduzeća u tranziciji zapadaju u teškoće. U takvoj situaciji primjenjuje se posebna zakonska regulativa koja definiše postupak i procedure i metode finansijske konsolidacije. Međutim, pojedine metode imaju a pojedine nemaju uticaj na promjenu finansijske strukture. Shodno tom, u radu se posebno tretiraju postupci i procedure finansijske konsolidacije, metode finansijske konsolidacije, te medjuzavisnost metoda i promjene finansijske strukture preduzeća. Poseban aspect je dat modelu pretvaranja duga u vlasnički capital i shodno tome promjena vlasničke strukture. I ovaj segment smo obradili navodeći operativan pristup reorganizaciji i promjeni finansijske structure.

U kontekstu prethodnih razmatranja, logično je da se sagleda i računovodstveni aspekt promjene finansijske strukture, a u okviru ovog medjuzavisnosti međunarodnih računovodstvenih standarda i finansijske strukture, izvještaji i finansijska struktura, evidencija promjena finansijske strukture i dr. Neizostavan segment su posebni oblici analize finansijskih izvještaja kao što je analiza za potrebe redovnih akcionara, analiza za potrebe dugoročnih kreditora, analiza za potrebe povlašćenih akcionara, te analiza za potrebe kratkoročnih kreditora.

Na osnovu iznijetog, razlozi za proučavanje finansijske strukture preduzeća u tranziciji su sledeći: transformacija i privatizacija je na prostorima Crne Gore i u okruženju je novijeg datuma te se u dosadašnjoj teoriji i praksi nije posebno vodilo računa o njihovim uticajima na finansijski aspekt preduzeća. Zapravo, postavlja se pitanja: šta se transformacijom i privatizacijom bitnije dešava u finansijskoj sveri odnosnog privrednog subjekta? Da li je privatizacija društvenog vlasništva pretpostavka normalizacije finansijske strukture privrede i čini li uslov za razvoj tržišta kapitala, ne samo zajmovnog već i akcijskog i novčanog? Da li je i koliko obuhvat promjena finansijske strukture uslovjen pravnom formom preduzeća? Da li se raspoloživim postupcima i modelima transformacije bitnije promijenila finansijska struktura, koja bi imala za posledicu i povećanje izvora sredstava za proširenje poslovnih aktivnosti? Koja je to optimalna struktura kapitala transformisanog (akcionarskog) preduzeća, možda ona "koja maksimizira tržišnu vrijednost preduzeća, mjerena povećanjem vrijednosti akcija"? Koji su to izvori finansiranja rasta i razvoja transformisanih preduzeća?. Koje to metode konsolidacije preduzeća mijenjaju, odnosno poboljšavaju finansijsku strukturu preduzeća? Na sva ova pitanja, pored ostalih, treba odgovoriti sa teorijskog i praktičnog aspekta. Svakako, bez empirijskih istraživanja u vezi finansijske structure rad nebi imao značajnije vrijednosti.

Metodologija rada

Metodologija rada je uključila tri koncepta, odnosno izvora to:

- **I koncept** je mikroekonomска analiza ponašanja preduzeća razvijena u modernoj neoklasičnoj ekonomskoj teoriji (za opštu analizu ponašanja firme kao osnov analize)
- **II koncept** je moderna finansijska analiza i poslovne finansije i metodologija razvijena u tržišnim ekonomijama u poslednjih 40 godina
- **III koncept** je moderna računovodstvena metodologija i MRS

Kao što sam naveo, rad je podrazumijevao i empirijska istraživanja koja su zasnovana na Case studijama slučaja, koje je autor do sada izučio radeći u konsaltingu i to ponajviše u ovoj oblasti. Nadalje rad je uključivao i specifične analize. Dakle, saznanja, do kojih sam došao proučavajući literature i istražujući ovu tematiku, pokušao sam prenijeti u svoju doktorsku disertaciju. Primjenljivost ovog

rada i doprinos uspostavljanju optimalne finansijske structure pokušao sam osigurati empirijskim istraživanjem. Modifikacije koje sam u ovom radu primijenio u odnosu na standardne metode nijesu preuzete ni od jednog autora i predstavljaju moj lični doprinos i pokušaj unapredjenja primjene navedenog.

Pri izradi ove disertacije korišćene su: metoda analize i sinteze, metoda deskripcije, matematičko – statistička metoda, metoda indukcije i dedukcije, posebno metoda dokazivanja i opovrgavanja, svakako i metoda komparacije.

2. TEORIJSKE OSNOVE ANALIZE FINANSIJSKE STRUKTURE

2.1. Vlasnička struktura

Vlasnička struktura firme prevashodno je uslovljena društvenim uredjenjem poretku, odnosno zemlje. Tako je socijalističko ekonomsko uredjenje karakterisalo društveno i državno vlasništvo firme. U kapitalističkim zemljama, odnosno u tržišnim modelima privredjivanja jasno se isticalo privatno vlasništvo. Početkom devedesetih godina prošlog vijeka države istočne, srednje i jugoistočne Evrope su bile pred velikim izazovom koji se sastojao u tome da se nadje model pretvaranja društvenog i državnog vlasništva u privatno, odnosno da se sa planske predje na tržišnu ekonomiju. To je bio proces tranzicije koji još traje.

Janoš Kornai je više puta naglašavao da se obimna promjena vlasničke strukture u socijalističkom ekonomskom i društvenom uredjenju može sprovesti tek nakon ukidanja monopolja komunističke partije ([Kornai, 1991](#) i [1992](#)). Ovo iz razloga jer su sredinom pedesetih godina prošlog vijeka bili pokušaji usavršavanja planske ekonomije kroz sprovodenje tzv privredne reforme. Reforme usmjerene prema tržišnom socijalizmu isključivale su privatno vlasništvo ([Brus, 1978](#)). Promjenoj političke strukture, početkom devedesetih godina došlo je do promjene vlasničke strukture nad sredstvima za proizvodnju.

Sa ekonomskog aspekta privatno vlasništvo se smatra prepostavkom za funkcionisanje tržišta ([Hajek, 1940](#)). Ciljevi privatizacije u procesu tranzicije su bili i jesu, osim denacionalizacije ekonomije, da se uspostavi privatna struktura vlasništva se efikasnim strukturama kontrole i upravljanja ([Fridman i Rapaczynski, 1994](#)).

Kako je raspad socijalizma otvorio mogućnosti za promjenu strukture vlasništva, otvorilo se pitanje adekvatne privatizacione strategije, kako bi se društveni i državni sektor pretvorio u privatni. Privatizaciona strategija podrazumijeva skup mjera i postupaka, koje sprovode razne institucije. Izbor privatizacionih postupaka veoma značajno utiče na tok privatizacije, troškove alokacije i vlasničku strukturu privatizovanih preduzeća.

Prema alokaciji vlasničkih prava razlikuju se dva koncepta privatizacionog postupka: prodaja ili besplatna podjela. Moguća je i kombinacija ova dva koncepta. Sa aspekta vremenskog roka, koncept besplatne podjele obezbjedjuje brzu privatizaciju, za razliku od prodaje. Besplatna podjela podrazumijeva primjenu vaučera ili kupona. U tom slučaju država ostaje bez dijela prihoda. U slučaju privatizacije prodajom, udijeli nekog preduzeća prenose se na odredjene interesente za kupovinu. Izbor kupca se može sprovesti neformalnim pregovorima, prodajom preko berze ili prodajom putem tendera.

Kada je riječ o metodama privatizacije moguća je i kombinacija besplatne podjele i prodaje. No, i sama prodaja ima više postupaka kao što su: prodaja cijelokune aktive preduzeća, prodaja licima koja preuzimaju rukovodjenje, beneficirana prodaja uz obaveznu dokapitalizaciju – investiranje, zajedničko ulaganje (Joint venture), u kojem preduzeće koje se privatizuje ulaže poslovnu aktivu i dr.

Postavlja se pitanje da li su sve metode i postupci privatizacije jednakog pogodne da se u toku privatizacije društvenog, odnosno državnog preduzeća uspostavi efikasna struktura vlasništva. Recimo, privatizacija preko berze, odnosno prodaja akcija u portfelju države, u samom početku tranzicije nije toliko dolazila do izražaja jer nije bilo razvijeno tržište kapitala. Kako to nije, preostalo je da se primijene drugi metodi privatizacije, kao što je to slučaj javnog oglašavanja prodaje akcija (konkursi) kojim su se tražili kupci ali ne i strateški investitori. U početku, kupoprodajna cijena je bila presudna, da bi se kasnije uključio kriterij obaveznosti investiranja. Slijedeće što je interesantno, da u prvom koraku privatizacije participiraju domaća pravna i fizička lica, koja nijesu toliko jaki investitori da bi u preduzeće unijeli svježi kapital. Čest je slučaj da je namjera kupca vlasništva preduzeća dalja prodaja i po tom osnovu ostvarenje profita ili prodaja dijela imovine i naknada plaćene cijene vlasništva. S druge strane i u kasnijoj fazi privatizacije, kada je tržište kapitala razvijenije, cijeni se motivacija budućeg vlasnika za dalje investiranje, odnosno unos svježeg kapitala. Iz tog zahtjeva dolazi do kristalizacije budućih vlasnika na relaciji domaći – strani. Svakako, prevagu ima strani kapital odnosno investitor. Uvidja se da strani investitor može doprinijeti restrukturiranju i modernizaciji preduzeća i olakšati uključivanje u medjunarodnu podjelu rada ([Krkoska, 2001](#)).

Primjena pojedinih privatizacionih metoda uveliko zavisi i od uloge pojedinih interesnih grupa u samom preduzeću koje je predmet privatizacije. Moguća je koalicija izmedju menadžmenta i radnika koja sprečava smanjenje broja radnih mjeseta koje bi proizvelo efikasnije preduzeće i podobnije, odnosno interesantnije za privatizaciju, a samim tim i odgovlačenje njegovog restrukturiranja ([Frydman i Rapaczynski, 1994](#)).

O prednostima pojedinih privatizacionih metoda mnogo je pisano tako da postoji mnoštvo teorijskih i empirijskih analiza iz pojedinih zemalja. Može se zaključiti da nam takve analize ukazuju na prednosti i nedostatke pojedinih privatizacionih metoda, posebno sa aspekta brzine i efikasne alokacije. Isto tako može se zaključiti da je metod – prodaja vlasništva strateškim investitorima – sa najviše prednosti. No, mnoge zemlje u tranziciji su izabrale, prvenstveno one druge metode koje nijesu za rezultat imale ekonomsku efikasnost i razvoj preduzeća.

Još jedan aspekt u procesu sprovodjenja privatizacije preduzeća u tranziciji zaslužuje posebnu pažnju, a to su institucije i institucionalne promjene. Naime, ako se privatizacija kao promjena vlasničke strukture shvati i kao institucionalna promjena, onda se izvodi zaključak da institucije ne trebaju biti fiksne i da se iste mijenjaju tokom vremena. Institucije pri tom postoje, ne samo kao formalna pravila – kao ustavi, zakoni i prava raspolaganja, već kao neformalna ograničenja – kao što su sankcije, običaji, tradicije i kodeksi ponašanja ([North, 1992](#): 97). Dok se formalne institucije mogu mijenjati relativno brzo, neformalne se institucije kao konvencije i tradicije, mijenjaju sporije ([North, 1992](#): 43-44). Uz pomoć teorije institucionalne promjene može se raspoznati da se izbor privatizacione strategije u procesu tranzicije ne dešava samo kao rezultat ekonomskih kalkulacija, već odredjene institucije, kao nasljedje prošlosti, mogu određivati dalji tok privatizacije i da novonastala struktura vlasništva može i te kako odstupati od makroekonomskog optimuma ([Frydman i Rapaczynski, 1994](#): 141-142).

Ukoliko bi insistirali da na praktičnim primjerima ocijenimo promjenu vlasničke strukture u odnosu na modele privatizacije, mogli bi zaključiti da su Madjarska i Estonija relativno uspješno primijenile metod prodaje. Češka vaučerska privatizacija koja je u početku bila hvaljena, nije vodila do očekivanih rezultata koji se ogledaju u priliku kapitala. Nedovoljno uspješno se pokazala i „insajder“ privatizacija kao npr u

Rusiji, kao i menadžment privatizacije posebno u nekim zemljama bivše Jugoslavije. Svakako moramo ponovo istaći primjer Madjarske, da su njena preduzeća na kraju devedesetih godina dvadesetog vijeka imala više od 80% stranog kapitala u ukupnom izvozu te su time značajno doprinijela povećanju Madjarske konkurentnosti ([Cvijanović i Krušić, 2002](#)).

A šta se desilo u procesu promjene vlasničke strukture u zemljama bivše Jugoslavije. Očigledno, danas te zemlje imaju velike probleme da svoje ekonomije prilagode tržištu EU naročito upogledu konkurentnosti. Tražeći razloge za to neizostavan je proces pretvaranja društvenih preduzeća u privatna, uključujući i primijenjene metode. Naime, proces pretvaranja društvenih preduzeća u privatna je tekao veoma sporo (osim u Sloveniji). Pored toga ima se u vidu naslijedjenost radničkog upravljanja, odnosno društvenog vlasništva. Inicijativa i pretvaranje društvenog u privatno vlasništvo data je u nadležnost radničkih savjeta. Kako su isti odlučivali o ukidanju sopstvenih prava, „blokada“ privatizacije je bila logična i to u vremenu koji je dozvoljavao Zakon. Zaposleni i mendžment u preduzećima (insajderi) su preferirali na vlasništvo imajući u vidu dozvoljene popuste pri kupovini odnosno upisu dionica. Ostatak kapitala prenosi se na fondove ili tzv „kvazi vlasnike“. Tako uspostavljena vlasnička struktura je još više otežavala prodaju udjела preduzeća spoljnim investitorima. Ukoliko se uključi i sprovedeni proces MVP (masovna vaučerska privatizacija) još više je vlasnička struktura bila nepovoljnija za eksterne investitore. Dakle, može se zaključiti da je društveno vlasništvo povezano sa radničkim samoupravljanjem, otežalo brzu i efikasnu promjenu vlasničke strukture, a svakako uticalo i na izbor metoda privatizacije. Mješavina otkupa vlasništva od strane menadžmenta, radnika i gradjana (MVP) stvorila je strukturu upravljanja i kontrole nad preduzećima koja je u rukama „insajdera“. Novi vlasnici, u konačnom, malo su bili zainteresovani za podjelu kontrole nad preduzećima sa spoljnim investitorima. Spoljni investitori su na taj način bili „uspješno“ spriječeni da participiraju u vlasništvu, što se negativno odražavalo na restrukturiranje i modernizaciju preduzeća, pa zato nije došlo do željenog rasta ([Račić i Cvijanović, 2005](#)). Insajderima je, dakle, pružena mogućnost da s malo finansijskih sredstava (krediti) kupe većinsko vlasništvo. Kako oni nijesu bili u mogućnosti da ubrizgaju svježi kapital, alternativa je bila prodaja preduzeća u djelovima (nastupila je segmentacija) što je za posljedicu, sveukupno, imalo neefikasnost ekonomije date zemlje.

Ovakovo tumačenje vlasničke transformacije može biti opravdano samo sa aspekta slabe promjene finansijske strukture ali ne i postizanja drugih ciljeva. Jedan od tih je bio da ne dodje do otudjenja vlasništva od čovjeka – radnika. U tom kontekstu može se shvatiti i aktuelnost programa promjene vlasničke strukture Anta Markovića, sproveđenog u bivšoj SFRJ, s kraja osamdesetih i početkom devedesetih godina prošlog vijeka. I danas, A. Marković zagovara privatizaciju koju je tada započeo navodeći da su sve ostale bile šansa za tzv „pljačku“, te da preduzećima treba vratiti neki od oblika samouprave. „Kapitalistička privreda mora ojačati nadzor na svim nivoima, kako bi se onemogućilo ovo što se sada dogodilo i ekonomija se vratila na put stabilnog razvoja. Na tome se zasnivala privatizacija kakvu sam ja počeo. Od svih država nastalih raspadom Jugoslavije jedina je Slovenija nastavila tim putem. Ali nisu se samo u Sloveniji pokazali rezultati mog modela privatizacije. I u Hrvatskoj su preživjele i uspješno posluju sve tvrtke koje su se uspjele privatizirati prema tzv Markovićevom zakonu, u ono vrijeme koliko je on bio na snazi. I to u nemogućim uvjetima, u kojima se nerijetko omogućavao rad. Ne samo zbog mog imena već ponajprije zato što se na taj način otežavala pljačka“ ([Marković, 2009](#)).

Vlasnička struktura, upravljanje i rukovodjenje

U ovom dijelu rada razmatramo odnos vlasništva, upravljanja i rukovodjenja u društвima kapitala, posebno u tranzicionom periodu. Dosadašnja praksa korporacijskog upravljanja i kontrole je pod velikim uticajem ključnih aktera koji su proizšli iz procesa transformacije i privatizacije. Pokazuje se nesavršenost upravljanja i rukovodjenja, posebno u dijelu nestabilne vlasničke strukture. Nestabilnom vlasničkom strukturom smatra se većinski vlasnički udio države, zaposlenih, privatizacionih fondova, za razliku od vlasništva u portfelju menadžerskih grupa, domaćih i stranih investitora. Ovakva vlasnička struktura se, pretežno, formira prilikom transformacije društvene svojine u privatnu. Nestabilna vlasnička struktura ima za posljedicu neefikasnost poslovanja koja se ogleda u zadržavanju „status quo“, bez investicionih sredstava za razvojne aspiracije, osim kreditnih zaduženja, više usmjerenih za održanje likvidnosti. Poželjna vlasnička struktura podrazumijeva vlasničku dominaciju menadžerskih grupa, domaćih i stranih investitora. Poželjna vlasnička struktura se često identificira i sa stabilnom vlasničkom strukturom, a to je ona struktura koja se neće mijenjati u bliskoj budućnosti.

Apsolutna vlasnička kontrola često se vezuje za velika preduzeća bilo u procesu transformacije ili privatizacije. U procesu transformacije ona se adresuje na državu i fondove (PIO, Zapošljavanje i Fond za razvoj). U procesu privatizacije, absolutna vlasnička kontrola se postiže prodajom kontrolnog paketa akcija strateškom investitoru.

Pri vlasničkoj strukturi u kojoj se vlasnici pojavljuju zaposleni, državni fondovi i država, ograničenje menadžerske strukture je manje u donošenju ili uticaju na donošenje odluka. To važi i za kontrolu odnosno nadležnost nadzornog odbora u firmi. Zaposleni radnici kao „mali“ akcionari nemaju značajniju ulogu u ograničavanju menadžerske strukture i aspiracija većinskih vlasnika. Prilikom participacije menadžerske strukture u vlasničkoj, ista preferira ka povećanju svojih vlasničkih udijela u akcionarskim društvima. Ovakav stav menadžerske strukture se objašnjava da isti žele da sačuvaju sopstveni (su) vlasnički status i strogi ili rigidni vlasnički koncept firme. Slijedeći navedeni koncept koji zastupa menadžerska struktura isti bi se sveo na profit, zadovoljenje interesa vlasnika, pretežno većinskih akcionara i povećanje sopstvene vlasničke participacije.

Menadžerska struktura, u teorijskom i praktičnom smislu, teži da se promjena vlasničke strukture kreće ka manjem broju vlasnika sa većom vlasničkom participacijom. Ova težnja je inspirisana profesionalnjim radom kako menadžerske strukture tako i nadzornog odbora.

Mnoga istraživanja u vezi ponašanja menadžerske i vlasničke strukture pokazuju da je izrazitija vlasnička kontrola u većoj mjeri povezana sa stabilnom vlasničkom strukturom firme koja se ne bi trebala mijenjati u bliskoj budućnosti. Sami proces tranzicije i ubrzani postupak privatizacije potvrdili su da većinski vlasnici oličeni u državi i fondovima su manje efikasni vlasnici nego strateški investitori. Dakle, vlasnička struktura u procesu transformacije adresuje se na državu i državne fondove i zaposlene (masovna vaučerska privatizacija), tako da je njihova dominantna participacija u vlasništvu rezultirala neuspjehom u poslovanju firmi. Suprotno tome, dominantnija vlasnička struktura, po logici stvari, proizvodi veću uspješnost firme u odnosu na razudjenu vlasničku strukturu, ali to i ne znači i poslovanje firme sa dobicima.

Opšti zaključak je da je ponašanje menadžerske strukture i nadzornog odbora u direktnoj korelaciji sa uspostavljenom strukturu vlasništva i njenim potencijalnim promjenama te da stabilna vlasnička struktura ima veći uticaj na menadžersku strukturu, a poslijedično tome date medjuzavisnosti obezbjeđuju i potencijalno uspešno poslovanje firme, iako to nije jedini faktor. Nadalje, bitno je pitanje nosilaca vlasničke strukture tako da se i ono dovodi u vezu sa ponašanjem menadžerske i nadzorne strukture.

2.2. Struktura kapitala

U teorijskom smislu, strukturom kapitala smatra se kombinacija različitih hartija od vrijednosti kojima se preduzeće koristi za pribavljanje kapitala i kojim preduzeće finansira svoje investicione aktivnosti. U bilansnom smislu, struktura kapitala se posmatra kao odnos sopstvenog kapitala, zatim dugoročnog kapitala u ukupnoj pasivi odnosno izvorima imovine ([Viducic, 2001](#)).

U određenim situacijama, kod analize strukture kapitala, pored učešća dugoročnog kapitala, uzima se i kratkoročni kapital odnosno dugovni izvori u ukupnim izvorima imovine.

Razmatranje strukture kapitala je usko povezano sa:

- poslovnom strategijom firme i
- politikom dividendi odnosno prinosa na kapital

Poslovna strategija firme podrazumijeva donošenje odluke o investiranju, a samo investiranje obezbjedjenje sredstava za sprovodjenje investicije. Kako se sredstva za investicije mogu obezbijediti iz sopstvenih izvora ili zaduženjem ili kombinacijom ova dva izvora, dolazi do promjene strukture kapitala firme.

Politika dividendi može biti usmjerena na njihovu isplatu, porast akcijskog kapitala (akcija) ili emisiju dividendnih akcija. U sva tri slučaja dolazi do promjene strukture kapitala.

Iz prethodnog proizilazi jedna (vječna) dilema koja se smatra najkontroverznijom u području teorije finansijskog menadžmenta. Naime, osnovna je dilema da li odluka o strukturi kapitala uopšte ima efekta na vrijednost preduzeća. Kako se promjene u

strukturi kapitala dešavaju uslijed sprovodjenja poslovne strategije firme odnosno investiranja otvaraju se pitanja:

- da li se zadužiti odnosno ići na tzv „finansijski leveridž“ (polugu)
- koja je to optimalna struktura kapitala ili koji je to nivo finansijskog leveridža (poluge)
- od čega zavisi finansijski leveridž (poluga), da li možda od vrste imovine (stalna i obrtna)
- da li je vlasnička struktura važna za strukturu kapitala
- da li najava emisije akcija utiče na pad cijene akcija i da li rast finansijskog leveridža (poluge) povećava cijenu akcija i dr.

Prethodno pobrojana pitanja, odnosno dileme uključujući i ostale, proizvele su da se, u teoriji, formiraju stavovi o strukturi kapitala. Grupisale su se četiri teorije i to:

- Tradicionalni pristup
- Miller-Modiljani teorija
- Agencijski model (teorija izobra)
- Pristup asimetričnih informacija

U novije vrijeme javljaju se modeli koji razmatraju i druge faktore koji utiču na promjenu strukture kapitala uz istovremen uticaj na vrijednost firme. Naime, radi se o uticajima koji proizvode kratkoročnu promjenu strukture kapitala što bi značilo i kratkoročnu promjenu vrijednosti firme, tako da ti modeli i faktori nijesu u fokusu razmatranja ovog teorijsko praktičnog problema.

Tradisionalan pristup

Ovaj pristup zasniva se na tome da pri umjerenom ili manjem nivou duga stopa povraćaja na kapital neće značajnije rasti. Kako je dug jeftiniji izvor finansiranja, ukupan trošak kapitala će biti niži, a samim tim i veća vrijednost firme. Iz ove postavke zagovara se da finansijski menadžer koristi dug kao izvor finansiranja ali do onog nivoa kojim se minimizira trošak kapitala firme a ujedno maksimizira njenu vrijednost. Ukoliko bi se zaduženost firme povećavala na visok nivo, povećava se rizik akcionara i zbog toga oni zahtijevaju veće stopa povrata u obliku konstantne dividendne stope.

Tradicionalni pristup zagovara da firma može primarno da smanji svoje troškove kapitala i poveća svoju ukupnu vrijednost povećanjem leveridža. Kada se finansijski leveridž sve više koristi, investitori (akcionari) stalno traže povećanje zahtijevanog prinosa na akcijski kapital firme dok konačno ta korist od „jeftinijih“ sredstava duga ne postane veća od troška akcijskog kapitala. Upravo u toj tački nalazi se optimalna struktura kapitala.

Finansijski leveridž se u jednom kontekstu može tumačiti kao trgovanje akcijskim kapitalom. Mada potpunija definicija finansijskog leveridža je da on predstavlja „efekat promjena u poslovnom profitu na promjene u zaradi po akciji“. Pored finansijskog, operiše se i sa pojmom „operativni leveridž“ i „ukupni leveridž“. Operativni leveridž nije vezan za promjene u strukturi kapitala (sopstvenog i pozajmljenog) već samjerava efekat promjena u prihodu od prodaja na promjene u poslovnom profitu. Ukupni leveridž uključuje efekte navedena dva leveridža.

Ukupni leveridž (DTL) ili ukupna poluga, dakle, predstavlja kombinaciju finansijske (DFL) i poslovne poluge (DOL). U tom kontekstu može se reći da je stepen ukupne poluge kvantitativna mjera osjetljivosti zarade po akciji firme na promjenu u prihodu od prodaje preduzeća za 1%.

$$DTL = DOL \times DFL \quad (1)$$

Stepen ukupne poluge raste i bez finansijske poluge u situaciji kada finansijski troškovi prije oporezivanja rastu.

Poslovna i finansijska poluga mogu se kombinovati na mnogo različitih načina kako bi se dobio željeni stepen ukupne poluge (DOL) i nivo ukupnog rizika preduzeća. Dakle, visoki poslovni rizik se može nadoknaditi niskim finansijskim rizikom, i obrnuto. Odgovarajući ukupni nivo rizika preduzeća obuhvata zamjenu izmedju ukupnog rizika preduzeća i očekivanog prinosa.

Poenta tradicionalnog pristupa jeste da on implicira da (1) troškovi kapitala zavise od strukture kapitala firme i (2) postoji optimalna struktura kapitala.

Miler – Modiljani teorija ([Kornai, 1992](#))

Još 1958 godine ova dva teoretičara postavili su osnove moderne teorije strukture kapitala. Saopštili su tzv „prije poreznu“ verziju svoje teorije. Naime, pošli su od pretpostavke da ne postoji porez na dobit. Pri toj pretpostavci ustvrdili su da je vrijednost firme koja se ne zadužuje jednaka vrijednosti firme koja se zadužuje odnosno koja se koristi leveridžom odnosno polugom, ili:

$$V_z = V_n \quad (2)$$

Isti autori su tvrdili da se ukupan rizik za vlasnike hartija od vrijednosti firme ne mijenja promjenom u strukturi kapitala firme. Nadalje, ukupna vrijednost firme mora da bude ista bez obzira na finansijsku strukturu firme. Jednostavnije rečeno, njihova teza se zasniva na ideji da investiciona vrijednost ostaje očuvana bez obzira na to kako se dijeli struktura kapitala preduzeća izmedju duga i akcijskog kapitala. Budući da ukupna investiciona vrijednost firme zavisi od njene osnovne profitabilnosti i rizika, vrijednost firme se ne mijenja bez obzira na promjene u strukturi kapitala firme. Tako, bez poreza i drugih tržišnih nesavršenosti, vrijednost cijele firme se ne mijenja bez obzira na to kako su izvori firme podijeljeni na dug, akcijski kapital i druge hartije od vrijednosti. Ovu ideju autori slikovito obrazlažu sa dva paralelna kruga iste površine ali sa različitim udjelima vrijednosti duga i vrijednosti akcijskog kapitala.

Dalje obrazloženje za ovu teoriju stoji u tome da se uticaj jeftinijeg finansiranja zaduživanjem (niža kamatna stopa) kompenzira rastom zahtijevane stope povraćaja na sopstveni kapital (stopa prinosa na akcijski kapital), jer je samim zaduženjem proizведен veći rizik na sopstveni kapital. Dalja tvrdnja ova dva teoretičara je da je neutralan efekat zaduživanja na cijenu akcije jer negativni efekat rasta tražene stope povraćaja na sopstveni kapital kompenzira pozitivan efekat rasta zarade po akciji.

Godine 1964, autori su, uvezši u obzir stanje u realnom svijetu, postavili poslije poreznu MM teoriju. Ova teorija je uključila postojanje poreza firme i samim tim utvrđuju da je vrijednost firme pozitivno vezana sa zaduživanjem (polugom). Nadalje, firma koja se finansira i zaduživanjem ima poreske olakšice jer je trošak

kamata na dug odbitna stavka poreza na dobit¹. Sticanjem poreskih i drugih olakšica investitori – firme koje koriste polugu imaju, za taj iznos, veće gotovinske tokove.

Dakle, njihova tvrdnja je, da vrijednost firme koja se koristi polugom veća od vrijednosti firme koja se ne koristi polugom i to za veličinu sadašnje vrijednosti poreske olakšice ili zaštite. Iz date tvrdnje proizilazi da je vrijednost firme veća što je veće zaduženje, odnosno da je najveća vrijednost firme pri 100% zaduženju, a to je absurd i moje je mišljenje da u to MM sigurno nijesu vjerovali.

Teorija izobra

Ova teorija je nastala kao odgovor na MM teoriju irelevantnosti strukture kapitala uvodjenjem u razmatranje faktora uticaja kao što su troškovi bankrota firme i agencijski troškovi. Prema ovoj teoriji optimalan nivo finansijske poluge je onaj nivo koji izjednačava koristi i troškove duga. Pri tom se zastupa teza da korist zaduživanja proizilazi iz poreskih olakšica i sniženja agencijskih troškova dok su troškovi zaduživanja troškovi finansijskih neprilika (bankrota) i agencijski troškovi ([Campbel, 1999](#)). Finansijske neprilike ili teškoće javljaju se kada firma ne može uredno servisirati obaveze po kreditima. Rezultat toga je bankrot (stečaj ili likvidacija) kojim akcionari gube vlasništvo nad firmom, a povjeriocci postaju novi vlasnici. Troškovi finansijskih neprilika uključuju direktnе troškove a to su administrativni i zakonski troškovi vezani za likvidaciju ili reorganizaciju (pravni, računovodstveni i sl) i indirektne troškove koji su vezani za ugrožavanje odnosa sa poslovnim partnerima i koji se procjenjuju na oko 20% vrijednosti firme.

¹U važećim bilansnim šemama u Bilansu uspjeha, na rashodnoj strani priznaju se troškovi kamata, što znači da je uključen njihov uticaj na nivo poslovne dobiti. Nadalje, prilikom investiranja (pod pretpostavkom da je izvor finansiranja bilo djelimično ili u cijelosti) zaduženje, stiču se povoljnosti za ulaganja u stalna osnovna sredstva koja se koriste za proizvodnju energije iz obnovljivih izvora i energetsku efikasnost u visini do 50% izvršenih ulaganja.

Pri umjerenom nivou duga vrijednost tzv finansijskih neprilika je mala a korist duga kroz poreske olakšice je veća od troška finansijskih neprilika ([Brealey, 1991](#)). Iz ovih relacija izvodi se vrijednost firme kroz jednačinu

$$V_f = V_{f\,bz} + S_{v\,po} - S_{v\,fn} \quad (3)$$

Gdje je:

V_f = vrijednost firme

$V_{f\,bz}$ = vrijednost firme bez zaduženja

$S_{v\,po}$ = sadašnja vrijednost poreskih olakšica

$S_{v\,fn}$ = sadašnja vrijednost finansijskih neprilika

Teorijski doprinos ovog modela je to što definiše faktore koji utiču na izbor optimalne strukture kapitala. Smatra se da da je finansijska poluga pozitivno vezana sa: vrijednošću finansijskih neprilika, vrijednošću firme, gotovinskim tokovima, likvidacijskom vrijednošću firme, reputacijom menadžmenta i dr

Smatra se da negativna veza postoji izmedju finansijske poluge i stepena postojanja razvojnih mogućnosti, pokazatelja pokrića kamata, troškova analize razvoja firme i vjerovatnosti reorganizacije u slučaju finansijskih neprilika.

Još jedna stvar je interesantna za ovu teoriju, a to je da veću finansijsku polugu trebaju imati one firme koje imaju sigurniju materijalnu imovinu (komunalna preduzeća ...) kao i firme sa velikim gotovinskim tokovima i koje imaju razvojne mogućnosti (misli se na projekte koji imaju pozitivnu neto sadašnju vrijednost kao što su firme iz hemijske, duvanske, pivske industrije ...), kao i profitabilne firme sa visokim oporezivim dobitkom. Suprotno ovom, nižu finansijsku polugu trebaju imati one firme koje imaju veći dio rizične imovine uključujući i nematerijalnu imovinu, firme sa malom vrijednošću oporezivog dobitka (bruto dobit).

Pristup asimetričnih informacija

Ovaj pristup polazi od postavke da postoje asimetrične (suprotne) informacije izmedju menadžera uključujući i druge službenike u firmi i spoljnih investitora (akcionara). Naime, postavka se zasniva na tome da menadžeri firme imaju kvalitetne informacije o razvoju firme i očekuju dobre efekte od planiranih investicija tako da preferiraju zaduženje, odnosno finansiranje projekta dodatnom emisijom

dugovnih izvora (instrumenata) u odnosu na emisiju akcija kako dodatnu zaradu ne bi morali dijeliti sa novim akcionarima. Preferiranje menadžera na zaduženje motivisano je time da će menadžeri profitirati jer će akcije firme biti bolje tržišno vrednovane zbog dobrog poslovanja. Dakle, implikacija te teorije je da je finansijska poluga pozitivno vezana sa vrijednošću ili profitabilnošću firme ([Ross, 1977, Harris, 1991](#)).

Prethodni model je nazvan „model signalizacije“. Pored njega razvijen je i model „postupka slaganja“. I on polazi od asimetrije informacija izmedju menadžera i akcionara. Zbog različitosti informacija menadžeri preferiraju slijedeći redoslijed finansiranja novih investicionih projekata: sopstvena – raspoloživa gotovina firme, obveznice i na kraju akcije. Finansiranje investicije sopstvenom gotovinom podrazumijeva politiku stabilnih dividendi. Eksterno zaduženje podrazumijeva nesklad izmedju interno generisanih sredstava i kapitalnih izdataka.

Dakle, implikacija ove teorije je da će firma nove projekte finansirati, prioritetno, interno generisanim sredstvima ili nisko rizičnim zaduživanjem. Ako je to tako može se zaključiti da visoko profitabilne firme imaju malu finansijsku polugu, dok se nisko profitabilne firme koriste višom polugom.

Ovaj model za naše prilike (Crna Gora) je interesantan imajući u vidu da je skoro cijelo društveno vlasništvo transformisano u vlasništvo identifikovanih lica, te da se postupno kristališe menadžerska funkcija koja je bar djelimično odvojena od nosilaca vlasništva.

Neutralno o kojem se modelu odnosno pristupu u vezi strukture kapitala radi, prilike u Crnoj Gori, kao i u zemljama u razvoju – tranziciji, važe slijedeće činjenice:

- malo je firmi, a čak ni malo, da vode računa o optimalnoj strukturi kapitala
- nivo finansijske poluge često je uslovljen održanjem likvidnosti
- firme, u vremenu, imaju lošije rezultate poslovanja, i zato imaju veću finansijsku polugu²

² Prema podacima CBCG ukupni krediti privrede u 2008 godini iznosili su 1,657 mlrd € što čini 50% BDP-a
Prema sprovedenoj anketi Fonda za razvoj Crne Gore (1998 god), prosječna stopa zaduženosti preduzeća koja posluju pozitivno je 64,85%, a preduzeća koja posluju sa gubitkom 88,36%

- aktuelna je teorija „postupka slaganja“ po kojoj firme sa slabim performansama poslovanja i slabom snagom generisanja gotovine koriste zaduživanje kao izvor finansiranja
- firme sa većim razvojnim mogućnostima imaju veće potrebe za sredstvima i imaju visoku finansijsku polugu
- emisija akcija se manje koristi kao izvor finansiranja firmi
- struktura vlasništva je usko povezana i sa strukturom kapitala

2.3 Optimalna finansijska struktura (princip rentabilnosti, sigurnosti i likvidnosti)

Principijelno posmatrano finansijski ciljevi preduzeća se mogu svrstati, izmedju ostalog, u tri grupe i to:

- Postići optimalnu strukturu kod finansijskih ulaganja sa aspekta oblika sredstava i izvora sredstava preduzeća
- Postići željeno stanje u finansijskim procesima da bi se postiglo nesmetano poslovanje i ostvarivanje željenih ciljeva i
- Postići željeni finansijski rezultat

Podrobnijim tumačenjem navedenih finansijskih ciljeva dolazimo do slijedećeg:

Prvi cilj podrazumijeva dostizanje odredjenih struktura kao što su: konstitucionu strukturu, optimalnu strukturu i strukturu likvidnosti. Konstitucionu strukturu predstavlja agregatni odnos zbirova i strukture pojedinih oblika ulaganja u poslovna sredstva, ili, u pojednostavljenom smislu, to bi bio npr odnos sredstava rada i obrtnih sredstava. Optimizacija strukture likvidnosti predstavlja odnos sredstava u novčanom obliku i obrtnih sredstava sa različitim stepenom likvidnosti, u smislu njihove sposobnosti da se u što kraćem roku i bez gubitaka pretvore u novčani oblik.

Optimizacija finansijske strukture podrazumijeva sagledavanje izvora finansijskih sredstava i njihov raspored po rokovima dospjeća, budući da svakom roku mora da odgovara adekvatno obezbjedjenje sredstava.

Druga grupa finansijskih ciljeva označeni kao "postizanje željenog stanja u finansijskim procesima" podrazumijeva obezbjedjenje: racionalnog finasiranja, postizanje optimalne likvidnosti i smanjenje rizika. Racionalno finansiranje svodi se

na realizaciju obezbjedjenja finansijskih sredstava koji predstavljaju najbolju kombinaciju izvora finansiranja mjereno odnosom "sopstvenih" i "tudjih" izvora finansiranja. Optimalna likvidnost podrazumijeva obezbjedjenje platežne sposobnosti preduzeća u smislu odnosa izmedju likvidnih sredstava i dospjelih obaveza, dok se smanjenje rizika svodi na obezbjedjivanje zaštitnih mjera od rizika nelikvidnosti, rizika ostvarenja finansijskog rezultata i rizika vezanog za imovinu preduzeća.

Postizanje željenog finansijskog rezultata podrazumijeva ostvarenje njegove veličine, odnosno maksimizaciju. Dva su glavna pokazatelja: rentabilnost i finansijalnost.

Rentabilnost se ogleda u postizanju što povoljnijeg finansijskog rezultata – dobiti u odnosu na angažovana sredstva.

Finansijalnost podrazumijeva ostvarenje povoljnijeg finansijskog rezultata pri smanjenju finansijskih troškova, odnosno iznalaženju najpovoljnije kombinacije finansijskih izvora (sopstvenih i tudjih).

Podrobnije tumačenje optimalne finansijske strukture sa aspekta principa daje se u nastavku.

Princip rentabilnosti

Princip rentabilnosti predstavlja sposobnost da se ostvare što veći rezultati sa što manjim ulaganjima, to je sposobnost zarađivanja. Može se mjeriti:

$$\text{Stopa prinosa sopstvenog kapitala} = \frac{\text{neto fin. rezultat (neto dobitak)}}{\text{sopstveni kapital}} \times 100 \quad (4)$$

što pokazuje rentabilnost sopstvenog kapitala.

$$\text{Stopa prinosa ukupnog kapitala} = \frac{\text{Bruto fin. rezultat}}{\text{Ukupan kapital}} \times 100 \quad (5)$$

što pokazuje rentabilnost ukupnog kapitala.

Ovaj princip upućuje na to da se novčana sredstva ulažu u poslove koji će se najviše isplatiti. Maksimalni rezultati na dugi rok predstavljaju maksimum periodičnih rezultata pa rukovodstvo preduzeća nastoji da maksimizira periodične rezultate tj. rukovode se principom kratkoročnog maksimalnog dobitka.

Princip sigurnosti

Princip sigurnosti finansiranja zahtijeva da se finansiraju oni poslovni poduhvati iz kojih će se uloženi novac sigurno vratiti, tj. kod kojih je stepen rizika najmanji. Kada preduzeće ulaže novčana sredstva u sopstvene poslovne aktivnosti, susreće se sa rizikom ostvarivanja negativnog finansijskog rezultata, a on raste u uslovima pada proizvodnje, prodaje i prodajnih cijena, a rizik se može smanjiti smanjivanjem fiksnih troškova finansiranja (kamata), amortizacije, kao i jačanjem sopstvenih izvora finansiranja.

Kada preduzeće ulazi u poslovne aktivnosti susreće se sa rizikom nemogućnosti naplate potraživanja kako kratkoročnih tako i dugoročnih, a to se može sprječiti predhodnom analizom i ocjenom boniteta i kreditne sposobnosti potencijalnih dužnika. Povjerioci su zaštićeni sve dok gubitak preduzeća ne pređe visinu sopstvenog kapitala.

Pokazatelj sigurnosti predstavlja odnos sopstvenog kapitala i tudihih izvora. Zbog toga, struktura kapitala, kao uži podsistem finansijske strukture ima poseban značaj za akcionarsko društvo jer opredjeljuje sigurnost povjerilaca, rentabilnost preduzeća i utiče na rizik ostvarenja finansijskog rezultata. Po tradicionalnom shvatanju, preduzeće ima veći izgled da ostvari pozitivan finansijski rezultat, odnosno manji je rizik od ostvarenja gubitka, ukoliko je naznačena struktura kapitala pomjerena više ka sopstvenom kapitalu. Ukoliko je struktura pasive pomjerena više ka pozajmljenim izvorima, onda se smatra da je ugrožena autonomija preduzeća u smislu nezavisnosti vodenja sopstvene poslovne politike. Međutim, iako je manji stepen zaduženosti izraz veće finansijske sigurnosti i samostalnosti, veće učešće sopstvenog kapitala u strukturi izvora finansiranja ne mora da predstavlja i najbolji metod finansiranja. Prema tradicionalnoj finansijskoj teoriji, optimalna struktura kapitala je ako sopstveni kapital čini 50% a pozajmljeni kapital 50% zbira pasive. Prema jednom drugom stanovištu, normalnim se smatra zaduženost koja nije veća od 33% ukupnih izvora. Moderna finansijska teorija ne prihvata ovako kruta tradicionalna shvatanja. Praksa je pokazala da odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala određuju: organski sastav sredstava (odnos izmedju osnovnih i obrtnih sredstava), stopa inflacije, stopa rentabilnosti i stepen likvidnosti ([Rodic, 1991](#))

U teoriji i praksi se otvorila dilema šta je dominantno od prethodno navedenih faktora u određivanju strukture pasive, dok praksa pokazuje da strukturu pasive sa aspekta vlasništva primarno određuje organski sastav sredstava i stopa inflacije, a sekundarno visina rentabilnosti i likvidnosti. Tako prof. Dr Jovan Rodić iznosi podatak da je u Njemačkoj 1924 godine, u vrijeme hiperinflacije u strukturi pasive njemačke privrede učešće sopstvenog kapitala bilo 61,85 % nasuprot pozajmljenom od 39,2%, da bi 1961 godine, za vrijeme stabilnog privrednog rasta, učešće sopstvenog kapitala iznosilo 37,9% a pozajmljenog 63,1%, što predstavlja odstupanje od tradicionalnih pravila ([Rodic, 1991](#))

Princip likvidnosti

Princip likvidnosti se može posmatrati u užem i širem smislu.

- U **širem smislu** likvidnost predstavlja sposobnost pretvaranja djelova imovine iz jednog u drugi oblik, iz novčanog u nenovčani i obrnuto.
- U **užem smislu**, likvidnost označava sposobnost nenovčane imovine da se pretvori u novac.

Imovina preduzeća se prema stepenu likvidnosti može podijeliti na:

- Imovinu prvog stepena likvidnosti gde spadaju:
 - gotov novac na blagajni,
 - potraživanja po viđenju i
 - hartije od vrijednosti koje su odmah unovčive
- Imovina drugog stepena likvidnosti, gde spadaju:
 - hartije od vrijednosti koje su unovčive do 30 dana i
 - potraživanja od kupaca naplativa do 30 dana
- Imovina trećeg stepena likvidnosti, gde spadaju:
 - kratkoročna potraživanja naplativa preko 30 dana i
 - zalihe

U vezi optimalne finansijske strukture može se zaključiti da se optimalna finansijska struktura postiže ili da je finansijska struktura dobra ako jedan privredni subjekt ima

dovoljno sredstava za izvršenje postavljenog zadatka, ako postoje skladni odnosi izmedju osnovnih i obrtnih sredstava u cjelini, ako je unutar svake ove grupe postignut normalan odnos izmedju njihovih konstitutivnih elemenata, ako su rokovi potraživanja kraći, ako su sopstveni izvori jače zastupljeni od tudihih, ako su rokovi pozajmljenih sredstava duži, ako je kamata na pozajmljena sredstva manja i dr. U obrnutom smislu ne bi se moglo reći da je postignuta optimalna finansijska struktura.

Iz svega izloženog, jasno proizilazi da optimalnu finansijsku strukturu determiniše mnoštvo faktora, te iz tog razloga ne bi se mogla dati precizna definicija optimalne finansijske strukture, ali je nesporno da se veže za uspostavljanje dvije ravnoteže i to:

- Optimalne kombinacije tudihih i sopstvenih sredstava
- Optimalne kombinacije dugoročnih i kratkoročnih sredstava (održavanje likvidnosti)

U vezi sa optimalnom strukturom kapitala vezuje se pojam odnosno model „leveridž“. Leveridžom se utvrđuje najbolji model za maksimiranje rezultata i zaštite od rizika te se razlikuje:

- Poslovni rizik i poslovni leveridž
- Finansijski rizik i finansijski leveridž
- Totalni rizik i kombinovani leveridž

Faktor poslovnog leveridža utvrđuje se na osnovu odnosa marginalnog i poslovnog dobitka i pokazuje da bi svaki procenat povećanja obima prihoda od realizacije došlo do procentualnog povećanja poslovnog dobitka. Ovaj faktor je veoma bitan za preduzeća koja su intenzivna kapitalom (proizvodna preduzeća), jer imaju veliki iznos fiksnih troškova.

Za razliku od poslovnog, finansijskim leveridžom se mjeri efekat pozajmljenih izvora finansiranja na rentabilnost. Njegovo dejstvo je veće ukoliko je veće učešće pozajmljenih sredstava i obrnuto. Dva su bitna faktora koja utiču na finansijski leveridž i to:

- Apsolutna razlika izmedju stope prinosa na ukupna sredstva i prosječne kamatne stope kao cijene pozajmljenih sredstava
- Struktura kapitala preduzeća tj odnos sopstvenih i pozajmljenih sredstava

Kombinovani leveridž uključuje totalni rizik poslovanja tj. neizvjesnost u pogledu kako bruto, tako i neto dobitka uzimajući u obzir i finansijske i poslovne rizike.

$$\text{Kombinovani faktor} = \text{Faktor poslovnog} * \text{Faktor finansijskog leveridža} \quad (6)$$

2.4. Optimalna finansijska struktura i vrijednost firme

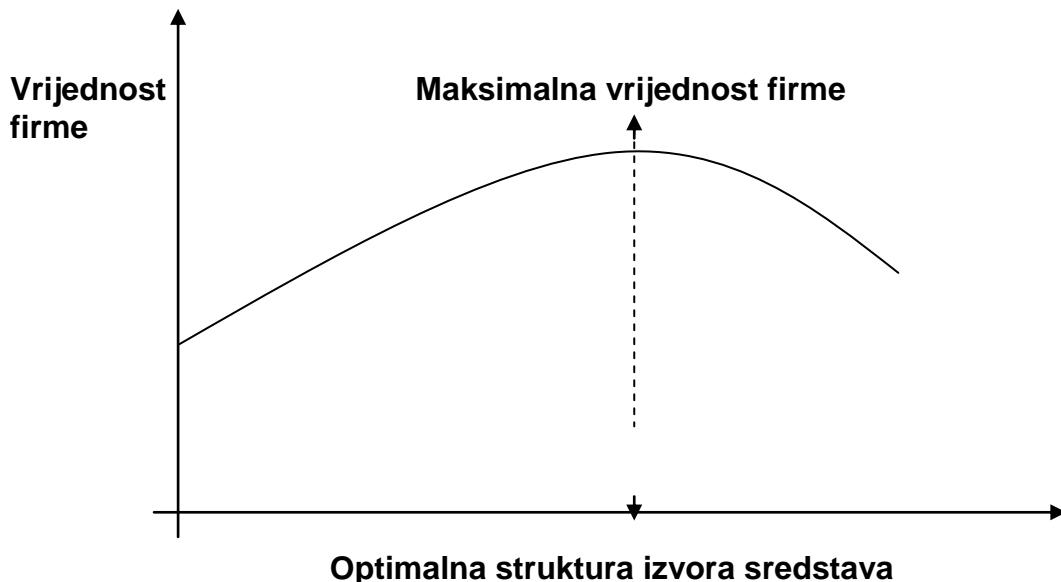
Pod **optimalnom konstrukcijom finansiranja** može se podrazumijevati ona struktura izvora sredstava pri kojoj se ostvaruje najpovoljnija kombinacija rentabilnosti, likvidnosti i sigurnosti poslovanja, te stabilnost finansiranja. To je ona kombinacija izvora sredstava pri kojoj se osigurava najjeftinije finansiranje, a da se pri tome ne dovodi u pitanje uredno izmirenje dospjelih finansijskih obaveza, sigurnost i stabilnost poslovanja, te finansijske pretpostavke za permanentni razvoj preduzeća.

Moguće je definisati određena **pravila pri nastojanju da se uspostavi optimalna struktura kapitala**:

1. Prije angažovanja dopunskih sredstava za finansiranje preduzeća treba razmotriti racionalnost korištenja postojećih sredstava i mogućnost da se nova sredstva efikasno upotrijebe
2. Dugoročna ulaganja finansirati iz dugoročnih izvora ukoliko ne postoji absolutna izvjesnost u pogledu mogućnosti konverzije nekog kratkoročnog izvora u dugoročno u krajnjem periodu
3. Ne smije se prekoračiti onaj stepen zaduženosti koji ugrožava samostalnost odlučivanja, likvidnosti, kreditnu sposobnost
4. Kod finansijski rizičnih poslova treba se osigurati na vlastite izvore
5. Pri određivanju optimalnog stepena zaduženosti treba se koristiti instrument finansijske poluge

Dva pitanja koja se tiču globalnih odnosa u finansijskoj strukturi su:

1. Optimalna kombinacija vlastitih i tuđih izvora finansiranja i
2. Optimalna kombinacija dugoročnih i kratkoročnih izvora sredstava



Tamo gdje je maksimalna vrijednost firme tu je i **optimalna struktura izvora sredstava**.

U obrnutom smislu, možemo govoriti da optimalna struktura izvora sredstava maksimizira vrijednost firme. Naime, cilj nam je da sagledamo kako se vrednuje preduzeće u odnosu na nivo duga odnosno korišćenje kredita. Kako bi pojednostavili slučaj, pretpostaviti ćemo da se preduzeće finansira tudjim kapitalom i običnim akcijama. Nadalje, uzet ćemo u obzir da preduzeće pribjegava povećanju kreditne zaduženosti u cilju otkupa običnih akcija, kao i to koji su to očekivani prinosi vlasnika kapitala kada se mijenja odnos imedju sopstvenog i tuđeg kapitala.

Pretpostaviti ćemo slijedeće:

- preduzeće ostvaruje konstantnu dobit (bruto) od 250.000 € godišnje
- porez na dobit je 9%
- preduzeće ima ukupan kapital 1.000.000 € od čega je 30% tuđi (300.000 €), a 70% sopstveni (700.000 €)
- kamata na kreditna sredstva je 10% godišnje
- očekivana stopa prinosa na akcijski kapital je 16%

Iz ovog odnosa stopa kapitalizacije, odnosno prosječana cijena kapitala je

$$C_k = \left(\frac{300.000}{1.000.000} * 0,10 \right) + \left(\frac{700.000}{1.000.000} * 0,16 \right) = 0,14 = 14\% \quad (7)$$

Vrijednost preduzeća i tržišna vrijednost akcijskog kapitala je slijedeća:

1. Bruto dobit	250.000	€
2. Kamata na kredit	30.000	€
3. Oporeziva dobit (1-2)	220.000	€
4. Porez na dobit (3 x 9%)	19.800	€
5. Neto dobit za akcionare	200.200	€
6. Neto dob za vlasnike kapitala(2+5)	230.200	€
7. Stopa kapitalizacije	0,14	
8. Vrijednost preduzeća (6/7)	1.644.200	€
9. Vrijednost duga	300.000	€
10. Vrijednost akcijskog kapitala (8-7)	1.344.200	€
11. Stopa prin. na akcijski kapital(5/10)	14,89%	

Pretpostavit ćemo da je preduzeće podiglo novi kredit i otkupilo 200.000 € akcijskog kapitala. Dakle, sada je odnos tudjeg i sopstvenog kapitala 50 : 50%. Vrijednost preduzeća i tržišna vrijednost akcijskog kapitala je slijedeća:

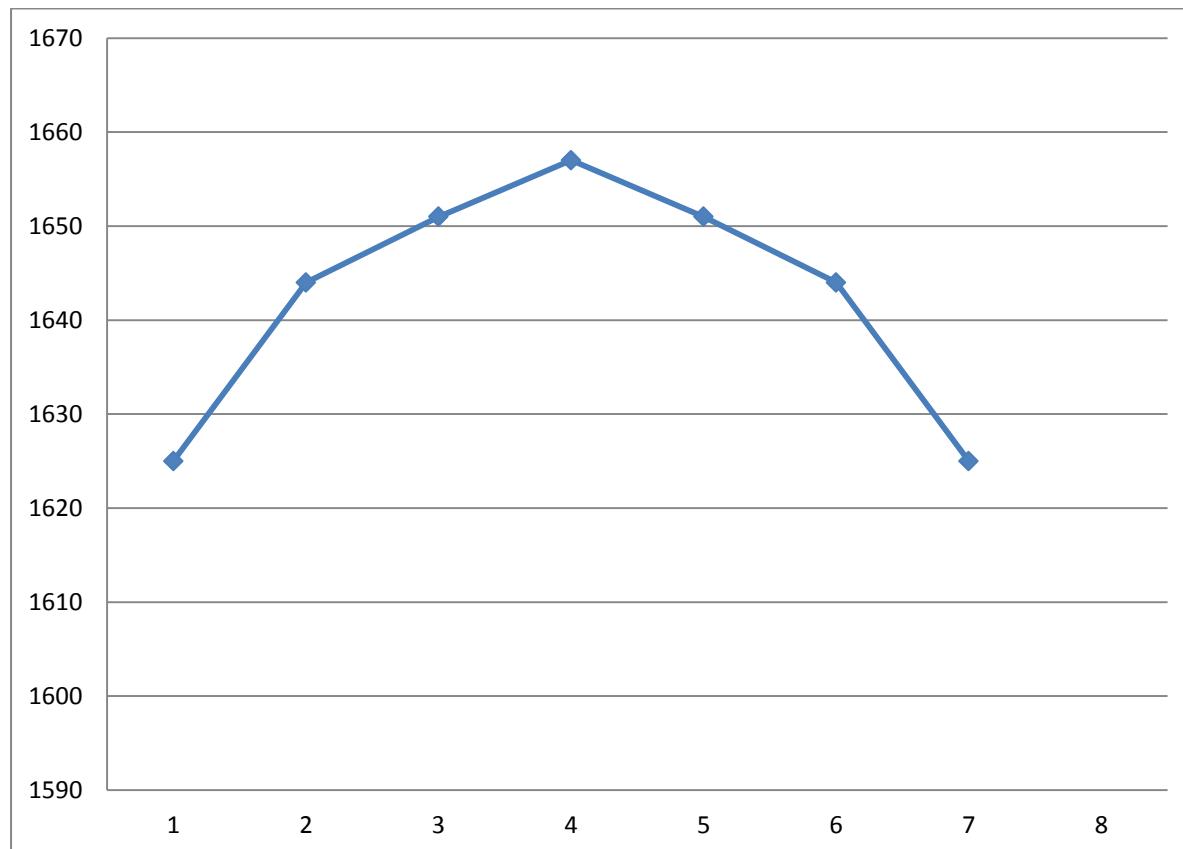
1. Bruto dobit	250.000	€
2. Kamata na kredit	50.000	€
3. Oporeziva dobit (1-2)	200.000	€
4. Porez na dobit (3 x 9%)	18.000	€
5. Neto dobit za akcionare	182.000	€
6. Neto dob za vlasnike kapitala(2+5)	232.000	€
7. Stopa kapitalizacije	0,14	
8. Vrijednost preduzeća (6/7)	1.657.100	€
9. Vrijednost duga	500.000	€
10. Vrijednost akcijskog kapitala (8-9)	1.157.100	€
11. Stopa prinosa na akc kapital (5/10)	15,73%	

Ukoliko bi izvori sredstava bili, u cijelosti, finasirani sopstvenim kapitalom, vrijednost preduzeća i akcijskog kapitala bi bile iste i iznosila bi:

1. Bruto - oporeziva dobit	250.000	€
2. Porez na dobit ($1 \times 9\%$)	22.500	€
3. Neto dobit za akcionare	227.500	€
4. Neto dob za vlasnike kapitala	227.500	€
5. Stopa kapitalizacije	0,14	
6. Vrijednost preduzeća ($4/5$)	1.625.000	€
7. Vrijednost duga	0	
8. Vrijednost akcijskog kapitala ($6-7$)	1.625.000	€
9. Stopa prinosa na akc kapital ($3/8$)	14%	

Na osnovu izvedenih podataka, evidentno je da je tržišna vrijednost preduzeća veća pri većem nivou zaduženosti pod uslovom da se stopa kapitalizacije ne mijenja kao i nivo bruto dobiti. Isto tako, pokazuje se da stopa prinosa na akcijski kapital raste sa porastom učešća tuđeg kapitala (sa 14,89 na 15,73%). Ovo iz razloga što se povećava učešće jeftinijeg (tuđeg) kapitala. Dakle, pored poslovnog, uključen je i finansijski rizik. Isključenjem finansijskog rizika stopa prinosa na akcijski kapital je najniža, jer je smanjen ukupan rizik preduzeća.

U sljedećem grafičkom prikazu daje se pregled vrijednosti firme zavisno od vrijednosti duga:



U cilju jasnijeg analiziranja uticaja duga, ne samo na vrijednost firme, već i na nivo neto dobiti za vlasnike ukupnog kapitala, izveli smo slijedeće vrijednosti:

Vrijednost duga	Porez na dobit	Razl. poreza na dobit	Neto dobit za vlasnike	Razlika neto dobiti
0	22.500	0	227.500	0
300.000	19.800	2.700	230.200	2.700
500.000	18.000	4.500	232.000	4.500

Iz prethodnog tabelarnog pregleda odnosno proračuna može se zaključiti da postojanje poreske olakšice predstavlja osnovnu prednost korišćenja dugova. Zbog te komparativne – finansijske prednosti, firme nastoje zadržati dug u strukturi kapitala.

Ukoliko prepostavimo mogućnost kontinuiranog obnavljanja dugova što ima za posljedicu navedenu prednost, kao i neograničen vijek poslovanja firme, proizilazi da je vrijednost firme s dugom veća od vrijednosti firme bez duga i to za iznos poreske olakšice ili:

$$V_{fd} = V_{bd} + P_o \quad (8)$$

Gdje je:

V_{fd} – vrijednost firme s dugom

V_{bd} – vrijednost firme bez duga

P_o – poreska olakšica

Da se ne bi shvatilo da djelovanje dugova samo povećava vrijednost firme zbog poreskih olakšica, isto tako može se shvatiti da smanjenje vrijednosti firme može nastati zbog rasta izvjesnosti troškova bankrota i troškova agenata odnosno posrednika prilikom prodaje. Dakle, optimalna struktura kapitala podrazumijeva kompromis izmedju prednosti i slabosti dugova.

Postoje i određeni rizici u vezi poreskih olakšica koje proizvode efekat na nivo dobiti za vlasnike kapitala i vrijednost firme, kako je to prethodno objašnjeno. Naime, moguće je da dodje do promjene poreskih propisa u smislu smanjenja poreskih stopa što bi značilo i smanjenje navedenih vrijednosti pod uticajem poreskih olakšica (razlike poreza na dobit). Međutim, smanjenje navedene stope bi imalo direktni uticaj na povećanje dobiti za akcionare što bi rezultiralo povećanju neto dobiti za vlasnike kapitala s tim što je nepromijenjena dobit (kamata) za kreditore. Istovremeno, smanjenje stope poreza na dobit rezultiralo bi i povećanju vrijednosti firme, pri nepromijenjenoj stopi kapitalizacije.

Povećanje stope poreza na dobit povećava nivo poreskih olakšica (razlike poreza na dobit) u uslovima kreditnog zaduženja. Takvo povećanje rezultira smanjenjem neto dobiti za akcionare i vlasnike kapitala te smanjuje ukupnu vrijednost preduzeća. Da bi prethodno dokazali poslužili smo se primjerom kada je kreditna zaduženost 300.000 € odnosno kada je nivo kamate 30.000 € i predstavlja konstantu.

rb	Pozicija	vrijednost st por 9%	vrijednost st por 5%	vrijednost st por 15%
1	Brutto dobit	250.000	250.000	250.000
2	Kamata na redit	30.000	30.000	30.000
3	Oporeziva dobit (1-2)	220.000	220.000	220.000
4	Porez na dobit	19.800	11.000	33.000
5	Neto dobit za akcionare	200.200	209.000	187.000
6	Neto dob za vl kapitala	230.200	239.000	217.000
7	Stopa kapitalizacije	0,14	0,14	0,14
8	Vrijednost firme	1.644.200	1.707.100	1.550.000

Razlika poreza na dobit u odnosu na vrijednost poreza od 22.500 € pri strukturi kapitala kada firma nije zadužena, je slijedeća:

Vrijednost duga	Porez na dubit 9%	Porez na dubit 5 %	Porez na dubit 15 %
0	22.500	12.500	57.500
300.000	19.800	11.000	37.500
Razl.por.na D	+ 2.700	+ 1.500	- 4.500

Ukoliko firma želi koristiti prednosti poreskih olakšica onda ista mora voditi računa o sposobnosti zaradjivanja odnosno mogućnosti stvaranja profita tj dobiti. Dakle, i nivo dobiti je opredjeljujući za nivo poreskih olakšica. Međutim, veći nivo dobiti povećava, kako nivo ukupnog poreza tako i nivo poreske olakšice.

Dobit	Porez	Poreska olakšica
250.000	22.500	0
300.000	27.000	4.500
350.000	31.500	9.000
400.000	36.000	13.500
450.000	40.500	18.000
500.000	45.000	22.500

Ukoliko firma nema zarada (dobiti) nema ni poreskih olakšica, podrazumijevajući da ima kreditno zaduženje, a ukoliko je veće kreditno zaduženje (npr iznad 50% „tudjeg“ u odnosu na sopstveni kapital), vrijednost firme je opadajuća bez obzira na vrijednost firme bez zaduženja uvećana za vrijednost poreskih olakšica. Ovo iz razloga što sa većim zaduženjem firme treba uzeti veću diskontnu stopu kojom se budući prinosi svode na sadašnju vrijednost kada se vrijednost firme određuje prinosnom metodom.

Diskontna stopa određuje se kao suma stope povraćaja oslobođene rizika (garantovana stopa povraćaja) i premije rizika odnosno:

$$K_r = K_{rf} + K_{rp} \quad (9)$$

gdje je:

K_r = diskontna stopa (zahtijevana stopa povraćaja)

K_{rf} = stopa povraćaja oslobođena rizika

K_{rp} = premija rizika

2.5. Računovodstvena evidencija i revizija finansijske strukture

Računovodstvena evidencija podrazumijeva obezbeđenje adekvatnih podataka o imovini, njenoj strukturi i izvorima imovine, uključujući i njihovu strukturu. U ovom dijelu rada poseban aspekt dajemo na bilansnu poziciju „kapital“.

Prema Okviru Međunarodnog standarda finansijskog izvještavanja, kapital je „preostali interes u sredstvima preduzeća nakon odbitka svih njegovih obaveza“. Praktično, kapital je definisan kao razlika između sredstava i obaveza preduzeća, odnosno:

$$\text{KAPITAL} = \text{IMOVINA (AKTIVA)} - \text{OBAVEZE} \quad (10)$$

Bitna odlika kapitala je da se on ne procjenjuje i ne mjeri posebno, već visina kapitala u poslovnoj, odnosno računovodstvenoj evidenciji zavisi od toga kako su priznate i izmjerene imovina i obaveze. Stoga, da bi kapital bio prikazan u pravoj visini odnosno vrijednosti, neophodno je da preduzeće evidentira sve imovinske pozicije i sačini objektivan bilans koji realno i pošteno prikazuje imovinu i obaveze preduzeća.

Pojam kapitala se često poistovjećuje sa neto imovinom preduzeća. Dakle, neto imovina je sinonim za kapital, posebno kada je riječ o finansijskom konceptu očuvanja kapitala. Finansijski koncept očuvanja kapitala podrazumijeva da kapital bude izražen u monetarnoj jedinici i preduzeće je u obavezi da očuva tako izražen kapital. Za razliku od finansijskog koncepta, fizički koncept očuvanja kapitala izražava se kroz proizvodnu sposobnost preduzeća.

Sa konceptom kapitala povezan je koncept dobitka, jer svako povećanje neto imovine na kraju godine u odnosu na početak smatra se dobitkom. Svako ostvarenje dobitka mijenja finansijsku strukturu preduzeća i to na način što se sa njegovim ostvarenjem povećavaju sopstveni izvori finansiranja u odnosu na „tudje“ ili eksterne izvore. Dakle, riječ je o promjeni strukture pasive.

Kapital, kao sintetički izraz razlike vrijednosti imovine i obaveza ima svoju strukturu.

Prema bilansnoj šemi, koja je aktuelna u Crnoj Gori, on se sastoji od:

- upisanog kapitala,
- premije na emitovane akcije,
- revlalorizacionih rezervi,
- zakonskih rezervi,
- ostalih rezervi,
- neraspoređenog dobitka iz prethodnih godina,
- akumuliranih gubitaka iz prethodnih godina (odbitna stavka kapitala) i
- dobitka ili gubitka za tekući period.

Prigovor ovakvoj šemi bi mogao biti u pravcu da je pojam „upisani kapital“ nedovoljno jasan po pitanju njegovog obuhvata. Nije jasno zašto je izbjegnut pojam „osnovni kapital“ (u daljem tumačenju finansijske strukture mi ćemo koristiti pojam „osnovni kapital“). Obuhvat osnovnog kapitala čini:

- akcijski kapital,
- udjeli društva sa ograničenom odgovornošću,
- ulozi,
- državni kapital,
- društveni kapital,
- zadružni kapital i
- ostali kapital.

Osnovni kapital preduzeća je kapital koji prvenstveno nastaje prilikom osnivanja društva, a po osnovu uloga osnivača u društvo. Inicijalno, on se iskazuje u visini procijenjenog uloga u društvo. Tokom poslovanja društva, visina osnovnog kapitala mijenja se samo po osnovu utvrđenih pravila definisanih osnivačkim aktom. Za razliku od osnovnog, ukupni kapital se mijenja u zavisnosti od poslovog rezultata društva što znači da ostvarena dobit ne povećava osnovni kapital osim u slučaju ako se donese odluka vlasnika da se dobit pretvori u osnovni kapital.

Tretman osnovnog kapitala je uslovлен i od stepena odgovornosti vlasnika kapitala prema obavezama društva. U društvima lica (ortačko i komanditno društvo) za obaveze društva neograničeno solidarno je odgovoran svaki ortak i komplementari

do visine uloga. Iz te odgovornosti proizilazi da visina osnovnog kapitala nije od velikog značaja, a samim tim i struktura kapitala. U korporativnim društvima (akcionarsko društvo i društvo sa ograničenom odgovornošću), koja prema našem Zakonu o privrednim društvima imaju svojstvo pravnog lica, vlasnici kapitala odgovaraju za obaveze društva samo do visine svog uloga u kapitalu. Iz tog razloga povjerioce interesuje informacija o visini osnovnog kapitala društva jer ona pokazuje mjeru sposobnosti društva da odgovori svojim obavezama. Prema Zakonu o privrednim društvima propisan je i minimalni osnovni kapital te ujedno i njegovo očuvanje na način da je vrijednost neto imovine u knjigovodstvu jednaka ili veća od minimalne vrijednosti osnovnog kapitala.

Minimalni osnovni kapital društva sa ograničenom odgovornošću je svega 1 €, a kod akcionarskog društva 25.000 €. Ukoliko dovedemo u vezu zaštitu povjerilaca kod društva ograničene odgovornosti sa minimalnom vrijednošću osnovnog kapitala, možemo zaključiti da zaštite i ne postoji.

Prema kontnom okviru (sve do kraja 2010 godine), osnovni kapital društva se iskazuje na računu „Upisani kapital“ (račun grupe 30 odnosno 31). Dalja razrada u knjigovodstvenoj evidenciji je obezbijedjena za akcijski kapital – obične akcije (3111), akcijski kapital – prioritetne akcije (3112), udjеле društva sa ograničenom odgovornošću (3113), državni kapital (3114), zadružne udjele (3115) i ostali kapital (3116). Za samostalne preduzetnike rezervisani su računi 3400 Kapitalni račun – samostalni preduzetnik, a za ortačko društvo – kapitalni račun 3500. U okviru izvora finansiranja, pored sopstvenih, knjigovodstvena evidencija (bilans stanja) obezbjedjuje uvid u „tudje“ izvore finansiranja klasificujući ih kao „dugoročna rezervisanja“ i „obaveze“. Ova klasifikacija je izvedena sa aspekta priznavanja obaveza s obzirom na neizvjesnost oko vremena ili iznosa budućih izdataka. Dalja klasifikacija obaveza raščlanjuje se na: dugoročne obaveze, kratkoročne obaveze, pasivna vremenska razgraničenja i ostale potencijalne obaveze.

Revizija finansijske strukture podrazumijeva provjeru fer vrijednosti kapitala i provjeru realnosti obaveza, kako kratkoročnih tako i dugoročnih obaveza. Sve skupa, za realan iskaz navedenih pozicija i njihovih vrijednosti potrebna je odgovarajuća dokumentacija ili instrumenti.

Vezano za finansijsku strukturu razlikuju se: finansijski instrumenti i vlasnički instrumenti.

Finansijski instrument je ugovor ili neki drugi dokument na osnovu kojeg nastaje finansijsko sredstvo jednog preduzeća i finansijska obaveza ili vlasnički instrument drugog preduzeća, dok je vlasnički instrument vrsta ugovora kojim se dokazuje udio u imovini drugog preduzeća nakon smanjenja svih svojih obaveza. Naime, vlasnički instrument obezbjedjuje pravo na neto imovinu.

Pored ovog, rekli smo da treba utvrditi fer vrijednosti kako imovine, tako kapitala i obaveza, a ona predstavlja iznos za koji se neko sredstvo može razmijeniti, ili obaveza podmiriti izmedju poznatih i spremnih stranaka u transakciji pred pogodbom.

Prilikom revizije vrijednosti kapitala treba imati u vidu da su promjene na ovoj grupi transakcija veoma rijetke (misli se na „upisani kapital“) odnosno male po obimu. Međutim ako se te promjene dešavaju onda su po iznosima značajne. Recimo, promjene na upisanom kapitalu, prema zakonskoj regulativi u Crnoj Gori i međunarodnim računovodstvenim standardima, mogu se desiti ukoliko je došlo do nove emisije akcija bilo po osnovu kupovine akcija od strane eksternih sudionika ili po osnovu konverzije duga u ulog, odnosno kapital, ili konverzije dobitka u „upisani kapital“. U reviziji kapitala, za revizore je značajno da utvrde da li su transakcije odobrene od ovlašćenih organa i da li je vodjena odgovarajuća evidencija.

3. KARAKTERISTIKE FINANSIJSKE STRUKTURE I VLASNIČKI TIPOVI PRIVREDNIH SUBJEKATA

Finansijska struktura preduzeća, prema kriterijumu vlasništva, uslovljena je i pravnom formom koja je regulisana [Zakonom o preduzećima](#) („Sl. list SFRJ“ 77/88 i 40/89). Zato se u nastavku daju naznake organizacionih oblika privrednih subjekata kako bi se, shodno datim oblicima, prezentirala finansijska struktura, u statici.

3.1. Organizacioni oblici privrednih subjekata

[Zakon o privrednim društvima](#) („Sl. List RCG“ br 06/02, 17/07 i 80/08) definiše organizacione oblike društava koja obavljaju privrednu djelatnost. U generalnom, privrednu djelatnost obavljaju privredna društva i preduzetnici.

U konkretnijem, oblici obavljanja privrednih djelatnosti ili organizacioni oblici privrednih subjekata su:

- preduzetnik
- ortačko društvo
- komanditno društvo
- akcionarsko društvo
- društvo sa ograničenom odgovornošću i
- dio stranog društva

Važeći Zakon o privrednim društvima je eliminisao društveno preduzeće imajući u vidu da je već sproveden proces svojinske i upravljačke transformacije i privatizacije. Nadalje, važeći zakon je prepustio uredjenje javnih preduzeća posebnom zakonu.

Evidentno je da važeći zakon prvo polazi od preduzetnika, a zatim se bavi uredjenjem pojedinih oblika društva lica te društvima kapitala. Što se tiče svojstva pravnog lica, može se zaključiti da to svojstvo imaju samo akcionarsko društvo i društvo ograničene odgovornosti, a da ortačko i komanditno društvo nemaju pravni subjektivitet.

Zakon preduzetnika definiše kao fizičko lice koje se bavi privrednom djelatnošću radi sticanja dobiti i tu djelatnost ne obavlja za račun drugoga. Dakle, ovaj organizacioni oblik ne podrazumijeva uspostavljanje finansijske strukture koja bi mogla biti

očitovana u zvaničnim knjigovodstvenim ili drugim evidencijama. Jednostavno, ovaj organizacioni oblik ima za cilj sticanje profita preko pružanja usluga samom sebi jer bi u alternativnom smislu imao trošak. Međutim, ako pruža usluge trećim licima (advokati, revizori, inženjeri, ljekari, projektanti i dr.) u tom slučaju potencijalni trošak čini ostvarenje profita. Za ovaj organizacioni oblik nije potreban početni kapital tako da se ne može govoriti o izvorima finansiranja, bilo sopstvenim ili tujim. Sa pravnog aspekta, koncept preduzetnika i preduzetništva značajno je liberalizovan na način da njegovo postojanje nije uslovljeno registracijom. Naime, registracija je, u pravilu, fakultativna, pa se za preduzetnika smatra da postoji i u slučaju kada nije registrovan a obavlja privrednu djelatnost.

Slično sa prethodnim oblikom obavljanja privredne djelatnosti je i ortačko i komanditno društvo. Po Zakonu o privrednim društvima ova dva oblika društva nemaju svojstvo pravnog lica. Registracija ortačkog društva je fakultativna, dok je registracija komanditnog društva obavezna i mora se stalno produžavati. Ortakluk u osnovi znači odnos između najmanje dva ili više lica u obavljanju djelatnosti u cilju sticanja profita. Nadalje, Zakon ne određuje vrstu i visinu uloga koji se unose u ova društva, što znači da se ne može govoriti o značajnijim sopstvenim izvorima finansiranja. Interesantno je da se za ovaj organizacioni oblik kao i za komanditno društvo uvodi termin "firma" što znači da se njom kolektivno nazivaju lica koja su stupila u ortački odnos. Dakle termin "firma" ne označava naziv društva već oblik društva i ovim terminom se označavaju društva lica, za razliku od društva kapitala ([dr Radonjić Dragan, 2003](#)).

Prema važećem Zakonu o privrednim društvima, osnivanje akcionarskog društva uslovljeno je materijalnim aspektom na način da je minimalni iznos osnovnog kapitala 25.000 € i isti se mora uplatiti u novcu. Razlozi za ovakav materijalni uslov su u ekonomskom konceptu, jer je ova forma društva namijenjena krupnijem kapitalu, koji kroz ovu formu može postati i učesnik na tržištu hartija od vrijednosti. Dakle, osnivanje ovog društva podvrgnuto je strožijim pravilima u odnosu na osnivanje dugih društava, a sve u cilju postizanja veće pravne sigurnosti. Pored pravne sigurnosti, navodimo i ekomske razloge od kojih izdvajamo izvor finansiranja poslovnih aktivnosti u cilju funkcionisanja, rasta i razvoja društva. Pored novčanih sredstava odnosno kapitala, izvor finansiranja može biti i unos nenovčanog uloga prilikom osnivanja akcionarskog društva. Za cjelokupni iznos novčanog i

nenovčanog uloga vrši se emisija akcija, a za uzvrat društvo bilježi ulog kao "sopstveni" ili "upisani" kapital. Ovom iteracijom akcionarima se ostavlja mogućnost prometovanja akcija na tržištu hartija od vrijednosti, što je neutralno na promjenu finansijske strukture društva. Nadalje, prednost ove forme društva je i u tome što se kapital može uvećavati emisijom akcija, što opet proizvodi uvećanje sopstvenog kapitala odnosno čini izvor finansiranja društva, neutralno da li je kapital uvećan dodatnim ulozima svojih akcionara ili drugih lica kojima izdaje nove akcije.

Kada je riječ o akcionarskom društvu, prema važećem zakonu, riječ je o čistoj formi, dakle bez mješavine ostalih oblika vlasništva a što bi vodilo tzv "mješovitoj" formi akcionarskog društva, kao što je to prethodno bio slučaj. U mješovitoj formi akcionarskog društva različiti su izvori finansiranja kapitala, tako da promjena jednog oblika izvora finansiranja može dovesti do promjene nivoa kapitala i, naravno njegove strukture (npr. društveni kapital koji je rezervisan za popust će smanjiti nivo ukupnog kapitala).

Forma društva ograničene odgovornosti je forma koju mogu osnovati fizička ili pravna lica ulaganjem novčanih i nenovčanih sredstava radi ostvarivanja profita, a njegovi osnivači odgovaraju za obaveze društva do visine uloženih sredstava odnosno uloga. Medutim, čini se konfliktnim da je minimalni novčani ulog odnosno osnovni kapital društva svega 1 €. Praksa pokazuje da je to čest slučaj, što upućuje na rizike poslovanja sa takvim društvom, jer pripada grupaciji društva kapitala. Svakako, povećanje osnovnog kapitala omogućeno je i unosom nenovčanog uloga koji, svakako, treba biti procijenjen od strane nezavisnog procjenjivača. Nadalje, ne isključuje se povećanje osnovnog kapitala bilo u novčanom ili nenovčanom obliku, za što je potrebna odgovarajuća odluka osnivača, čime se mijenja finansijska struktura predmetnog društva.

Da bi napravili paralelu organizacionih oblika i promjenu njihove finansijske strukture, smatramo za shodno da prezentiramo organizacione oblike koje je definisao prethodni zakon, prije aktuelnog, i njegovu promjenu finansijske strukture, te da uporedimo sličnosti i razlike.

Prethodni zakon odnosno Zakon o preduzećima utvrđivao je četiri organizaciona oblika za osnivanje i organizaciju subjekata privredjivanja, a to su: preduzeće, društvo, radnja i poljoprivredno gazdinstvo. Subjektima privrednog poslovanja

smatraju se i drugi organizacioni oblici utvrđeni posebnim propisima kao što su: banke i druge finansijske organizacije, osiguravajuća društva i dr. Preduzeće, kao pravni subjekt koje obavlja privrednu djelatnost radi sticanja dobiti, prema svojinskom karakteru može da bude: društveno, zadružno i privatno. Posebnu vrstu preduzeća, prema vrsti djelatnosti, predstavljaju: javno preduzeće i holding.

Kada je riječ o svojinskom preobražaju preduzeća, onda je u pitanju preduzeće u društvenoj svojini, a kao njegovi oblici, prema citiranom Zakonu, pojavljuju se:

- društvena preduzeća (ranije osnovana)
- dionička društva u društvenoj svojini i
- društva sa ograničenom odgovornošću u društvenoj svojini.

S obzirom na vlasnički režim preduzeća, ista se dijele na: preduzeća u državnoj, društvenoj, zadružnoj, privatnoj i mješovitoj svojini. U zadružnoj, privatnoj i mješovitoj svojini mogu se osnovati svi tipovi društava: akcionarsko (dioničko) društvo, d.o.o., komanditno društvo i društvo sa neograničenom solidarnom odgovornošću, a u državnoj i društvenoj svojini, samo akcionarska društva i d.o.o.

3.2. Vlasnički tipovi privrednih subjekata i finansijska struktura

U privredni sistem Crne Gore bili su uvedeni novi vlasnički tipvi preduzeća, a od vlasničkog tipa preduzeća razlikuje se i finansijska struktura.

Inokosno preduzeće, sa vlasničkog aspekta pripada jednom licu. Vrijednost njegovog ulaganja kao i sve promjene u kapitalu usled pozitivnog ili negativnog poslovanja ima tretman sopstvenog kapitala. Pored sopstvenog kapitala, zavisno od nivoa poslovnih aktivnosti, u pasivi bilansa figurira i pozajmljeni kapital u formi kratkoročnih ili dugoročnih obaveza. Sudeći po praksi osnivanja preduzeća u Crnoj Gori, kao najprikladnija forma inokosnog preduzeća pojavljuje se društvo sa ograničenom odgovornošću osnovano na bazi uloga.

Uporedjujući ovu formu sa formom koja je aktuelna u Zakonu o privrednim društvima može se zaključiti da nema bitnije razlike sa aspekta finansijske strukture, ali ima u tome što ovo društvo sada egzistira samo u privatnoj svojini, za razliku od zadružne i društvene.

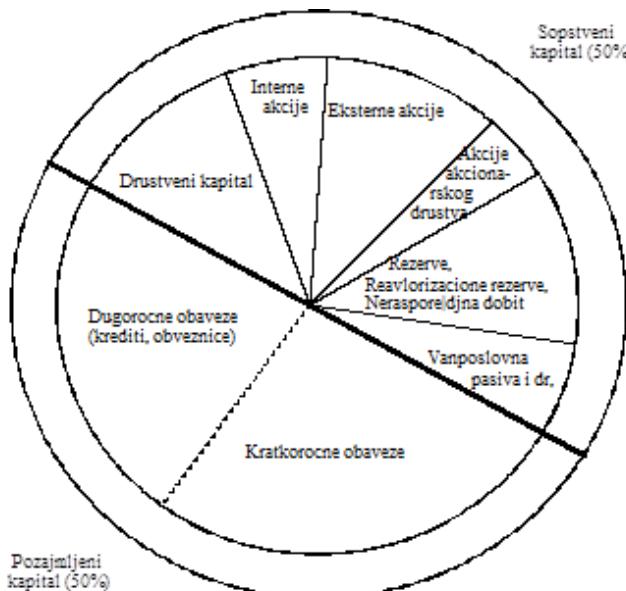
Ortačko preduzeće - Bilans ortačkog preduzeća, najčešće organizovanog u formi d.o.o. (što sada nije slučaj), razlikuje se od bilansa inokosnog preduzeća samo po strukturi pasive. Naime, umjesto jednog vlasnika pojavljuje se više njih tako da relativni odnosi izraženi u procentima ortačkog kapitala predstavljaju pokazatelj učešća vlasništva u vrijednosti neto imovine.

Aкционarsko preduzeće "čista forma", koja je sada aktuelna prema važećem zakonu i koja je mogla biti organizovana i po starom zakonu, kao osnovni izvor finansiranja u pasivi, ima akcijski kapital. Akcijski kapital predstavlja specifičan obligacioni odnos između vlasnika kapitala i preduzeća koje se finansira takvom vrstom kapitala. Zato akcijski kapital ima i tretman eksternog kapitala. Iz tog razloga korporativna "...preduzeća nemaju u finansijskoj strukturi izvore sopstvenog kapitala u vlasničkom smislu, s obzirom da se njihovi vlasnici, makar u teorijskom smislu, nalaze izvan njih u licu akcionara, preferencijalnih i običnih. Zbog toga bi se prije moglo reći da izražava ukupne obaveze ovih preduzeća, što je recipročno pravu povjerilaca i vlasnika na ukupna poslovna sredstva kojima se ta preduzeća koriste u svrhe privređivanja. Međutim, veoma se često pojmovi akcijski i sopstveni kapital u finansijskoj strukturi preduzeća - entiteta poistovjećuju" ([dr Ivanišević Milorad, 1994](#)). Poistovjećivanje akcionarskog i sopstvenog kapitala proizilazi iz pretpostavke kontinuiranog rasta i razvoja poslovanja čime se obezbeđuje prinos na uloženi kapital i vrši isplata u obliku dividendi. Jedino u slučaju likvidacije akcionarskog preduzeća akcionarski kapital ima tretman tuđeg kapitala jer se iz likvidacione mase namiruju vlasnici uloženog kapitala.

Pored akcionarskog kapitala, kao izvor finansiranja pojavljuje se i pozajmljeni kapital u formi kratkoročnih i dugoročnih dugova (eksterni kapital), uključujući i interni kapital u obliku amortizacije i akumulacije.

Aкционarsko preduzeće "mješovita forma" bila je pravno važeća prema Zakonu o preduzećima, ali sada nije. Struktura izvora sredstava akcionarskog preduzeća u mješovitoj svojini se razlikuje od prethodnog po svojinskom obliku. Naime, pored akcionarskog kapitala iza kojeg stoje akcionari - vlasnici, figurira i drugi oblik kapitala - društveni kapital.

Pojednostavljena šema strukture izvora sredstava - finansijske strukture, pri pretpostavci da 50% kapitala potiče iz pozajmljenih izvora, mogla bi da izgleda kao na slijedećoj slici:



Slika 1: Finansijska struktura akcijskog kapitala preduzeća u mješovitoj svojini

Kada je riječ o transformaciji društvenih preduzeća, zakonski osnov dvije federalne jedinice u okviru SRJ generisao je različite oblike akcionarskih preduzeća posmatrana po kriterijumu strukture kapitala. Tako je [Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine](#) ("Sl.glasnik RS" br. 48/91 i 75/91) otvorio mogućnost zadržavanja izvora sredstava u formi društvenog kapitala, pored dijela transformisanog u akcijski kapital. U RCG [Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji](#) ("Sl.list RCG" 2/92 i 27/94) imperativno je nalagao da se "svojinskom transformacijom vrši pretvaranje društvenih preduzeća u preduzeća sa poznatim vlasnicima ukupnog kapitala", što znači da se transformacijom društveni kapital u cijelini briše kao izvor finansiranja, osim dio koji se odnosi na rezervisanje po osnovu popusta.

Saglasno prethodnom, da se zaključiti da akcionarsko preduzeće u mješovitoj svojini ima složeniju finansijsku strukturu od akcionarskog društva uslovno nazvanog kao "čisti oblik". Svakako da razlike u finansijskoj strukturi, posmatrano sa svojinskog aspekta, predodređuju i njenu potencijalnu optimizaciju, o čemu će kasnije biti riječi.

Društveno preduzeće u pasivi bilansa, iskazuje finansijsku strukturu u jednostavnoj formi društvenog kapitala - poslovnog fonda, pored pozajmljenog (dugoročnih kredita i kratkoročnih obaveza). Prirast poslovnog fonda je vezan za preduzeće, za razliku od akcionarskog preduzeća (čisti oblik) gdje je jedno od alternativnih rješenja da se dividenda, isplatom, odvaja od preduzeća, ukoliko se ne pristupi emisiji tzv. dividendnih dionica odnosno akcija.

3.3. Finansijska struktura u zavisnosti od organizacionog oblika i vlasničkih tipova privrednih subjekata

Kada je riječ o optimizaciji finansijskih izvora postavlja se neizbjegno pitanje: kako strukturirati finansijske izvore da bi se na racionalan način obezbijedilo finansiranje poslovnih aktivnosti preduzeća. U strukturi finansiranja pojavljuju se dvije vrste izvora i to: sopstveni i tuđi izvori. Dakle, zahtijev je da se formira takav odnos između sopstvenih i tuđih izvora koji će biti usklađen sa kriterijumima likvidnosti i rentabilnosti.

Finansijski izvori i njihova optimizacija se sagledava i sa stanovišta podbilansa poslovnih sredstava, tako da je i sa ovog aspekta moguće vršiti analizu i uticati na optimizaciju finansijskih izvora. Pri ovome, svaki oblik aktive ili imovine treba biti adekvatno finansiran izvorima. Kako ukupnu aktivu dijelimo na fluktuirajuću tekuću aktivu i permanentnu aktivu, opšti je zahtijev da se fluktuirajuća tekuća aktiva finansira kratkoročnim izvorima, a permanentna aktiva dugoročnim kreditima i kapitalnim fondovima preduzeća.

Što se tiče odnosa između sopstvenih i tuđih izvora, postoji opšte pravilo kojim se smatra da je optimalna finansijska struktura postignuta u slučaju jednakosti sopstvenog i tuđeg kapitala. No ova relacija je uslovljena shvatanjem po kome sopstveni kapital predstavlja "garant" plaćanja obaveza. Danas je u ekonomiji preduzeća gotovo prihvaćeno gledište da nikakvo finansiranje između relacija sopstvenog i pozajmljenog kapitala ne može da obezbijedi sigurnu zaštitu likvidnosti.

Sa aspekta rentabilnosti moguće su situacije gdje pojedina preduzeća sa malim učešćem sopstvenog kapitala mogu da budu visoko rentabilna a i likvidna, što znači da se odnosi između sopstvenog i tuđeg kapitala ne mogu prihvatiti kao čvrsto

važeće pravilo optimuma. Međutim, jedno je sigurno: preduzeće može i treba da ide u zaduženja, tj. da koristi tuđa sredstva ukoliko sa istim može ostvariti nivo dobiti koji je veći od nivoa kamate za korišćenje tuđih izvora.

Transformisano (akcionarsko) preduzeće, u opštem slučaju, postiže optimalnu strukturu kapitala (optimizacija pasive bilansa) ako omogući vlasnicima akcija maksimizaciju njihovih koristi. Pošto ne postoji tačno određen nivo optimuma, realno je pretpostaviti da je optimalna ona struktura kapitala koja maksimizira tržišnu vrijednost preduzeća i korist akcionara.

Tržišna vrijednost preduzeća varira zavisno od vrijednosti akcija, a na njihovu vrijednost, pored ostalog, utiče i nivo zaduženosti. Prema tome, ako vrijednost akcija na tržištu pada zbog promjena u nivou zaduženosti, onda se može govoriti o poremećaju optimalne strukture. Iz toga slijedi, da preduzeće postiže optimalni nivo zaduženosti i strukturu kapitala sve do momenta dok cijene njegovih akcija na tržištu ne počnu da padaju.

3.4. Ciljevi promjene finansijske strukture

Ciljna funkcija firme, sa aspekta finansijskog poslovanja, jeste održanje optimalne finansijske situacije. Kada se kaže "finansijska situacija" misli se na ekonomsku situaciju. Finansijska situacija, u osnovi, predstavlja bonitet firme. Bonitet firme, odnosno finansijska situacija se sagledava sa aspekta (ne) dovoljnosti sredstava za izvršenje zadatka i usklađenosti veličine i strukture sredstava sa izvorima i postavljenim zadatkom.

Iz prethodno saopštenog, a i u širem kontekstu, može se govoriti o optimizaciji struktura i s tim u vezi ostvarenju finansijskih ciljeva. Finansijski ciljevi se mogu kategorisati u tri grupe i to:

- Optimalnost struktura kod finansijskih ulaganja
- Ciljevi u pravcu postizanja određenih stanja u finansijskim procesima i
- Ciljevi učinaka, odnosno postizanja finansijskog rezultata

Optimalnost struktura kod finansijskih ulaganja u smislu oblika sredstava i izvora sredstava firme diferencira se na tri strukture i to:

- a) Optimizacija konstitucione strukture
- b) Optimizacija strukture likvidnosti i
- c) Optimizacija finansijske strukture

Optimizacija konstitucione strukture podrazumijeva agregatni izraz zbirova i strukture pojedinih oblika ulaganja u poslovna sredstva. Dakle, radi se o uskladjenosti veličine osnovnih i obrtnih sredstava koja se dovodi u medjuzavisnost od postavljenog zadatka, a postavljeni zadatak od djelatnosti. Nije ista struktura ovih sredstava u različitim djelatnostima, a čak ni u dvije firme u istoj djelatnosti. Nadalje, navedena struktura nije ista u dvije firme iste djelatnosti i istog nivoa sredstava jer su razlike prisutne u strukturi bilo obrtnih ili osnovnih sredstava. Primjera radi, dovoljno je navesti promjene u strukturi potraživanja (u okviru obrtnih sredstava) sa aspekta ročnosti.

Optimizacija strukture likvidnosti podrazumijeva odnos sredstava u novačanom obliku i obrtnih sredstava sa različitim stepenom likvidnosti. Ovdje je riječ o onim obrtnim sredstvima i njihovoj sposobnosti ili mogućnosti da se u što kraćem roku pretvore u novačani oblik (zalihe, potraživanja, plasmani i dr).

Optimizacija finansijske strukture podrazumijeva izvore finansijskih sredstava i njihov raspored po rokovima dospjeća. Naime, svakom roku dospjeća treba da odgovara adekvatno obezbjedjenje sredstava.

Drugu grupu finansijskih ciljeva predstavljaju ciljevi koji obezbjeduju nesmetano poslovanje i ostvarivanje željenih ciljeva a to su:

- a) Racionalno finansiranje
- b) Optimalana likvidnost i
- c) Smanjenje rizika

Racionalno finansiranje svodi se na obezbjedjenje finansijskih sredstava koja omogućuju najbolju kombinaciju izvora finansiranja (sopstvenih i tudižih). I ovdje treba napomenuti da, pri istom nivou izvora sredstava dvije firme koje pripadaju istoj

djelatnosti (npr odnos sopstvenih i tudižih sredstava 60 : 40%), na mora da znači da je racionalno finansiranje prisutno u oba slučaja jer se postavlja pitanje povoljnosti tudižih izvora sredstava zavisno od roka otplate i nivoa kamatne stope.

Optimalana likvidnost se svodi na realizaciju obezbjedjivanja platežne sposobnosti firme dovodeći u odnos raspoloživa likvidna sredstva i dospjele obaveze.

Smanjenje rizika kao finansijski cilj je usmjeren na obezbjedjenje zaštitnih mjera vezanih za platežnu sposobnost firme (rizik nelikvidnosti) i mjera koje se odnose na finansijski rezultat i imovinu firme.

Ciljevi učinaka pretpostavljaju pitanje veličine finansijskog rezultata i njegove maksimizacije. Dakle, u pitanju je kvantitativno mjerjenje finansijskog cilja – rezultata a to nam obezbjeduju dva bitna pokazatelja i to:

- Rentabilnost i
- Finansijalnost

Rentabilnost predstavlja pokazatelj kojim se mjeri težnja firme da ostvari što veći finansijski rezultat u odnosu na angažovana sredstva (dubit u odnosu na angažovana sredstva)

Finansijalnost kao pokazatelj i cilj podrazumijeva ostvarenje pozitivnog finansijskog rezultata uz istovremenu težnju za smanjenje finansijskih troškova, a ujedno i korišćenje najpovoljnije kombinacije izvora finansiranja.

3.5. Faktori promjene finansijske strukture

Kada je riječ o faktorima promjene finansijske strukture, imamo u vidu promjenu finansijske strukture izvora sredstava. Finansijska struktura odnosno situacija nekog subjekta može biti dobra ili loša. Ona u velikoj mjeri zavisi od veličine i strukture njegovih sredstava i izvora sredstava, kao i njihove uskladjenosti sa definisanim zadatkom, te i od opštih ekonomskih uslova privredjivanja.

Moguća je situacija da isti ukupni izvori sredstava kod dva subjekta privredjivanja ne znače identičnost finansijske situacije odnosno strukture. Primjera radi, neka je ista vrijednost izvora kod oba subjekta (npr 100 miliona €), ali kod jednog je odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora 60 : 40, a kod drugog obrnut. Nadalje, moguće je da

su i ovi odnosi identnični kod oba subjekta a da je finansijska situacija različita jer postoji mogućnost da su kod jednog subjekta u odnosu na drugog pozajmljena sredstva nabavljena pod povoljnijim uslovima. Primjera radi, moguć je duži rok otplate ili manja kamatna stopa što proizvodi navedene razlike. Iz ovog ugla moglo bi se reći da je finansijska struktura (izvora) dobra ako su sopstveni izvori jače zastupljeni u odnosu na tajde, da su rokovi povraćaja pozajmljenih sredstava duži tada je kamata na pozajmljena sredstva manja.

U opštem smislu, za finansijsku strukturu, kako sredstava, tako i izvora sredstava, može se reći da postoji više faktora koji determinišu bonitet firme.

Da bi mogli razmatrati faktore koji utiču na finansijsku strukturu, polazimo od početne finansijske strukture ili kako se to drugojačije naziva "konstitutivna finansijska struktura". Upravo od nje, u većoj ili manjoj mjeri, zavisi kasnija finansijska struktura. Naime, slaba početna finansijska struktura negativno se odražava u kasnijoj fazi i to u vidu smanjene rentabilnosti, pogoršane likvidnosti, a posebno u teškoćama oko dobijanja eksternih izvora finansiranja – kredita.

Konstitutivna finansijska struktura zavisi od zadatka, odnosno njegove vrste i veličine, koji treba izvršavati u datim opšte – ekonomskim uslovima privredjivanja. Primjera radi, ukoliko je zadatak da se firma bavi proizvodnjom (npr gradjevinskih mašina) očigledno je da prevagu u strukturi treba da čine osnovna sredstva u odnosu na obrtna sredstva. Nakon utvrđivanja odnosa strukture sredstava pristupa se obezbjedjenju adekvatnih izvora finansiranja sredstava. U principu, najpovoljnija početna finansijska struktura izvora sredstava je ona u kojoj bi činili 100% sopstveni izvori. Međutim, nije rijedak slučaj da se pribjegava eksternim izvorima finansiranja odnosno kreditnom zaduženju. Kada je riječ o kreditnom zaduženju, postoje određena pravila finansiranja, a jedno od njih je da osnovna sredstva trebaju biti finansirana iz dugoročnih izvora (zajedno, sopstveni i dugoročni pozajmljeni izvori). Ovo pravilo finansiranja se, u osnovi, svodi na zahtjev da se postigne optimalna uskladjenost izmedju likvidnosti aktive i ročnosti pasive.

Ukoliko se prilikom osnivanja firme uspostave poremećeni "vertikalni" odnosi u aktivi i pasivi kao i loša uskladjenost likvidnosti u aktivi i ročnosti u pasivi, to može biti jedan od uzroka lošeg finansijskog položaja koji kasnije nije lako ispraviti, posebno preko ostvarenja finansijskog rezultata.

Dobar finansijski rezultat mijenja finansijsku strukturu firme na način što se njime povećavaju sopstveni izvori finansiranja u odnosu na "tudje" izvore. Time se poboljšava početna – konstitucionala finansijska struktura, ali uz uslov da nije došlo do promjene zadatka. Dakle, dobar odnosno pozitivan finansijski rezultat evidentiran u bilansu uspjeha ima odraza na bilans stanja jer je dobitak sastavni dio kapitala (sopstvenog) te se time mijenja odnos u strukturi pasive. U slučaju da su konstitucioni odnosi drastično narušeni gdje je prisutna dominacija gubitka u strukturi izvora finansiranja, pribjegava se odgovarajućoj sanaciji preko mjera finansijske konsolidacije. Mjere finansijske konsolidacije definisane zakonskim propisima ([Zakon o insolventnosti privrednih društava](#) "Sl. list RCG" br 06/02) su aktuelne ukoliko se pristupi programiranom stečaju, a ukoliko ne, moguće su iste ili druge mjere kako bi se izmijenila finansijska struktura (Mjere finansijske konsolidacije u situaciji insolventnosti posebno se tretiraju u ovom radu).

Raspodjela finansijskog rezultata isto tako utiče na promjenu finansijske strukture. Primjera radi, ukoliko se vlasnici firme odluče na isplatu dividendi, odnosno uloga, finansijska struktura ostaje nepromijenjena u odnosu na početnu situaciju, odnosno situaciju prije ostvarenja rezultata poslovanja. Istovremeno, likvidnost se smanjuje jer dolazi do odliva novčanih sredstava po osnovu formiranih obaveza za isplatu uloga. Suprotno tome, ukoliko se vlasnici kapitala odluče na usmjeravanje rezultata poslovanja u razvojne svrhe to bi značilo da se povećava učešće sopstvenog kapitala u ukupnim izvorima sredstava.

Glavni faktor promjene finansijske strukture jeste poslovna aktivnost firme počev od nabavke materijalnih inputa, ulaganja u proizvodnju, prodaje proizvoda i roba te njihove naplate. Kako je poslovna aktivnost svakodnevna i kontinuelana, to se može govoriti i o stalnoj promjeni finansijske strukture sredstava i njihovih izvora odnosno do sukcesivnih finansijskih situacija koje se mogu značajnije razlikovati. Primjera radi, prekomjerna nabavka materijalnih inputa uz kreditno zaduženje dovodi do narušavanja odnosa u strukturi osnovnih i obrtnih sredstava, narušavanja odnosa unutar same strukture obrtnih sredstava te narušavanja odnosa u strukturi izvora sredstava. Kako je data nabavka finansirana iz kreditnih sredstava to će uticati na povećanje rashoda po osnovu kamata te će se po tom osnovu pogoršati rentabilnost poslovanja uz istovremeno pogoršanje likvidnosti.

Inflacija je jedan od faktora koji utiče na finansijsku strukturu. Pri pretpostavci da firma ima izrazito visok nivo potraživanja, izraženiji uticaj inflacije obara njihovu vrijednost što utiče na smanjenje likvidnosti i umanjenje finansijskog rezultata. Nadalje, pod uticajem inflacije, a pri pretpostavci da su inputi na minimalnom nivou, nova njihova nabavka podrazumijeva više novčanih sredstava, te je firma prinudjena da ide u novo kreditno zaduženje. Ovim činom mijenja se odnos sopstvenih i tudižih izvora sredstava. Ukoliko se inflacija kalkuliše u obračunu odnosno formiraju prodajnih cijena onda je njen uticaj marginalan. Ali, u tom slučaju inflaciju treba predvidjeti i programirati. Njeno programiranje nije dovoljno. Pitanje je da li će to tražnja odobriti, odnosno da li će povećane cijene proizvoda i roba tržište prihvati.

Promjene cijena inputa i outputa direktno utiču na promjenu finansijske strukture, posebno u situaciji kada postoji određeni nivo zaliha. Svako povećanje cijena inputa i outputa uvećava vrijednost postojećih zaliha što ima za posljedicu povećanje finansijskog rezultata. Obrnuto, svako smanjenje inputa i outputa uzrokuje smanjenje finansijskog rezultata.

Uslovi privredjivanja imaju značajan uticaj na promjenu finansijske strukture. Svako povećanje poreza, doprinosa i dažbina ima odraza na finansijsku situaciju firme. Međutim, ne može se tvrditi da opšti ekonomski uslovi privredjivanja jednakomjerno utiču na finansijsku strukturu. Uzmimo primjer promjene carinskog režima. Navedena promjena u smislu povećanja carinskih stopa neće uticati na one privredne subjekte koji nijesu uvozno zavisni. Za izvozne firme, promjena poreskih stopa u smislu njihovog oslobođenja radi stimulacije izvoza direktno utiče na povećanje likvidnosti i ostvarenje pozitivnog finansijskog rezultata, jer se ne formiraju obaveze po osnovu poreza uz uslov da nije promijenjena prodajna vrijednost.

Na strukturu kapitala dominantno utiče menadžment kao subjektivni faktor. Menadžment se može posmatrati sa aspekta menadžera kao profesionalaca i menadžera kao vlasnika.

Menadžeri kao profesionalci:

- Imaju konzervativniji pristup struktuiranju kapitala
- Preferiraju na neopipljivu imovinu odnosno na sadašnju vrijednost očekivanih koristi
- Izbjegavaju finansijsku napetost
- Poslovanje im je usmjereno prema slobodnom novčanom toku

Menadžeri kao vlasnici:

- Imaju agrasivniji pristup strukturi kapitala
- Drže finansijsku imovinu
- Preferiraju na korišćenje dugova kao ograničenje menadžmentu

Menadžeri profesionalci preferiraju takvoj strukturi kapitala koja im obezbjeduje sigurnost u obavljanju poslovnih aktivnosti, što bi značilo da bi im odgovarala takva struktura kapitala u kojoj dominira sopstveni u odnosu na tudi kapital i to koristeći njegovo uvećanje kroz zadržavanje dobiti i njegovo usmjeravanje u razvojne svrhe, nasuprot isplati odnosno povlačenju dobiti ili uloga. Pored ovog, menadžeri profesionalci preferiraju na povećanje sopstvenog kapitala kroz privlačenje novih ulagača ili povećanje uloga postojećih osnivača. Nadalje, njihova preferencija je da se vrijednost firme ne izražava mjerenjem supstance već u sadašnjoj vrijednosti budućih koristi odnosno, mjerenje prinosnim metodom.

Novčani tok odnosno držanje zadovoljavajuće likvidnosti je, isto tako, preferencija top menadžera, što bi značilo uzdržanost od investiranja, a svakako podjele dobitka na ulagače.

Menadžeri kao vlasnici, pored suprotno navedenog u odnosu na menadžere profesionalce, preferiraju na korišćenje dugova kao izvore finansiranja kao jednu mjeru testa izdržljivosti menadžera profesionalaca da odgovore nastalim obavezama i uz to da ostvare profit saglasno zahtijevanoj stopi prinosa na uloženi kapital. Naime, firme koje imaju poremećenu finansijsku strukturu odnosno finansijske probleme, gube podršku "internih" investitora odnosno ulagača. U toj situaciji menadžeri profesionalci su izloženi da formulišu strategiju koja stvara novu kombinaciju od postojećih resursa ili da stiču nove resurse. Interni investitori, u većini slučajeva, nemaju strpljenja sa top menadžerima firme koji ne ispunjavaju njihova

očekivanja u pogledu performansi poslovanja a time i strukture kapitala. Dakle, efektivna strategija oporavka firme, u takvim okolnostima rezultira sprovodenjem više strategija i to:

- strategija promjene menadžmenata
- strategija finansijskog restrukturiranja
- interna strategija
- eksterna strategija

Sprovodenje jedne ili više od navedenih strategija mijenja finansijsku strukturu firme u pravcu uspostavljanja njenog optimuma.

Jedan od faktora uspostavljanja finansijske strukture je stav kreditora u odnosu na firmu. Pored bilansnih pokazatelja, uzima se u obzir njen poslovni rizik, organizacija, tržišni faktori, kao i menadžerski konzervativizam.

U fazi restrukturalnog procesa privrede neke zemlje prisutna je pojava da su menadžeri vlasnici ujedno i menadžeri profesionalci, što se u kasnijim fazama razvoja privrede i firme pokazuje kao nespojivo.

Faktori koji utiču na finansijsku strukturu nijesu jednoznačni i gotovo nikad nijesu konstantni. Nesporno je jedno, da inflatorni uticaji imaju naglašen uticaj na pogoršanje finansijske strukture. U uslovima intenzivne inflacije, kao što je to bio slučaj u Crnoj Gori početkom 1993 godine, nedostatak obrtnih sredstava je bio jako izražen i firme su pribjegavale nadoknadjuvanju istih na slijedeći način:

- iz oslobođenih sredstava dobitka
- iz sredstava amortizacije
- iz novog kreditnog zaduženja.

Oslobodjena sredstva dobitka (ako ih je bilo) često su upotrebljavana za isplatu zarada, dok se sredstva amortizacije nijesu kumulirala na poseban račun kao što je to bila obaveza prije devedesetih godina, a ista su upotrebljavana za održanje likvidnosti. Uslijed nedostatka likvidnosti, kao što smo naveli, jedino rješenje je bilo novo kreditno zaduženje, koje je bitno poremetilo finansijsku strukturu, sa aspekta izvora sredstava.

Inflatorni uticaji su ostavili i ostavljaju traga i na smanjenje ukupnog obima sredstava i izvora. Postupak revalorizacije nije bio dovoljan da nadomjesti inflatorni gubitak u nivou sredstava i kapitala, tako da se kasnije uvidjelo da je nužan čin reprocjene imovine. Navedenom operacijom često se iskazivala veća vrijednost stalne imovine od njene tržišne vrijednosti, što je rezultiralo povećanje sopstvenog kapitala i time došlo do promjene finansijske strukture u smislu odnosa sopstvenog i tujeg kapitala.

Iz prethodnog proizilazi i da je struktura imovine jedan od faktora uspostavljanja strukture kapitala. Naime, za one firme koje u imovinskoj strukturi imaju dominaciju stalne imovine u odnosu na obrtnu, imaju veću mogućnost da mijenjaju strukturu kapitala u odnosu na one koja imaju dominaciju obrtnog kapitala. Obrtni kapital i njegova struktura je, u principu, takva da njihova vrijednost ne odstupa bitnije od tržišnih vrijednosti, a ujedno je podložnija promjeni iz jednog oblika u drugi, posebno materijalnog u novčani.

Iz svega izloženog, proizilazi da finansijsku strukturu determinišu brojni faktori sa različitim intenzitetom i razlikama u vremenu. Nadalje, mnogi od njih su izvan dometa firme, što bi značilo da se oni sa svojim uticajem javljaju kao objektivna determinanta finansijskog stanja i položaja firme, kao i strukture njenog kapitala.

Bez obzira na navedeno, finansijska struktura se može optimizirati ovladavanjem internih – subjektivnih faktora od kojih izdvajamo slijedeće:

- adekvatna finansijska kontrola
- redukcija troškova
- promjena finansijske politike
- sagledavanje i promjena odnosa prema konkurenciji
- promjena odnosa prema bankama i povjeriocima
- promjena menadžmenta

U slučajevima kada je prisutna neadekvatna finansijska kontrola i visoki troškovi, poželjno je da se pristupi i promjeni menadžmenta. Isto tako, ako je firma u ozbiljnoj fazi krize, neizostavna je promjena menadžmenta, kao i u slučaju kada se firma nalazi u jakoj konkurentskoj poziciji.

3.6. Izvori finasiranja i struktura kapitala

Finasiranje kao pojam prvenstveno označava pribavljanje finansijskih sredstava i njihovo stavljanje u funkciju radi izvršenja postavljenog zadatka. U procesu finansiranja prisutni su slijedeći postupci:

- finansiranje,
- investiranje,
- dezinvestiranje i
- definansiranje.

Kao što smo prethodno naveli, finansiranje ima svoj cilj odnosno svrhu koja se ogleda u investiranju u pojedine oblike sredstava.

Dezinvestiranje je prodaja nekih poslovnih djelova firme. Prodaja sredstava podrazumijeva djelimičnu ili potpunu prodaju (novčanih sredstava, zaliha, pogona, opreme i proizvoda). Dakle, to je postupak eliminisanja dijela firme radi upotrebe oslobođenih sredstava u neku drugu svrhu (npr za otplatu duga).

Dezinvestiranje, je suprotan proces od finansiranja, što znači proces povraćaja novčanih sredstava njihovim izvorima.

Sva sredstva firme sa kojima ona raspolaze i upravlja, potiču iz nekog izvora. Pod izvorima sredstava podrazumijevaju se fizička i pravna lica od kojih firma pribavlja sredstva.

U tržišnoj ekonomiji postoje slijedeće grupe izvora finansiranja:

- sopstveni izvori finansiranja
- tudi izvori finansiranja
- hibridni izvori finansiranja
- specifični izvori finansiranja
- opcjsko finansiranje

Sopstveni izvori finansiranja obezbjeduju se iz akumulirane dobiti, amortizacije, emisije hartija od vrijednosti i iz vremenskih razgraničenja uključujući i rezervisanja.

Tudi izvori finansiranja obezbjeduju se preko: kreditnog zaduženja, emisije obveznica i odlaganja plaćanja obaveza.

Hibridni izvori finansiranja obuhvataju emisiju preferencijalnih akcija i ona se tretira kao sopstveni izvor finansiranja, te emisiju dohodovnih obveznica, kao tudi izvor finansiranja.

Specifični izvori finansiranja obuhvataju finansiranje iz: faktoringa, forfetinga, lizinga i franšizing aranžmana.

Opcijsko finansiranje obuhvata: varante i konvertibilne hartije od vrijednosti.

Navedene grupe i pojedni oblici izvora finasiranja mijenjaju strukturu kapitala u smjeru uspostavljanja novog odnosa sopstvenih i tudižih izvora. Pored toga, svaki izvor finasiranja proizvodi odredjene troškove odnosno nadoknadu koju firma treba platiti a oni mogu biti:

- eksplicitni (kamate) i
- implicitni troškovi

Implicitni troškovi su uslovjeni profitabilnošću poslovanja firme koja koristi sredstva.

Dakle, riječ je o trošku kapitala, a on predstavlja zahtijevanu stopu prinosa na različite oblike finansiranja. Drugojačije rečeno, opšti trošak kapitala predstavlja ponderisani prosjek zahtijevanih stopa prinosa.

Vezano sa prethodnim, u narednim redovima tretiramo prednosti i nedeostatke korišćenja duga i sopstvenog kapitala kao izvora finansiranja. Naime, dug kao elemenat strukture kapitala ima svoje prednosti i nedostatke.

Korišćenje duga je povoljno za firmu u pogledu održanja kontrole nad firmom. Isplata kamate po osnovu duga predstavlja trošak poslovanja koji se oslobadja od plaćanja poreza na dobit. Korišćenje kredita unosi veću fleksibilnost u finansijsku strukturu firme. Međutim, kako dug predstavlja fiksnu obavezu, a firma loše posluje i ne ostvari dovoljno prihoda, može se naći u situaciji da ista nije sposobna da izvrši obavezu, što proizvodi odredjene posljedice. Nadalje, veće učešće duga u ukupnoj strukturi kapitala zahtijeva i veće stope prinosa na sopstveni (akcijski) kapital, što, ukupno, povećava troškove finansiranja.

Sopstveni odnosno akcijski kapital kao izvor finansiranja, ima svoje prednosti, a u prvom redu je ta da akcije nemaju svoj rok dospjeća tako da firma nema obavezu njihovih isplata, ukoliko se ne pristupi "povlačenju" sopstvenog kapitala. Slijedeća

prednost je u tome što akcije ne povlače za sobom fiksni trošak jer se dividenda plaća samo ako firma ostvari zadovoljavajući nivo dobiti. Ukoliko vlasnici firme odluče da se pribavi svježi kapital to se može učiniti emisijom novih akcija. Međutim, nedostatak ove iteracije je da se emisijom akcija (običnih) povećava broj vlasnika, što može dovesti do gubitka kontrole nad firmom. Ne manje značajno je da emitovanje akcijskog kapitala povlači za sobom visoke troškove koji imaju nepovoljan poreski tretman.

Dakle, suštinsko pitanje koje donosioci odluka u vezi izvora finasiranja treba da riješe jeste:

- koji je to ili koji su to optimalni i najpovoljniji izvori finansiranja
- kako će se navedeni izvor finansiranja odraziti na odnos sopstvenih i tudižih izvora finansiranja i
- kakav će odraz imati izvor finansiranja na odnos dugoročnih i kratkoročnih izvora srestava.

Odgovor na ova pitanja tretiran je u prvom poglavlju u dijelu koji se odnosi na optimalnu finansijsku strukturu.

4. PROMJENE FINANSIJSKE STRUKTURE USLIJED TRANSFORMACIJE SVOJINE

4.1. Tranzicija i transformacija svojine – teorijski aspekt

Pojam tranzicija pojavio se u zapadnoj literaturi 70-tih godina prošlog vijeka, kao oznaka za prelaz iz industrijsko u postindustrijsko društvo. Radi se o svjetskom, a ne regionalnom procesu i nije vezan samo za praksu postsocijalističkih društava. Može se reći da se praktično sva društva u savremenom svijetu nalaze u procesu tranzicije: visoko razvijena društva idu od industrijskih ka postindustrijskim, postrealsocijalistička od autoritarnog ka pluralističkom građanskom sistemu, zemlje trećeg svijeta od tradicionalnog ka industrijskom društvu. Sam pojam koristi se da označi prelaz iz jednog u drugi sistem.

U zemljama Istočne Evrope postojali su društveno-ekonomski sistemi koji su za svoju osnovu imali razne oblike državne i društvene svojine. U njima nije postojao politički pluralizam. Društveni odnosi izgrađivani su kao socijalistička opcija razvoja društva, sa različitim oblicima društvene svojine, učešćem radnika u upravljanju privrednim preduzećima. Ovaj model društvenog razvoja bio je suparnički model kapitalističkog razvoja. Iisticao je: ukidanje eksploratacije čovjeka od čovjeka; veću ekonomsku ravnopravnost svih članova društva; besplatno obrazovanje i zdravstvenu zaštitu svih građana, socijalno obezbođenje siromašnih.

Ove zemlje, osim Jugoslavije, bile su organizovane u Varšavskom paktu, za zaštitu svojih ekonomskih i političkih interesa. Kapitalističke zemlje obrazovale su Severnoatlanski pakt, tj. NATO. Ove dvije grupacije država sa različitim opcijama društvenog razvoja, društveno-ekonomskim sistemima, vojno-političkim interesima činile su ujedinjeno čovječanstvo razjedinjenim.

U drugoj polovini 80-tih godina intenzivno su se kritički razmatrali društveno-ekonomski odnosi u istočnoevropskim zemljama. U kritikama je ukazivano:

- na neefikasnost društvene svojine i načina upravljanja razvojem koji se na njoj zasniva,
- na nizak životni standard stanovništva,
- na postojanje, nepostojanje ili ne-ostvarivanje ličnih prava i sloboda građana i postojanje partijske države koja nije izraz demokratskih odnosa u društvu.

Ovo su bile osnove zahtjeva za promjene u zemljama istočne Evrope. Najprije se zahtijevala reforma socijalizma, dosljednije ostvarivanje socijalističkih društvenih odnosa. Predstavnik ovakvog pristupa bio je Gorbačov sa svojim konceptom perestrojke. Kasnije se odstupa od ove koncepcije i pristupa manje ili više ubrzanom ukidanju socijalističkih društvenih odnosa. Istovremeno teži se uspostavljanju novog koji treba da obezbijedi:

- veću ekonomsku efikasnost
- brži privredni razvoj
- viši životni standard stanovništva
- veće slobode i prava građana
- uspostavljanje pravne države.

Postojala je teškoća kako da se označe ove promjene. Bilo je neuputno da se kaže da se radi o povratku na kapitalistički sistem, jer bi se postavilo i pitanje u koju fazu kapitalizma se vraća. Za oznaku ovog procesa pronađen je termin **tranzicija**.

Dakle, tranzicija, pored prelaza sa industrijskog u postindustrijsko društvo, označava političko i privredno stanje skupa zemalja na prelazu iz netržišne u tržišnu ekonomiju. Može se reći da je to proces koji je radikalniji od reforme, jer reforma podrazumijeva odredjene promjene u okviru jednog sistema, dok tranzicija predstavlja prelaz iz jednog sistema u drugi ili prelaz iz socijalizma u tržišnu privredu.

Podrobnije tumačenje pojma tranzicije možemo definisati na tri načina i to:

- Opšta definicija tranzicije
- Kao ključni ekonomski mehanizam
- Preko ključnih elemenata tranzicionog procesa

Opšta definicija tranzicije

Opšta definicija procesa tranzicije je da je to prelaz iz netržišnog oblika u tržini oblik privređivanja. Ova definicija ne izaziva kontroverze. Međutim, čim se prelazi na njenu praktičnu primjenu, iskrsavaju nebrojene dileme: način na koji izvršiti prelaz iz jednog u drugo stanje; distribucija troškova indukovanih promjena i vremenskog slijeda promjena. To je i razumljivo jer se ove dileme odražavaju na interese pojedinih grupa.

Termin tranzicija se odnosi i na proces unapređenja uloge tržišta i u već postojećim tržišnim privredama. Istoriski posmatrano, pojam tranzicija je upotrebljen za opisivanje dva krupna događaja. Jedan je prelaz iz feudalizma u kapitalizam, a drugi je prelaz ratnih privreda posle II Svjetskog rata u mirnodopske. Zajedničko obilježje oba događaja je zasnivanje tržišnog privređivanja.

Tranzicija kao ključni ekonomski mehanizam

Proces tranzicije može da se karakteriše i ključnim ekonomskim mehanizmima koji je određuju. Realokacija je ključni proces i on označava preusmjerenje resursa (rada, kapitala...) iz jednih sektora u druge. Zapravo, iz sektora u kojima su se proizvodila inferiorna dobra - u sistemu u kome je takva proizvodnja bila subvencionirana, u sektore u kojima se proizvode superiorna dobra. To podrazumijeva da u procesu tranzicije ka tržišnoj privredi neki sektori (poput nekih industrijskih grana) opadaju, dok drugi (kao što su trgovina i usluge) rastu.

Restruktuiranje je drugi mehanizam i on je vezan za preduzeća. Da bi preživjela u novim okolnostima preduzeća moraju da se suštinski transformišu. To se odnosi kako na svojinske odnose tako i na strukturu i organizaciju njihove proizvodnje. Zbog podsticaja generisanih od strane netržišnih mehanizma preduzeća prijeinicirane tranzicije su bila prevelika, i sasvim malobrojna. Ona su bila izrazito vertikalno integrisana, da bi time preduprijedile zastoje u snabdijevanju, suprotno mehanizmima vertikalne integracije koju podstiče tržite. Isti mehanizmi su generisali i

proizvodni program, po logici stvari lošijeg kvaliteta. Kapitalna intenzivnost je bila visoka u odnosu na onu na Zapadu, iako je tehnologija otelotvorena u tom kapitalu bila inferiorna. U novim okolnostima ova preduzeća su doživjela vrlo krupnu sistemsku promjenu, koja može da se opiše i kao svojevrsni institucionalni vakum. Do uspostavljanja novih veza može se govoriti o dezorganizaciji, posebnom procesu. On je praćen gašenjem mnoštva aktivnosti, što je i jedna od najvidljivijih manifestacija tranzicije. Dezorganizacija je suštinski različita od reorganizacije, sa kojom se takođe objašnjava pad proizvodnje. Ovaj fenomen se zasniva na ideji da sistemska promjena čini dobar dio stoka informacija i znanja zastarjelim. Dok se novi stokovi ne generišu, što iziskuje vrijeme, proizvodnja mora da pada. Očigledno je da ovaj mehanizam nije identičan sa realokacijom. Državna preduzeća nestaju ne zbog toga što tragaju za novim znanjima nego upravo suprotno: bivaju potisnuta jer to ne čine.

Gornje objašnjenje tranzicije može da se interpretira i kao jedinstvo dva simultana procesa. Prvi je proces realokacije resursa iz državnog / društvenog sektora u efikasniji privatni sektor. I, drugi, koji prepostavlja reorganizaciju klasičnog javnog sektora. Zajednički imenitelj i jednog i drugog je privatizacija, mada između restrukturiranja i privatizacije se ne može staviti znak jednakosti. U ovom kontekstu, obuhvat procesa privatizacije se može uzeti kao ključna odrednica i pouzdana mjera napretka tranzicionog procesa.

Ključni elementi tranzpcionog procesa

Tranzicija se može definisati i preko ključnih elemenata ovog procesa i obuhvatom ovih procesa. To su: privatizacija državnih / društvenih preduzeća; restrukturiranje velikih (javnih) preduzeća; zasnivanje tržišta roba, usluga i faktora proizvodnje; reforma društvenih ustanova; i reforma sistema socijalnog osiguranja. Svaki element iziskuje dodatni komentar.

Privatizacija. Pod privatizacijom se podrazumijeva pretvaranje javnog vlasništva u privatno. U širem smislu kao privatizacija se tretira i proces eksternalizacije nekih djelatnosti tj. mogućnost da se neke djelatnosti, koje je ranije isključivo obavljao javni sektor, povjere i privatnom sektoru. U prvu kategoriju može da se ubroji prodaja stambenog fonda, i cjelovita ili samo djelimična prodaja državne imovine. U drugu kategoriju spada eksternalizacija nekih usluga koje je nekad obavljao isključivo javni

sektor poput skupljanja smeća, gradskog prevoza i sl. Ključni argument u prilog privatizacije je povećanje efikasnosti.

Restruktuiranje javnih servisa. Jedno od najvećih novina u doktrini regulacije poslednjih dvadeset godina je bilo otkriće da javni servisi (public utilities), koji su tretirani kao prirodni monopolii, nijesu monolitni; oni se sastoje od više djelova od kojih mnogi mogu i treba da se izlože konkurenciji.

Javni servisi postoje na dva nivoa. Jedan je nacionalni / regionalni a drugi je lokalni. U servise prvog nivoa, između ostalih, spadaju: elektroprivrede, željeznice, avioprevoznici, telekomunikacije, naftna/gasna preduzeća. U javne monopole lokalnog nivoa spadaju: vodovodi, kanalizacije, daljinsko grijanje i dr. U ovom kontekstu se ne pravi suštinska razlika među njima, iz prostog razloga što je njihovo suštinko obilježje zajedničko. To je mreža – osnov prirodnog monopolija. Restruktuiranje prepostavlja poseban status samo za djelove koji predstavljaju prirodni monopol i istovremeno uvođenje konkurencije u preostale djelatnosti.

Zasnivanje tržišta roba / usluga i faktora proizvodnje. Svojevrsna tržišta roba i usluga su postojala i prije tranzicije ali cjenovni mehanizam nije imao ključnu ulogu u alokaciji resursa. Tranzacione promjene podrazumijevaju suštinsku liberalizaciju cijena uz uklanjanje prepreka ulaska i skidanje spoljnotrgovinskih barijera. Liberalizovana tržita, međutim, zahtijevaju prateći institucionalni okvir. Kao imperativ se nameće stabilan pravni sistem koji treba da obezbijedi zaštitu ugovora i svojine.

Zasnivanje tržišta faktora proizvodnje je delikatniji proces. Tu se misli na tržišta rada i kapitala. Tržište rada je najdelikatnije, jer se na njemu najprije manifestuju efekti reformi: u vidu plata i nezaposlenosti. Zasnivanje tržišta kapitala se samo djelimično oslanja na postojeće institucije. To je zapravo proces ponovnog ustrojstva banaka i konstituisanja sasvim novih finansijskih institucija. U novim okolnostima ulogu prikupljanja štednje i njenog usmjerenja preuzima vrlo razgranat skup institucija tržišta novca i kapitala. Ove institucije iziskuju kako regulaciju tako i permanentnu superviziju kao preduslov sigurnosti koja je ključna odrednica ovog sektora.

Reforma društvenih ustanova. Među društvenim ustanovama najpreča je reforma obrazovnog i zdravstvenog sistema. Cilj reformi nije samo njihova racionalizacija,

odnosno unapređenje njihove efikasnosti, nego i njihovo usmjerenje ka stvarnim obrazovnim i zdravstvenim potrebama stanovništva.

Reforma sistema socijalnog osiguranja. Posrijedi je sistem koji obezbjeduje socijalnu sigurnost stanovništva. On uključuje sisteme invalidsko penzionog, zdravstvenog i osiguranja od nezaposlenosti. Tranzicija nameće racionalnost i u ustrojstvu ovih sistema. Otud njihova organizacija na principu osiguranja.

Sekvencioniranje promjena. Proces tranzicije implicitira sveobuhvatnost tj. zahtijeva reformu skoro svih institucija. Pri tome, reforme ispoljavaju složenu medjuzavisnost. Tipična je ona koja se manifestuje na način da jedna predstavlja preduslov iniciranja druge ili ključnu odrednicu uspjeha druge. Iskustvo upućuje i na pravilo da proces tranzicije zahtijeva i vremenski sinhronizovane aktivnosti koje se mogu programirati uspješno samo ako se poznaju dobro sve njihove implikacije. Drugim riječima, riječ je o kompleksnom poduhvatu koji implicitira iniciranje, vođenje i kontrolu više procesa koji se moraju odvijati istovremeno ili u određenim međusobno uslovljenim sekvencama.

Sinhronizacija aktivnosti u vremenu međutim ne podrazumijeva postupnost koja se često identificira sa djelimičnim pokretanjem procesa. Već se zna da tako shvaćena postupnost rezultuje crnim tržištima, paralelnim valutama, hiperinflacijom, spontanom privatizacijom i sl. Ključnu ulogu u procesu tranzicije mora da ima privatizacija. Ona je, naime, i preduslov i ključna odrednica konstituisanja kompletног tržišta – roba, usluga i faktora proizvodnje. Dosadašnja rješenja propisana kao modeli svojinske transformacije ispoljila su ne samo manjkavosti koje su svojstvene tako složenom poduhvatu, nego i slabosti koncepcijske prirode. One se ogledaju kako u sporosti procesa privatizacije, tako i u disfunkcionalnosti svojinskih režima koji su nastali. Drugim riječima privatizacija je element koji određuje konzistenciju procesa tranzicije.

Proces tranzicije je započet rušenjem Berlinskog zida i raspadom višenacionalnih država kao što su Sovjetski savez, Čehoslovačka i SFRJ. Samim raspadom navedenih država na svjetsku scenu stupa više nezavisnih država koje napuštaju jednopartijski politički sistem i centralno – plansku i samoupravno vodjenu privredu.

Dakle, tranzicioni procesi su otvorili širok prostor za restrukturiranje, reorganizaciju i tehnološke promjene. Uslijedio je i eksanzivan rast novih privrednih subjekata. Novi privredni subjekti pripadaju grupi malih preduzeća sa dominantnom djelatnošću trgovine i usluga. Većina takvih preduzeća nijesu preduzetničkog karaktera i nijesu usmjerena ka rastu i razvoju.

Institucionalne praznine u početnoj fazi tranzicije, a i kasnije, su karakteristika većine zemanja u tranziciji. Čak i ako postoje institucije, one su više formalnog nego suštinskog karaktera.

U procesu tranzicije ključnu ulogu imaju:

- Privatno vlasništvo
- Otvoreno tržište
- Slobodno preuzetništvo i
- Višestranački parlamentarni demokratski politički sistem

Proces pretvaranja društvenog u privatno vlasništvo podrazumijevao je procjenu vrijednosti imovine i kapitala, kao i primjenu modela privatizacije. To je i, opredjeljivalo intenzitet tranzicije.

Procjena vrijednosti imovine i kapitala nije bio poseban problem u sprovodjenju procesa tranzicije. Obično, primjenjivan je metod supstance i prinosni metod, od kojih je metod supstance imao prevagu, bar u Crnoj Gori. Ovaj metod je proizveo nerealne vrijednosti u trenutku transformacije, odnosno primjene modela privatizacije, jer je vrijednost supstance drastično odstupala od prinosne vrijednosti. Ovo implicira da su nosioci ekonomске politike bili prvenstveno usmjereni na tzv "zaštitu" transformacije društvenog kapitala favorizujući visoke i nerealne vrijednosti u odnosu na tržišne vrijednosti kapitala. Možda se može prigovoriti da je i orijentacija ekonomске politike, kada je bila u pitanju privatizacija, da se nadomjesti državne razvojne intervencije, koje su vladale tokom devedesetih godina, preko potencijalnih prodaja netransformisanog kapitala, koji je bio predviđen da se prenese na fondove (Fond za razvoj, Fond PIO i Zavod za zapošljavalje – u Crnoj Gori).

Sveukupan proces transformacije, počev od procjene i prenosa dijela procijenjene vrijednosti imovine na tranzitorne vlasnike, do potpune privatizacije, dovodi se u

pitanje, posebno od strane pojedinih ekonomista. Naime, američki ekonomista i dobitnik Nobelove nagrade Džozef Štiglic privatizaciju u siromašnim i tranzicionim zemljama dovodi u vezu sa globalizacijom koja je zakazala politički i ekonomski i navodi da problem nije u globalizaciji nego u politici MMF i zapadnih banaka. „Perfidno smišljeni scenario je slijedeći: Prvo se snimi i detaljno analizira privredno i kadrovsko stanje svake države koja zatraži finansijsku pomoć za svoj razvoj i opstanak. Nakon toga, Svjetska banka za obnovu i razvoj vredi dotične zemlje uručuje tipizirani program koji sadrži četiri koraka: privatizacija, liberalizacija, tržišno određivanje cijena i MMF-ov protest“. U vezi privatizacije J. Štiglic navodi „Prvo što vlada zemlje – žrtve treba da sproveđe je privatizacija, a posebno velikih javnih i ključnih industrijskih preduzeća koja čine kičmu privrede jedne zemlje. Umjesto da se usprotive zahtjevu za hitnu prodaju javnih preduzeća mnogi su političari požurili da sprovedu radosnu (ras)prodaju elektroprivrede, naftne industrije i vodoprivrede kao svojevrsni imperativ. Da bi učutkali trezvene kritičare takvog nepromišljenog postupka koji ima teške i dalekosežne posljedice, oni se pozivaju na imperativne zahtjeve Svjetske banke za obnovu i razvoj. Možete vidjeti kako im se razogače oči na mogućnost dobijanja provizije ako se u procjeni vrijednosti imovine velikih javnih i industrijskih preduzeća skine koja milijarda ili bar nekoliko stotina miliona dolara“ ([\(Stiglic, 2001\)](#))

Otvoreno tržište i slobodno preduzetništvo, a s tim u vezi i privatizacija, odnosno preduzetništvo motivisano je krizama u razvoju koje su se pojavljivale. Razvoj ekonomске misli, kao odgovor na krizne periode mijenjao je ekonomsku i političku stvarnost, ne samo zemlje, već i regionala ili svijeta.

Ekomska kriza liberalnog kapitalizma (1929 godina) promijenjena je Keynsovom ekonomskom teorijom koji postavlja temelje intervencionizma. Ova ekomska teorija vrla sve do kraja 80-tih godina dvadesetog vijeka. Njegova teorija je da država treba da uzima kredite i zatim da iste troši, a preko potrošnje favorizuje tzv. "radničku" potrošnju. Naime, radi se o povećanju nacionalne kupovne moći inicirane državnim trošenjem koja je finansirana državnim kreditima.

Pojava visoke nazaposlenosti i enormni rast cijena, posebno u visokorazvijenim zemljama, s kraja šezdesetih godina, doveli su do preispitivanja Keynzove doktrine o državnom intervencionizmu koristeći monetarne mjere. Naime, došlo je do pojave

neoliberalizma i njen tvorac Milton Fridman se zalaže za radikalnu deregulaciju, privatizaciju i smanjenje poreza. Dakle, radi se o konceptu neoliberalizma jer se uvodi revizija državnog regulisanja tržišne privrede na način da država treba da se odrekne odredjivanja minimalnih zarada, regulisanja nivoa kamatnih stopa, uvoznih kvota. Jednostavnije rečeno, M. Fridman se zalaže za ograničenje državne aktivnosti i svodjenje na monetranu politiku, uz uvodenje stabilnog pravnog okvira. Sledbenici neoliberalizma, ili preciznije rečeno neoklasične ekonomije su i P. Samuenson, P. Druker i drugi.

Početkom 80-tih godina dvadesetog vijeka formulisane su glavne teze neoliberalizma i to:

- Uklanjanje državnog, odnosno javnog sektora u državnom vlasništvu u svim djelatnostima
- Reduciranje državnog intervencionizma na najmanju moguću mjeru
- Jednaki uslovi za domaće i strane investitore
- Smanjenje poreskih stopa

Na prethodnim tezama neoliberalizma sprovodi se privatizacija državnih preduzeća uz deregulaciju (tzv "tačerizam"). U knjizi "Doba diskontinuiteta" P. Druker upotrebljava pojam privatizacije u cilju odbacivanja vlasništva preduzeća i grana industrije od strane države ([Druker P, 1969](#)). Pored V Britanije i u SAD je sproveden širok program privatizacije državnih preduzeća uz jaku ekspanziju malih preduzeća preko smanjenja poreza na profit. Ujedno, došlo je do promjene sektorske zaposlenosti.

Iskustvo V Britanije je bilo inspirativno i za mnoge zemlje, a posebno socijalističke. Stimulacija malih preduzeća u pogledu povoljnosti poslovanja uticala je i na transformaciju privredne strukture na način što je došlo do razvoja onih djelatnosti koje su inače bile u zaostajanju u razvoju. Pored toga, došlo je i do oslobadjanja prevelike zaposlenosti u velikim preduzećima. U osnovi, došlo je i do tzv segmentacije velikih preduzeća na više malih ili srednjih.

Pojedini ekonomisti su u prethodno opisanom procesu uvidjeli da multinacionalne korporacije imaju dominaciju u korisnosti, odnosno povećanju profita i povećanju cijena akcija, a na indirekstan način i imaju snažan uticaj na privredni život pojedinih

zemalja. Izmedju njih izdvaja se Ira Jackson, koja vidi problem neoliberalnog kapitalizma u tome da je on "ideologija bez morala". Isto tako, Robert Monks zastupa tezu o potrebi jačanja društvene odgovornosti i moralne obnove korporacija. I G Soros upozorava da je nužna reaffirmacija moralnih i društvenih vrijednosti. Ova grupa ekonomista ne dovodi u pitanje izgradnju otvorenog tržišta ([Mesarić M, 2006](#)).

Džozef Stiglic, dobitnik nobelove nagrade, ima izraženiji kritički stav u pogledu funkcionisanja neoliberalnog koncepta i funkcionisanja slobodnog tržišta. Pored ostalog, navodi da slobodno tržište ne može potpuno uspješno obavljati svoju regulativnu i korektivnu funkciju ukoliko su relevantne informacije nedostupne svim akterima na tržištu. Time je uspostavio novu teoriju u ekonomiji a to je teorija asimetričnosti informacija ([Stiglitz J, 2001](#)).

Sadašnjom pojavom krize finansijskih tržišta i monetarnom intervencijom SAD, očigledno da je neoliberalna doktrina potrošena te da su nužni novi modeli privrednog i društvenog razvoja.

Dakle, na tezama, odnosno konceptu neoliberalizma sprovodila se tranzicija i privatizacija. Sprovodenje tranzicije, odnosno privatizacije podrazumijevalo je ili stagnaciju rasta ili pada bruto domaćeg proizvoda. Međutim, pitanje je bilo vremena u kojem će on dešavati. Da li je to godina ili više, odnosno koji je to vremenski period sprovodenja tranzicije i koje su posljedice.

Cjelovitiju analizu procesa tranzicije dao je vodeći makroekonomski teoretičar prof Kolodko G., koji tvrdi da je postojalo široko uvjerenje da će rast zemalja u tranziciji biti brži u odnosu na onaj koji se pojavio. Analizirajući poljsku privredu, na početku sprovodenja procesa tranzicije, vladala je prepostavka da će ekonomski pad trajati jednu godinu te da pad BDP neće preći 3,1%. Međutim, ispostavilo se drugočuje, jer je tranzicija trajala duže (3 godine), a pad BDP je ostvaren cca 12% za period 1991 – 1993 godine, umjesto projektovanog rasta 22%.

U prvoj polovini 90-tih zemlje Centralne i Istočne Evrope (Češka, Madjarska, Estonija, Litvanija, Letonija, Poljska, Slovačka i Slovenija, nazvane NMS-8) su prošle kroz dramatične faze tranzicione recesije. Tako su ove zemlje imale kumulativan pad realnog GDP-a za 4,7%. U periodu 1995-2003 godine prosječan godišnji rast GDP-a je iznosio 3,7%.

Tranzicija po svojoj prirodi je proces koji podrazumijeva recesiju, depresiju i oporavak. Prema istraživanju koje je sproveo Kolodko, u deset godina tranzicije, u 1999 godini, razlika izmedju ekonomskog pada i rasta je bila veća od 20% ([Kolodko G., 2000](#))

Tranziciona depresija, koja se izdešavala od 1990 do 1999 godine, ne objašnjava se samo naslijedjem iz prošlosti ili spoljnim šokovima. Primarnu ulogu u ovom procesu ima institucionalna infrastruktura, čak i više nego liberalizacija privrede. Iz tog stava, po mišljenju pojedinih ekonomskih teoretičara, diskusija na platformi "brza" protiv "spore" liberalizacije i privatizacije vodjena je krivim putem. Teorijska pitanja i pragmatični izazovi tranzicije nijesu bili u tempu privatizacije ili liberalizacije, već u načinu dizajniranja i koordiniranja ova dva procesa sa institucionalnom izgradnjom. Kako navodi Kolodko, kao rezultat, umjesto rasta, makroekonomski efikasnost je i dalje opadala, što je zauzvrat dovelo do dugog i teškog pada proizvodnje. Kolodko navodi i činjenicu da je u nekim zemljama recesija trajala duže, ali je bila blaža zbog manjeg pada proizvodnje. On navodi da tranzicioni proces prate poteškoće i kontraverze kao što su: pad proizvodnje je različit u pojedinim zemljama tranzicije, dubina recesije je u svakoj zemlji drugačija, što je centralno – planska ekonomija brže reformisana to je uvodenje tržišne privrede bilo kraće, i nakon ekonomskog oporavka ne znači da je završen tranzicioni proces i pad BDP se ne može nadomjestiti sadašnjim rastom.

Izalazak iz tranzacione recesije, vremenski, vezuje se za prelazak iz drugog u treći milenijum gdje su stanje privrede u evropskim zemljama tranzicije i izgledi za ekonomski rast bile bolje i veće nego u Evropskoj uniji. Naime, Madjarska, Slovačka i Slovenija pridružile su se Poljskoj koja je prva medju zemljama u tranziciji dostigla predtranzpcionu visinu BDP. Krupne inostrane investicije su posebno doprinijele tome, jer su multinacionalne kompanije koristile srednju Evropu kao područje jeftinog i sve produktivnijeg rada. U tom periodu, i nadalje, inflacija je u mnogim zemljama obuzdana a sedam najuspješnijih u okviru zemalja u tranziciji, je uspjelo i da poveća izvoz. Bez obzira na pozitivna makroekonomski kretanja, navodi se, da je još uvijek prisutno zaostajanje u razvoju zemalja u tranziciji u odnosu na visokorazvijene zemlje zapada.

Još 2001 godine, prof Kolodko G. je sugerisao vladama zemalja u tranziciji slijedeće:

- moraju stvoriti institucionalnu infrastrukturu za mala i srednja preduzeća
- moraju sveobuhvatno restrukturirati finansijski sektor
- ukoliko se ne uvedu institucionalne pomoći malom i srednjem biznisu javit će se neželjene pojave kao što su: korupcija, kriminal i siva ekonomija.
- za održivi rast, a samim tim i konačan uspjeh tranzicije, važni su politika dohotka i povećanje vrijednosti imovine privrednih subjekta preko investicija
- integracija sa svjetskom ekonomijom je nezaobilazni dio procesa tranzicije

U kontekstu transformacionih procesa, posebno faktora koji su doveli do ubrzavanja istih, interesantni su stavovi koje zastupa Janoš Kornai, sa Harvard Univerziteta ([Kornai, 2006](#)). Naime, autor je naveo šest najvažnijih karakteristika koje su pratile transformaciju koja se odigrala u regionu Centralne Istočne Evrope (osam zemalja i to: Češka, Estonija, Poljska, Litvanija, Madjarska, Slovačka i Slovenija), a to su:

- prva i druga: transformacione promjene prate glavne pravce razvoja Zapadne civilizacije (u ekonomskoj sferi u pravcu kapitalističkog ekonomskog sistema i na političkom polju u pravcu demokratije)
- treća: nastupila je jedna kompletna transformacija paralelno u svim sferama: u ekonomiji, u političkoj strukturi, u svjetlu političke ideologije, u legalnom sistemu i društvenim slojevima
- četvrta: transformacija je bila nenasilna
- peta: process transformacije se dogodio u mirnim okolnostima i nije prethodio ratu i
- šesta: **transformacija se odigrala nevjerojatnom brzinom, u rasponu od deset do petnaest godina**

U okviru faktora ubrzavanja u transformacionim procesima, autor teksta "Velika transformacija Centralno Istočne Evrope: Uspon i pad", navodi slijedeće.

- Jedan zanačajan dio pojedinaca teži da instiktivno vodi računa o svojim poslovima, i ima osjećaj preuzetništva
- Nije postojao otpor transformacijama. Većina članova predjašnje "stare" garde već se manulo iluzija svojih predjašnjih idea. Oni snalažljiviji su promijenili

stranu i pokušali da postanu biznismeni, neki mnogo uspješno, čak i aktivni igrači na demokratsko – političkoj arenici. Ostali su tromo odstupali

- Najznačajnije objašnjenje brzine transformacije može se naći u posljedicama spoljnog okruženja CIE zemalja. Jedna od posljedica je bila primjena stranih obrazaca. Od operativnih oblika korporativnog upravljanja i bankarskog sistema do političkih instituta, od medijskih programa do reklamiranja, od organizacije edukativnih aktivnosti do finansiranja umjetnosti i nauke, jedva da je bilo jedne oblasti društvene aktivnosti gdje se nije pratio inostrani obrazac i
- moderne tehnologije su bile značajan faktor ubrzavanja u ovom procesu.

Kritiku transformacionih procesa J. Kornai izvodi na bazi slijedećeg: dramatična restrukturizacija se dogodila u oblasti raspodjele i potrošnje; siromaštvo koje se ranije manje ispoljavalo, sada je postalo još vidljivije; stopa zaposlenosti se značajno snizila i pojavila se očigledna nezaposlenost; ranije je preduzeće postojalo za sva vremena (nemogućnost bankrota) a danas se ono formira i propada u roku od dva dana; prije su potrošačke cijene bile fiksirane na dugi rok, a sada su one u stalnom kretanju; danas je korupcija svuda prisutna u milijardama transakcija, u političkoj, ekonomskoj i kulturnoj oblasti, manje ili više i u privatnim transakcijama, kao i na najvišim i najnižim nivoima vladajuće i socijalne hijerarhije; dio nevolja je takođe zbog činjenice da smo u tranziciji jer proizvodne strukture moraju da se reorganizuju, pošto su stare proizvodne linije prestale da postoje, a nove ne mogu da preuzmu njihovo mjesto odmah i sl.

Kornai problem i teškoće koje trpe ljudi CIE vidi i u prirodi sistema. "Kao i svaki sistem, kapitalizam ima odredjene sistemu urodjene – specifične, negativne karakteristike. Odkad postoji kapitalizam, imanentni su mu nezaposlenost, nejednakost u prihodima, postoje ekonomski pobjednici i gubitnici... Ozbiljni podržavaoci kapitalizma prihvataju te probleme zato što, uprkos nedostacima, oni smatraju da je ukupan paket profitabilniji nego socijalistički sistem" ([Kornai, 2006](#)),

4.2. Promjena finansijske strukture - modeli transformacije i privatizacije

Finansijska struktura preduzeća nije trajna već promjenljiva kategorija na koju utiče mnoštvo faktora od kojih, u kontekstu transformacije i privatizacije svojine izdvajamo:

institucionalni okvir svojine, razvoj tržišta kapitala, fiskalnu politiku, obim i kvalitet poslovnih aktivnosti i normativno uređenje transformacije oblika svojine.

Uticaj pojedinih faktora je različit na promjene u finansijskoj strukturi i njihovo djelovanje je u međuzavisnosti. Iz naslova ove teme posebno se izdvaja uticaj procesa transformacije i privatizacije na promjene u finansijskoj strukturi tj. normativno uređenje transformacije svojine.

Promjena svojinske strukture ima za cilj da se u preduzećima poboljša efikasnost poslovanja, a efikasnost poslovanja preduzeća je u zavisnosti sa promjenama finansijske strukture. Na promjene finansijske strukture u postupku procesa transformacije posebno utiču: procjena vrijednosti poslovne imovine i društvenog kapitala (postupci i metode) kao i raspoloživi skup modela transformacije i privatizacije.

Zakonom o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji utvrđena je obaveza procjene vrijednosti društvenog kapitala preduzeća u postupku transformacije, dok je organima preduzeća ostavljeno da odlukom o transformaciji biraju modele iz skupa raspoloživih pomenutim zakonom³.

Zakon o privatizaciji privrede („Sl. list RCG“ br 23/96, 6/99, 59/00, 42/04) iz 1996 odnosno iz 2009 godine uredio je modele privatizacije⁴ koji su više bili usmjereni na privatizaciju kapitala koji je u portfelju tranzitornih vlasnika.

3

- a) Zakonom o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji RCG ("Sl. I. RCG" 2/92 i 27/94) predviđeni su slijedeći modeli transformacije: 1. izdavanje i prodaja dionica ili udijela pod povlašćenim uslovima radi prodaje društvenog kapitala, 2. izdavanje i prodaja dionica ili udijela pod povlašćenim uslovima radi povećanja kapitala, 3. besplatna podjela kapitala u vidu dionica, 4. prodaja preduzeća, 5. prodaja preduzeća ili dijela licima koja preuzimaju rukovodjenje preduzećem, 6. ulaganje kapitala domaćih i stranih fizičkih lica u preduzeće, 7. pretvaranje potraživanja prema preduzeću u trajni ulog, 8. prenos dionica ili udijela fondovima ili holdingu bez naknade, 9. identifikacija državnog kapitala, lizing, ugovor o vodjenju poslova, franšizing i vremensko korišćenje turističkih objekata.
- b) Shodno odredbama Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine ("Sl. glasnik RS" 48/91 i 75/91) predviđeni su slijedeći osnovni modeli svojinske transformacije: transformacija: dodatnim ulaganjem, konverzijom duga u ulog, konverzijom zajedničkog ulaganja u trajni vlasnički ulog, firme složenog oblika organizaovanja, osnivanjem novih društava, prodajom sredstava firme i korišćenjem franšizinga, prodajom firme u stečaju, putem internog deoničarstva ili internih uloga, izdavanjem deonica, prenosom društvenog kapitala firme na Razvojni fond republike i mješoviti model transformacije

⁴Član 7.a Zakona o privatizaciji iz 1999 godine predvidio je slijedeće modele privatizacije: 1. Prodaja akcija, 2. Prodaja poslovne aktive preduzeća, 3. Izdavanje akcija zaposlenima u preduzeću (za netransformisana preduzeća, shodno Zakonu o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji), 4. Zamjena akcija za privatizacione vaučere, 5. Upis novih akcija putem dokapitalizacije, 6. Zamjena duga za akcije, 7. Zajedničko ulaganje (Joint venture) u kojem preduzeće koje se privatizuje uključuje poslovnu aktivu, 8. Kombinacija metoda od 1 do 7, 9. Drugi načini utvrđeni ovim zakonom i planom privatizacije.

Promjene izazvane transformacijom i privatizacijom svojine koje imaju uticaja na veličinu raspoloživih sredstava i tekuće poslovanje, kao i na strukturu izvora sredstava, moguće je grupisati na:

- a. Promjene koje uzrokuju povećanje ili smanjenje kapitala zbog procjene društvenog kapitala, odnosno sredstava,
- b. Promjene koje uzrokuju transformaciju jednog oblika kapitala u drugi oblik, a da se njegova veličina ne mijenja,
- c. Promjene koje uzrokuju povećanje raspoloživog kapitala, odnosno sredstava, a samim tim i promjenu strukture izvora finansiranja.

4.2.1. Promjene finansijske strukture usled procjene preduzeća

Raspoloživi kapital se može povećati ili smanjiti iz više razloga, a jedan od njih je procjena vrijednosti društvenog kapitala radi transformacije. Procjenom se obuhvataju poslovna sredstva preduzeća. Ukoliko se ustanovi da su poslovna sredstva, knigovodstveno, podcijenjena usled prošlih revalorizacija, razlika do procijenjene vrijednosti konkretnog oblika imovine pripisuje se društvenom kapitalu. Pri pretpostavci da nivo dugovnih izvora odgovara knjigovodstvenom stanju, a imajući u vidu da povećanje procijenjene vrijednosti sredstava iziskuje povećanje društvenog kapitala, proizilazi da nastaje promjena finansijske strukture u korist sopstvenih izvora. U slučaju smanjenja raspoloživog kapitala zbog procijene, važi obrnuto.

Međutim, bitno je napomenuti da se kod ovih transakcija ništa ne dešava što se tiče priliva ili odliva sredstava, pa je riječ o promjeni finansijske strukture u evidencionom smislu. Razvijajući tezu dalje, možemo pretpostaviti da se u daljem postupku transformacije primijene modeli koji uzrokuju transformaciju jednog oblika kapitala u drugi, a da se njegova veličina, takodje, ne mijenja. Pri tom proizilazi da je većom procjenom vrijednosti od knjigovodstvene, buduće poslovanje opterećeno većim troškovima kao što je npr. amortizacija, što u konačnom dovodi do manjeg rezultata poslovanja od mogućeg, pri postojećim prodajnim cijenama, i obrnuto. No, sa promjenom svojinske strukture, prethodno opisane promjene (povećanje kapitala uslijed procijene) i sledstveno tome povećanje troškova amortizacije, uzrokuju i manji odliv sredstava za dividendu novim suvlasnicima.

Pitanje procijene i promjene u finansijskoj strukturi, zaslužuje posebnu pažnju. Procjenjivači praktikuju tri pristupa u vrednovanju imovine preduzeća i to: tržišni, prihodni i troškovni pristup.

Ova tri pristupa odražavaju pojedine, komparativne (tržišni), ekonomске (prihodni) i fizičke (troškovni) karakteristike imovine. Nivo povjerenja u zaključke o vrijednosti je povećan ravnopravnom upotrebom sva tri pristupa. S tim u vezi postavlja se pitanje: u kojoj mjeri procijenjene vrijednosti odgovaraju stvarnim cijenama po kojima se vrši prodaja? Jasno je da se cijene formiraju sučeljavanjem ponude i tražnje. Međutim, dosadašnja iskustva u transformaciji svojine, kako u RS, tako i u RCG ukazuju da se dominantno primjenjuje model izdavanja i prodaje dionica pod povlašćenim uslovima, za čiju je primjenu dovoljna saglasnost republičkih agencija za procijenu - prestrukturiranje na vrijednost imovine i kapitala preduzeća. Modeli transformacije, za čiju je primjenu neophodno formiranje tržišne vrijednosti imovine i kapitala na bazi odnosa ponude i tražnje te ujedno i preispitivanje procijenjene vrijednosti, praktično se i ne primjenjuju. Razlozi za ovakav stav leže u činjenici da je za formiranje tržišne vrijednosti firme odnosno tržišne vrijednosti akcija potrebno razvijeno tržište u kojem su kupac i prodavac privatni subjekti. S obzirom da država odnosno fondovi nemaju interes u profitu isti se oslobadaju portfelja po nižim cijenama čak i od moguće postignutih u datom trenutku. Za razvijeno tržište kapitala pretpostavka je da postoji mnoštvo kupaca i prodavaca što generira konkurenčki odnos u formiranju cijene, a to nije bio slučaj, skoro ni danas.

Iz dosadašnjeg iskustva u procjeni koja se sprovodi radi transformacije da se zaključiti da se, dominantno, primjenjuje troškovni pristup (bar u Crnoj Gori) - figurativno nazvan "cigla sistem", odnosno da se njegovi rezultati uzimaju kao realno određenje vrijednosti date imovine i služi za primjenu Zakonom predviđenih modela transformacije. Prinosni pristup, koji simulira ekonomiju određene imovine preko kapitalizovane vrijednosti budućih prinosa, daje rezultate procijene koji su, po pravilu, približni tržišnim vrijednostima koje bi se formirale na bazi odnosa ponude i tražnje. Vrijednosti procjene prinosnom metodom, na bazi dosadašnjih procjena, daju duplo manje vrijednosti imovine i kapitala od procijenjene vrijednosti troškovnom metodom. Može se zaključiti da troškovni metod procjene, čija se vrijednost uzima kao osnov za svojinsku transformaciju, ne odgovara u potpunosti tržišnim vrijednostima što ima za posledicu i nerealan iskaz finansijske strukture.

Sa više obazrivosti i približavanju tržišnim vrijednostima se pristupalo procjeni i promjeni finansijske strukture kod onih preduzeća koja su se nalazila u stečaju (V. Jakić – Pljevlja, V. Kruščić – Mojkovac, Sloga – Pljevlja, Sinjavina – Kolašin i dr.) jer je vrednovanje imovine i kapitala podlijegalo meritornoj ocjeni ne samo Agencije za svojinsko prestrukturiranje i strana ulaganja već i zainteresovanih subjekata, posebno banaka koje su imale ulogu povjerilaca i koje su, više pod političkim pritiskom, bile orijentisane na konverziju svojih potraživanja u ulog (posebno bivša "Montenegrobanka")

Pored toga što procjena imovine i kapitala utiče na izmjene finansijske strukture, može se, isto tako, konstatovati da i izmjena finansijske strukture utiče na povećanje vrijednosti ukupne imovine. Naime, sa izmjenom finansijske strukture u svojinskom smislu, mijenja se upravljačka i organizaciona struktura, dolazi do izmjene i uvođenja novog proizvodnog programa, uvodi se novi menadžment, redukuje administrativni sistem, a sve to skupa povećava tok prinosa. Povećanjem toka prinosa povećava se ekuity-i pa time i vrijednost imovine, mjerena prinosnom metodom.

Nije rijedak slučaj u Crnoj Gori da i transformisana preduzeća, odnosno akcionarska društva ponovno pribegnu procjeni imovine, a slijedstveno tome i kapitala. Naime, nakon perioda sprovodjenja prve faze tranzicije i porasta cijena, posebno nekretnina na tržištu, uvidjelo se da tada procijenjene vrijednosti imovine "bitnije" odstupaju od tržišnih vrijednosti. Pored toga, tadašnje procijenjene tržišne vrijednosti su knjigovodstveno korigovane primjenom visokih amortizacionih stopa. Takva odstupanja "bilježili" su revizori akcionarskih društava i sugerirali rukovodstvu da uskladi knjigovodstvene vrijednosti imovine sa tržišnim vrijednostima. Opet na scenu su stupili procjenjivači, posebno gradjevinske i mašinske struke (procjena zemljišta, objekata i opreme), dok je računovodstvena politika nalagala da se razlike u knjigovodstvenim i procijenjenim vrijednostima pripišu revalorizacionim rezervama. Revalorizacione rezerve su bilansno pozicionirane u grupaciji "kapital", tako da se i po osnovu (re)procjene pomjerao odnos izmedju sopstvenog i tudjeg kapitala. Formiranje ovako visokih rezervi otvorilo je pitanje da li se sa rezervama mogu pokrивati gubici. Dugo vremena vladalo je mišljenje da je ta iteracija neregularna te da se rezervama mogu pokrivati gubici jedino ako se oprihoduju. Samo prihodovanje rezervi stvaralo je veće ili "kvazi" prihode i to je činjeno sve do nivoa izjednačenja

prihoda i rashoda, kako bi se izbjegla obaveza plaćanja poreza na dobitak. U sveukupnom smislu, može se reći da navedene iteracije su imale za cilj

- povećanje sopstvenog kapitala u odnosu na "tudji" kapital
- eliminaciju gubitaka i sveukupne pozicije kapitala
- povećanje troškova amortizacije i smanjenje poreza na dobitak

što je mijenjalo odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Na navedenu praksu ponašanja privrednih subjekata reagovala je Poreska uprava na način što je utvrdila obračun amortizacije u poreske svrhe i propisala poreske stope razvrstavajući imovinu koja podliježe amortizaciji u pet grupa. Bez zalaženja u problematiku obračuna amortizacije u poreske svrhe, napominjemo da manji obračun amortizacije u poreske svrhe u odnosu na knjigovodstveni obračun amortizacije ima za posledicu veći obim oporezivog dobitka i obrnuto. Dakle, kada je u pitanju leveridž efekat, on se samjeravao preko obračunate poreske amortizacije.

Nakon uvodjenja poreske amortizacije splasnula je potreba za reprocjenom imovine i kapitala, osim u slučaju da je to zahtjev revizora koji, prilikom sprovodjenja revizije, uoči da tržišne vrijednosti imovine i kapitala "bitnije" odstupaju od tržišnih vrijednosti.

Još jedan fenomen promjene kapitala a da se, suštinski, ništa ne mijenja je usklajivanje istog uslijed prevodjenja vrijednosti dinara u njemačku marku. Naime, u vremenu sprovodjenja prve faze privatizacije važio je dinar i inflatorni efekti na bilansne pozicije, kako imovine tako i kapitala, su korigovani revalorizacijom preko rasta cijena na malo. Kako je rast cijena na malo bio u disproporciji sa tržišnim kursom njemačke marke, došlo je do promjene odnosno pada vrijednosti kapitala u konjigovodstvenoj evidenciji u odnosu na utvrđenu vrijednost prilikom procjene. Posebno je oborenja vrijednost kapitala pojedinih privrednih subjekata prilikom prevodjenja dinarskih vrijednosti u njemačku marku. Tada (početak 2000 godine) dinarske vrijednosti su prevedene u njemačku marku preko pariteta 1 dem = 20 dinara. Međutim, empirijskim istraživanjem na konkretnim privrednim subjektima (HTP "Boka" idr) utvrdili smo da je vrijednost kapitala devalvirana za skoro $\frac{1}{2}$ njegove vrijednosti, odnosno da je paritet din/dem trebao biti 12,39 din za 1 dem. Dakle, prethodno opisana iteracija, koja je više tehničke prirode, uticala je da vrijednost kapitala u bilansima bukvalno opane u odnosu na prethodno utvrđen procjenom i

nominovan kod Centralne depozitarne agencije Crne Gore. Kako je stav CDA i Komisije za hartije vrijednosti bio da nominalni (osnovni) kapital može biti korigovan – povećan po osnovu sredstava rezervi i nerasporedjene dobiti ili emisijom akcija, a smanjiti po osnovu pokrića gubitka ili po osnovu povlačenja kapitala, ispostavila se imperativna obaveza usklajivanja knjigovodstveno iskazanog sa već registrovanim kapitalom. Opet, ovo usklajivanje nije moglo biti izvršeno bez reprocjene, formiranja rezervi i njihove upotrebe za povećanje kapitala.

Postavlja se i pitanje koliko je utvrđena vrijednost kapitala pojedinih privrednih subjekata realna odnosno da li ta vrijednost, kao i knjigovodstvena (prepostavimo da je uskladjena) odgovara tržišnim vrijednostima. Svakako da ne ako se ima u vidu da su ponudjene kupoprodajne vrijednosti kapitala preko tenderske dokumentacije išle čak i do 1 €, uz obavezu pokrića odnosno preuzimanja dugova kao i obavezu investiranja. Sve to je značilo da su u medjuvremenu, nakon sprovodjenja prve faze privatizacije, problemi u poslovanju preduzeća bili jako izraženi što se očitovalo u enormnim gubicima, zastojima u radu i štrajkovima. Vrijednost kapitala i obaveza preduzeća koja su bila na tenderskoj prodaji (srednjih i velikih) je provjeravana od potencijalnih kupaca što je produkovalo veoma nisku cijenu za kupovinu ponudjenog kapitala. Pored toga, a vezano za promjenu nivoa i strukture kapitala pojavio se problem u vezi preuzimanja obaveza. Naime, praksa je pokazala da za preuzete obaveze kupac je trebao unijeti novčana sredstva u odnosni privredni subjekt a da to nema karakter dokapitalizacije. Posljedica toga je da je priliv novčanih sredstava imao tretman vanrednog prihoda (za preduzeće u kojem se sprovodi privatizacija) a vanrednog rashoda za preduzeće koje se pojavljuje u ulozi kupca. Tako generisani prihod je podlijegao oporezivanju, preko nivoa dobitka što je za posljedicu imalo odliv novčanih sredstava i narušavanje likvidnosti.

Sumarno posmatrano, može se reći da je i u prvoj i u drugoj fazi privatizacije važilo pravilo da jednom utvrđena vrijednost kapitala (prilikom transformacije društvenog u kapital tranzitornih vlasnika i radnika) ostaje nepromijenjena osim u slučaju njegove korekcije po osnovu dobitka ili gubitka. Čak i nakon privatizacije po znatno nižim cijenama od nominalne vrijednosti, kapital nije mijenjan, a ako je odstupao u knjigovodstvenim iskazima, on se morao "uskladjivati". Koliko je bila utvrđena njegova realna vrijednost prilikom sprovodjenja transformacije, to je praksa pokazala. Odstupanja su bila prisutna, prema naniže, očigledno zbog loše vodjene

poslovne politike preduzeća od strane menadžmenta u fazi tranzitornog vlasništva, zatim od tržišnih prilika izazvane sistemskim promjenama i makroekonomskom politikom.

4.2.2. Promjene u finansijskoj strukturi transformacijom društvenog kapitala i privatizacijom

U drugu grupu promjena spadaju one promjene koje uzrokuju transformaciju jednog oblika kapitala u drugi, a da se njegova veličina ne mijenja. U opštem slučaju, mijenjaju se samo vlasnici i sledstveno tome struktura ukupnog kapitala preduzeća. Praktično, nastaju promjene u transformaciji vlasništva i strukture kapitala u pasivi. Supstanca u preduzeću ostaje nepromijenjena. Svakako da su bitne i promjene u pravu upravljanja po osnovu vlasništva nad kapitalom, što sa aspekta budućnosti, mijenja odnosno poboljšava finansijsku strukturu. No, i na strani odliva sredstava pojavljuje se isplata dividendi ulagačima ili akcionarima čega nije bilo u društvenom preduzeću jer se prirast poslovnog fonda vezivao za preduzeće.

Skup modela transformacije po kojima se vršila svojinska transformacija društvenih preduzeća u dioničko društvo ili društvo sa ograničenom odgovornošću a da se veličina kapitala ne mijenja čine modeli pod rednim brojem: 1, 3, 4, 5, 8 i 9 (modeli iz Zakona RCG navedeni u poglavljiju 4.2.). Transformacijom kapitala po modelima 1, 4 i 5, a na osnovu Zakona o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji, predviđeno je da se sredstva ostvarena po tom osnovu uplaćuju Fondu za razvoj, Fondu PIO i Zavodu za zapošljavanje, ukoliko se preduzeće organizuje kao dioničko društvo ili društvo ograničene odgovornosti. Međutim, ukoliko se preduzeće transformiše u formi holdinga (dioničko društvo sa više zavisnih preduzeća) onda se sredstva primjenom ovih modela, od strane zavisnih preduzeća, uplaćuju holdingu.

Interesantno je da je Crnoj Gori proces transformacije većih preduzeća (npr "Radoje Dakić") praćen uspostavljanjem nove pravne forme kao što je holding. Jedan od glavnih motiva za ovaj oblik pravne forme više je bio sadržan u "čuvanju" vlasništva od strane radnika i postojeće menadžerske strukture. Naime, formiranje holdinga podrazumijevalo je osnivanje više zavisnih društava koja, prilikom transformacije, prenose netransformisani kapital na holding. Pri tom, holding ima plasmane u zavisna društva i po osnovu njih ostvaruje pravo "indirektnog" vlasništva i upravljanja, a svoj netransformisani kapital mjeran kumulativnim primicima kapitala

od zavisnih društava prenosi na fondove. Tako fondovi postaju samo vlasnici holdinga, a ne i zavisnih društava gdje se stvarni proces rada i poslovanja odvija. Ovom iteracijom, dolazi do povećanja vrijednosti kapitala u odnosu na procijenjenu vrijednost istog kada je funkcionalo jedinstveno preduzeće i to za iznos dugoročnih plasmana holdinga u zavisna preduzeća. Nakon dužeg perioda (prve faze privatizacije) uvidjelo se da ovaj oblik privrednog subjekta nije bio podoban, tako da dolazi do „raspakivanja“ holdinga i ponovnog vraćanja na prvo bitni – jedinstveno preduzeće u formi akcionarskog društva. Dakle, sa finansijskog aspekta, sva sredstva od dokapitalizacije zavisnih društava po bilo kom osnovu, išla su na holding da bi isti imao pokriće u dugoročnim finansijskim plasmanima. Iz prethodno navedenih razloga, formiranje holdinga je shvaćeno kao trik, u vlasničkom, upravljačkom i finansijskom smislu, tako da je promjena finansijske strukture kod ovog oblika bila “unutar” sistema. Privatizacija zavisnih društava od strane fondova je praktički bila nemoguća osim kroz prodaju plasmana koje je posjedovao holding, ali ne i stvarne materijalne imovine i kapitala koji je za sobom imao pokriće u imovinskom smislu. Medjutim, prethodno navedeno ne znači da pravna forma holdinga nema dobrih strana, posebno kada su u pitanju veliki sistemi, a koje se odnose na dugoročan stabilan rast članica, vodenje i realizaciju razvojnih projekata članica, strateško rukovodjenje, zajednički nastup i dr.

Pretvaranje potraživanja povjerilaca u trajni ulog (7) kao model, odnosno oblik sveukupne transformacije vlasništva bitno mijenja finansijsku strukturu preduzeća. Naime, eksterni pozajmljeni kapital se konvertuje u akcijski kapital, koji ima tretman sopstvenog kapitala, osim u slučaju likvidacije preduzeća. U postupku operacionalizacije ovog modela zaključuje se ugovor i preduzeće emituje toliko dionica - akcija koliko iznosi neotplaćeni kredit. Kreditor time postaje suvlasnik preduzeća, a preduzeće se rasterećuje odliva sredstava za otplate i kamatu na kredit, postiže bolju likvidnost i rentabilnost poslovanja. Ono što je posebno bitno kod primjene ovog modela jeste to da su i dužnik i povjerilac zainteresovani za procjenu koja odgovara tržišnoj vrijednosti. Ponašanje dužnika je usmjereni ka konverziji duga u ulog po nominalnoj vrijednosti kako bi obezbijedio što manju participaciju povjerioca u vlasništvu i zahvatanju dijela dobiti. Interes kreditora se razlikuje od težnje dužnika jer on ima motiva da konvertuje dato potraživanje ako mu obezbjedjuje minimum prinosa koji bi mogao da ostvari sa alternativnom upotrebotom

tih sredstava. Ove informacije obezbjedjuje tzv. cash flow analiza kao baza prinosne vrijednosti koja se oslanja na projekciju fizičkih i finansijskih učinaka.

Zakon o privatizaciji preko definisanih modela privatizacije, prvenstveno favorizuje promjenu unutrašnje finansijske odnosno vlasničke strukture, ali ne i promjene u smislu povećanja kapitala. Dakle, radi se o prodaji akcija od strane tranzitornih vlasnika gdje novac od prodaje pripada prodavcu (model pod br 1). Tu, neizostavno i prioritetno spada i model privatizacije "zamjena akcija za privatizacione vaučere" (model br 4). Model privatizacije, prethodno ozančen pod 3 (izdavanje akcija zaposlenim u preduzeću) je model koji je obezbjedjivao sprovodenje procesa transformacije društvenog kapitala za ona preduzeća koja to do tada nijesu učinila.

4.2.3. Promjene finansijske strukture - povećanje kapitala

Cilj svakog ulaganja, ili transformacije jednog oblika kapitala u drugi, jeste povećanje izvora sredstava za proširenje poslovnih aktivnosti. Prema propisima RCG koji su regulisali oblast transformacije vlasništva (Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji), do povećanja kapitala moglo se doći uglavnom na slijedeće načine:

1. Izdavanjem i prodajom dionica ili udjela pod povlašćenim uslovima radi povećanja kapitala,
2. Prodajom preduzeća od strane holdinga,
3. Prodajom preduzeća ili dijela licima koja preuzimaju rukovođenje preduzećem, uz uslov da je preduzeće organizovano u sastavu holdinga,
4. Prodajom, davanjem u zakup ili lizing sredstava preduzeća,
5. Ulaganjem kapitala domaćih ili stranih, fizičkih ili pravnih lica u preduzeće u vidu dionica ili uloga.

Izdavanje i prodaja dionica pod povlašćenim uslovima radi povećanja kapitala (1), u obje federalne jedinice SRJ, je najčešće primjenjivan model za transformaciju društvenog kapitala. U praktičnom smislu ne može se reći da je ovaj model generirao dodatni kapital kada se ima u vidu uticaj inflacije, period otplate i godišnje revalorizacije (Republika Srbija), te konfliktni interes rukovodstva preduzeća i zaposlenih radnika - dioničara. Naime, preduzeće teži ka što većem prikupljanju sredstava od zaposlenih - dioničara, a to podrazumijeva i dodatno opterećenje na i

onako niski nivo primanja radnika. U tom slučaju preduzeće bi moralo pribjeći povećanju nivoa zarada, što zahtijeva veći odliv sredstava od priliva za nivo poreza i doprinosa na zarade. Sledstveno tome, proizilazi težnja preduzeća da se odloži otpłata ili sprovede na način koji i ne mora da znači realni priliv sredstava, što ne generira stvarne promjene u finansijskoj strukturi po osnovi transformacije društvenog kapitala primjenom ovog modela.

U vrijeme sprovodjenja procesa transformacije društvene svojine u svojinu poznatih vlasnika (radnika) i tranzitornih vlasnika (fondova i države) postojala je dilema da li primijeniti model izadavanja i prodaje akcija pod povlašćenim uslovima u svrhu prodaje kapitala ili dokapitalizacije. Pored prethodno navedenog razloga, uočilo se od strane donosioca odluke o transformaciji (radnički savjeti) da prodaja akcija pod povlašćenim uslovima radi prodaje društvenog kapitala omogućuje veću participaciju u vlasništvu od one koja obezbjedjuje pradaja akcija radi dokapitalizacije. Naime, dokapitalizacija povećava vlasničku glavnici za iznos priliva gotovine od prodaje akcija čime se dozvoljeni upis i vlasništvo od 30% pod povlašćenim uslovima, pri prosječnom popustu od 40% (30% startni popust i po 1% za svaku godinu provedenog staža u preduzeću), svodi na 25%.

Drugi i treći model (2 i 3) omogućava povećanje izvora sredstava za proširenje poslovnih aktivnosti i, kao što je evidentno, njihova primjena zavisi od izabranog organizacionog oblika u postupku transformacije. Imajući u vidu ovu zakonsku odredbu (RCG) mnoga preduzeća su se opredjeljivala na organizacionu formu holdinga i ako za to nije postojao realni osnov sa tehnokonomskog stanovišta.

Model prodaje, davanja u zakup ili lizing sredstava preduzeća (4) dobija na značaju i često je u primjeni (posebno davanje u zakup) imajući u vidu da sredstva ostaju preduzeću. Zakup je naročito dobio na značaju u ovo vrijeme, kad je za privrednike mnogo važnija mogućnost ekonomskog iskorišćavanja, nego samo vlasništvo na stvarima.

Emitovanje i prodaja akcija - bez popusta (5) je najčešći način pribavljanja dodatnog kapitala u razvijenom svijetu. U SRJ se tek počinje sa ovom aktivnošću bilo kao model transformacije ili kao emisija shodno [Zakonu o hartijama od vrijednosti](#) („Sl. list RCG“ br. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06). Na strani priliva se javljaju novčana sredstva, hartije od vrijednosti ili stvari i za visinu vrijednosti emitovanih i prodatih

dionica dolazi do povećanja ukupnih izvora sredstava te do izmjene finansijske strukture. Naravno, izdavanjem novih dionica preduzeće dolazi u poziciju da poveća i sopstvene obaveze prema akcionarskom kapitalu jer se radi o dopunskom angažovanju tuđeg kapitala.

Povećanje akcijskog kapitala podrazumijeva promjenu obima očekivanog dobitka kako bi se postigla veća stopa dividende ili bar očuvala na nivou koja je ranije bila. Imajući u vidu da je interes akcionara što veća oplodnja uloženog kapitala, njihov pristanak na pribavljanje dodatnog kapitala putem emisije akcija, koji ima za posledicu smanjenje relativnog učešća u vlasništvu i profitu, uslovljen je povećanjem obima i stope profita.

Pribavljanje dodatnog kapitala je usko vezano i sa uspostavljenom svojinskom strukturom u preduzeću. Ako je, primjera radi, emitent dionica dioničko društvo u mješovitoj svojini gdje pretežni dio u svojinskoj strukturi "čini" društveni kapital, eksterni kupac - privatna firma nema motiva za kupovinu dionica ako zna da činom kupovine nema dominantna vlasnička prava preko kojih bi eliminisala nedostatke, za koje cijeni da egzistiraju u preduzeću, kako bi povećala sveukupnu efikasnost poslovnog sistema. Konflikt interesa potiče i sa druge strane, jer, ako je kupac privatna firma, radnici - predstavnici društvenog kapitala se, u tom slučaju, odriču toka prinosa kojim raspolažu, a ujedno su izloženi riziku da budu otpušteni kao tehnološki višak.

Interes zaposlenih za dodatnim kapitalom kroz emisiju akcija uslovljen je nivoom vlasničkih prava. U slučaju da su oni vlasnici kontrolnog paketa akcija i da im dodatna emisija neće ugroziti to pravo, dokapitalizacija i promjena finansijske strukture po tom osnovu je prihvatljiva. No ta varijanta ima šansu na uspjeh, odnosno odziv eksternog ulagača samo ako je u pitanju posebno profitabilno preduzeće.

Emisija hartija od vrijednosti - akcija do sada (i u prvoj i u drugoj fazi privatizacije) nije dala posebne rezultate ne samo zbog prethodno navedenih faktora već i zbog nerazvijenosti sekundarnog tržišta kapitala, problematične sposobnosti akcija, visokih rizika kao i problema provjere boniteta preduzeća.

Ponudjena rješenja odnosno metodi privatizacije shodno Zakonu o privatizaciji iz 1999. godine nijesu bitnije mijenjala finansijsku strukturu preduzeća u smjeru povećanja kapitala. Od 7 odnosno 9 mogućih modela, to su obezbjedjivala dva modela i to: upis novih akcija putem dokapitalizacije (model br 5) i zamjena duga za akcije (model br 6). Model upisa novih akcija putem dokapitalizacije je usko vezan za investiciona sredstva koja je kupac akcija planirao da uloži u preduzeće shodno učešću na javnom tenderu i jednom od kriterijuma za prihvatljivost ponude (investicioni program).

4.3. Tranzicija i transformacija svojine u Crnoj Gori - rezultati

Crna Gora je, krajem osamdesetih i u prvim godinama devedesetih, zajedno sa ostalim članicama tadašnje SFRJ krenula u proces tranzicije koji je podrazumijevao transformaciju društveno – ekonomskog sistema i izgradnju tržišnog sistema privredjivanja. Prvi praktični korak na koncipiranju novog tržišnog sistema privredjivanja u Jugoslaviji učinjen je donošenjem [Zakona o društvenom kapitalu](#) ("Službeni list SFRJ", br. 84/89 i 46/90). Ovim zakonom je započet proces prelaska preduzeća iz jednog svojinskog oblika u drugi, tj. proces transformacije društvene svojine. Osnovna karakteristika Zakona, čije je važenje prestalo (u Crnoj Gori 1992. godine), odnosila se na to da nije obavezivao na sveukupnu transformaciju društvenog kapitala, što je svakako manje uticalo na pozitivne promjene u finansijskoj strukturi preduzeća. Lj. Madžar je već 1991. godine tvrdio da je istovremeni opstanak ova dva oblika svojine u privredi protivrečan, opasan i u krajnjoj liniji nemoguć i navodi četiri razloga za to:

- nigdje u svijetu ne postoji kombinacija društvene i privatne svojine i njihova koegzistencija protivrječi principu univerzalnosti tržišne privrede
- postoji opasnost da država pokaže veću naklonost prema preduzećima sa društvenom svojinom
- postoji opasnost da dodje do značajnog prelivanja društvene u privatnu (potkradanje i prelivanje akumulacije u ličnu potrošnju)
- privatni sektor je efikasniji u vrednovanju resursa

Prethodno rješenje bi se moglo nazvati "kvaziprivatizacija" a to je zahtjev za promenom svojinske strukture stim da privatni sektor ne stekne kontrolu nad

preduzećima. Dakle, kvaziprivatizacija se sprovodila bez dodatnih novčanih sredstava i bez potrebe utvrđivanja stvarne vrijednosti kapitala. Kroz sprovodjenje kvazi privatizacije ekonombska uloga države je jačala a time je privreda bila dalja od tržišnog modela.

Secesija bivših jugoslovenskih republika i ratni sukobi učinili su da Crna Gora, zajedno sa Srbijom, formira SRJ. Konstituisanjem SRJ, federalne jedinice - Republika Srbija i Republika Crna Gora potpuno autonomno donijele su zakone o transformaciji, odnosno o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine. Dakle, u jednoj saveznoj državi, dvije njene članice imaju bitno različite polazne koncepte, a samim tim i praksi i rezultate transformacije. Crna Gora, početkom 1992 godine donosi Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji kojim se obezbjedjuje pretvaranje društvenih, javnih preduzeća sa društvenim kapitalom, preduzeća u mješovitoj svojini sa društvenim kapitalom i drugih privrednih subjekata koji posluju sredstvima u društvenoj svojini, u preduzeća sa poznatim vlasnicima ukupnog kapitala u privatnoj, mješovitoj, državnoj i zadružnoj svojini.

Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji je definisao postupke i metode transformacije u smislu da prestrukturiranju društvenog kapitala mora prethoditi procjena vrijednosti istog (ukupna imovina umanjena za vrijednost sredstava preduzeća koja odgovara kreditnim i drugim obavezama datog preduzeća), tako da neto društveni kapital predstavlja osnov za transformaciju svojine. Pomenutim zakonom su definisani modeli transformacije koje smo u prethodnim redovima naveli a koji su prvenstveno uticali na promjenu unutrašnje finansijske strukture odnosno promjenu u vlasničkoj strukturi uspostavljenog nivoa kapitala putem procjene.

Pravno uredjenje, kako osnivanja preduzeća, vlasničkih tipova, tako i funkcionisanja preduzeća u SFRJ bilo je uredjeno sa cca 30 članova Zakona o preduzećima. Interesantno je da je ovaj zakon bio na snazi sve do 1996 godine, dakle i poslije secesije bivših socijalističkih republika odnosno i poslije formiranja SRJ.

Ustav novoformirane SRJ (1992) i republički ustavi članica, Srbije i Crne Gore, daju elemente za brži razvoj tržišne privrede. Takav razvoj se očekivao u kraćem vremenskom periodu nego što se on izdešavao. Produžetak perioda tranzicije se opravdava uvodjenjem medjunarodnih sankcija od strane EU (1991), a potom od UN

(1992). Dalje, navodi se, da u takvim uslovima privatizacija, kao usamljeni elemenat tranzicije, nije mogla dati očekivane rezultate.

Pored navedenih ograničenja za brži postupak transformacije i privatizacije, mislimo da i prethodno navedeni modeli nijesu omogućavali suštinsku privatizaciju osim modeli naznačeni pod 5) i 6) koji se u praksi nijesu izdešavali. Model naveden pod 1) i 2) podrazumijeva je prodaju akcija pod povlašćenim uslovima, prvenstveno zaposlenim i gradjanima i to na period od 5 odnosno 10 godina, što je u osnovi značilo da značajnijeg priliva novčanih sredstava i nije bilo, kako za preduzeće tako i za fondove. Kako je preduzeće samostalno biralo modele transformacije, oni su se svodili na modele pod 1), 2), 7) i 8) koji su značili određenje titulara svojine a ne i prikupljanje sredstava za preduzeće ili prodavca. Dakle, radi se o jednom nedovršenom modelu privatizacije ili prvoj fazi, u odnosu na više njih koje su predstojale.

U cilju intenzivnijeg sprovodenja procesa tranzicije i uočavanja da modeli transformacije ne daju željene efekte, tokom 1996 godine donosi se Zakon o privatizaciji, kojim je:

- ubrzan proces transformacije društvenog kapitala
- omogućena privatizacija kaiptala kod tranzitornih vlasnika (Fondova)
- revitalizovana procjena vrijednosti preduzeća sa stanovišta postizanja veće prodajne cijene akcija
- učinjen pokušaj razvoja tržišta kapitala
- uvažen socijalni momenat i pravednost preko privatizacionih kupona
- uvedena obaveznost donošenja godišnjih planova privatizacije od strane Vlade Crne Gore čime se naglašava uloga države na planu usmjeravanja i kontrole u procesu transformacije odnosno privatizacije.

U periodu od 1996 do kraja 2000 godine uređuje se zakonska regulativa na način što se vrši izmjena Zakona o privatizaciji, donosi se Uredba o privatizacionim fondovima i specijalizovanim privatnim menadžment preduzećima, Uredba o dematerijalizaciji hartija od vrijednosti i privatizacionih vaučera, Uredba o prodaji akcija putem javnog tendera, Uredba o prodaji akcija i imovine putem javne aukcije,

Uredba o kupovini akcija starom deviznom štednjom (1999), pripremljena Uredba o Centralnom registru kao i Zakon o hartijama od vrijednosti, čime je većim dijelom zaokružen zakonodavni sistemski okvir za realizaciju privatizacije.

Osnov programa privatizacije činila su četiri ključna metoda i to:

- sprovodjenje masovne vaučerske privatizacije
- tenderska prodaja preduzeća
- prodaja zainteresovanim investitorima putem javnih aukcija ili preko tržišta kapitala
- privlačenje investicija kroz dokapitalizaciju preduzeća koja se privatizuju

Spor i dug proces tranzicije, pored ostalog, uslovio je da je u periodu 1990 – 1997 godine BDP opadao sa 1.259 miliona \$ (1990) na 763 miliona \$ (1997). Unutar tog perioda karakterističan je dramatičan pad vrijednosti BDP od 1990 do 1994 godine. Indeks društvenog proizvoda (prethodna godina = 100) je bio slijedeći: 1990 -10,5, 1991 -10,6, 1992 -27, 1993 -35. U periodu 1994 – 1997 godine zabilježeni su skromni indeksi rasta (1994 god 4,8%, 1995 godina 2,2%, 1996 god 33,9% i 1997 god 1,5%)

Navedeni period je bio propraćen porastom nezaposlenosti i padom zaposlenosti, kao i porastom broja penzionera. Broj zaposlenih u periodu 1990 – 1997 godine pao je za 38 hiljada lica, dok je zarada iznosila svega 20% ostvarene u 1989 godini.

Isti period karakteriše pad spoljnotrgovinske razmjene jer je izvoz bio prepolovljen, a u pogledu njegove diversifikacije došlo je do drastičnih promjena jer je izvoz sirovog aluminijuma čino blizu 90% strukture izvoza.

Ekspanzivan rast sive ekonomije bio je jako izražen. Ona je, prema procjenama, iznosila čak 40% bruto domaćeg proizvoda. Uz prisustvo sive ekonomije, dominirala je i inflacija koja je kulminirala početkom 1994 godine (u prve tri nedelje ona je iznosila 313 miliona procenata).

U navedenom periodu broj registrovanih preduzeća raste tako da je 1990 godine bilo 1470 registrovanih preduzeća, a 1997 godine 15.244. Broj aktivnih preduzeća je u 1990 godini iznosio 769, a u 1997 godini 5.283. Broj preuzetnika se nije bitnije promijenio jer ih je 1990 godine bilo 5.584 a 1997 godine 6.158. Interesantna je

sektorska struktura aktivnih preduzeća. Najveći rast broja preduzeća zabilježen je u sektoru trgovine jer ih je 1990 godine bilo 501 a 1998 3.142. Sektor industrije bilježi porast broja preduzeća sa 73 na 586.

Sumarno posmatrano, Crna Gora u ovom periodu još uvijek nije bila zaokružila funkcionisanje tržišnog sistema privredjivanja. Strukturna prilagodjavanja su tekla sporo, naglašeni su elementi suvišnog administriranja države i paradržavnih institucija iz prethodnog (društvenog) sistema, pružani su otpori restrukturiranju i privatizaciji. Dakle, u navedenom periodu preovladava društveni i državni sektor, uz visok stepen kontrole cijena i vancarinske zaštite privrede. Takav privredni ambijent je usporio promjenu finansijske strukture preduzeća, posebno u domenu ino ulaganja, odnosno priliva stranog kapitala, bilo u domenu kupovine netransformisanog kapitala ili bilo u obliku finansiranja investicionih aktivnosti. Praktično, u tom periodu se dovršavao proces nominacije društvenog kapitala jer bez priliva stranog kapitala i oskudice domaćeg kapitala bila je onemogućena dokapitalizacija preduzeća.

Do kraja 1996 godine izvršena je procjena imovine u 299 preduzeća čija je vrijednost akcijskog kapitala iznosila cca 2,4 mlrd €. Od navedene vrijednosti akcijskog kapitala na zaposlene je preneseno 0,6 mlrd €, na fondove 1,5 mlrd €, a na ostale vlasnike 0,25 mlrd €. Tada je procijenjeno da je vrijednost kapitala preostalih preduzeća čija je transformacija u toku oko 2,0 mlrd €. Dakle, procijenjeno je da je vrijednost kapitala crnogorske privrede oko 4,4 mlrd €. Posebno je važno naglasiti da je u periodu 1992 - 1996 godina izvršena dokapitalizacija oko 215 miliona €, što čini svega 9% procijenjenog akcijskog kapitala i potvrđuje tezu o oskudici domaćeg i ino kapitala kao bitne prepostavke privatizacije i razvoja privrede. Potpuni proces privatizacije je sproveden u 55 preduzeća u kojima je bilo zaposleno 5.139 radnika, a procijenjena vrijednost kapitala bila je oko 66 miliona €, u čemu su akcije fondova participirale u vrijednosti od 44 miliona €. Dakle, ukupna vrijednost kapitala prodatih preduzeća je participirala svega oko 3% procijenjene vrijednosti kapitala preduzeća koja su sprovela transformaciju.

I pored postignutog nivoa privatizacije, koji definitivno nije bio zadovoljavajući, problemi u poslovanju i tih preduzeća su bili i dalje prisutni, a da ne govorimo o preduzećima koja su sprovela transformaciju i prenijela dio akcija na radnike i

fondove, kao i onim koja su otpočela proces transformacije. Želi se reći da se tako sprovedenom privatizacijom nijesu riješili svi problemi preduzeća. Istina, oni su se brže identifikovali i bili su veći od onih koji su prikazivani. Ne misli se samo na organizacione i upravljačke probleme, nego na finansijske koji su takoreći “isplivali” na površinu.

Kao što smo prethodno naglasili, tokom 1996 godine donosi se Zakon o privatizaciji privrede u cilju efikasnijeg sprovodenja tranzicije, u cjelini. U osnovi, novi program privatizacije, favorizuje dva metoda i to: masovnu vaučersku privatizaciju, kao početnu fazu privatizacije i obimniju i sveobuhvatniju – tržišnu privatizaciju. Model masovne vaučerske privatizacije je uspješno okončan 2002 godine. Oko 390.000 građana ili 90% punoljetnih građana Crne Gore je učestvovalo u ovom procesu. Od tog broja oko 248.000 građana je svoje vaučere uložilo u privatizacione fondove. Proces osnivanja privatizacionih fondova podrazumijevao je zamjenu vaučera u vlasništvu građana za investicione jedinice privatizacionih fondova, dok su privatizacioni fondovi vaučere razmjenjivali za akcije preduzeća koja su bila predvidjena za privatizaciju putem MVP. Programom masovne vaučerske privatizacije obuhvaćeno je 221 preduzeće čija je procijenjena vrijednost kapitala iznosila 4 miljarde €. Od tog iznosa za građane – učesnike u MVP izdvojeno je cca 1,2 miljarde €. Kao što je već navedeno, model MVP je mijenjao vlasničku strukturu ali bez povećanja kapitala preduzeća – učesnika u ovom procesu. Sam upis vaučera a zatim njihova zamjena za akcije, opredijelili su građane da svoje vlasničko pravo više povjere privatizacionim fondovima nego sebi samima. Tako je privatizacionim fondovima povjeren kapital u iznosu od cca 799 miliona €, dok su građani postali direktni suvlasnici kapitala u vrijednosti od 402,5 miliona €. Bez obzira na to da se masovnom vaučerskom privatizacijom željela postići disperzija vlasništva, ipak to nije učinjeno kako je bilo predvidjeno ako se ima u vidu da je dominantno vlasništvo po osnovu MVP povjerenono fondovima (njih šest), te da su dva fonda participirala sa cca $\frac{1}{2}$ kapitala, od ukupno prenešenog na fondove. Privatizacioni fondovi su svoj status usaglasili sa [Zakonom o investicionim fondovima](#) („Sl. list RCG“ br. 49/04 od 22. jula 2004.) i preimenovali se u investicione fondove. Formiranjem investicionih fondova i uslijed pada standarda stanovništva uslijedila je i prodaja akcija odnosno vaučera od strane građana, tako da je nastupila još veća koncentracija kapitala u vlasništvu fondova u odnosu na očekivanu disperziju.

Prethodno opisani proces "disperzije" vlasništva vodio je tome da nije uspostavljeno očekivano korporativno upravljanje niti je osigurana potrebna podrška za restrukturiranje privatizovanih firmi. Dakle, privatizacioni fondovi su više bili usmjereni na postupno sticanje kontrolnog paketa akcija, a nakon toga tzv "restrukturiranje" firmi u smjeru prodaje dijela nefunkcionalne imovine (objekata i zemljišta) i to povezanim firmama, da bi te firme ušle u izgradnju stanova za tržište kao profitne djelatnosti. Nadalje, privatizacioni fondovi su težili da povećaju koncentraciju vlasništva u onim firmama u kojima se očekivala tenderska prodaja od strane države i fondova (Fond za razvoj, PIO i Zavod za zapošljavanje) kako bi stečeni dio vlasništva što više unovčili kroz obaveznu ponudu kupca kontrolnog paketa akcija za akcije ostalih akcionara (najniža minimalna cijena akcije je postignuta kupoprodajna cijena akcija kroz tendersku prodaju). Tako stečeni novac privatizacioni fondovi su ulagali u kupovinu nepokretnosti kao i za plasmane u inostrastvo.

Tržišna privatizacija se zasnivala na konceptu tenderske privatizacije i prodaje zainteresovanim investitorima putem javnih aukcija ili preko tržišta kapitala. Bitna karakteristika tenderske privatizacije jeste u tome što, pored dva bitna elementa koji predstavljaju kupoprodajnu cijenu i socijalni program, uključuje i investicionu komponentu koja ima direktnog odraza na promjenu finansijske strukture preduzeća. Prodajna cijena ima direktan uticaj na povećanje budžetskih (fondovskih) sredstava jer se radi o prodaji kapitala u portfelju fondova ili države, dok se investiciona sredstva plasiraju u relani sektor. Time se nastoji povećati ekonomski efikasnost privrednih društava i privrede kao cjeline. Javne aukcije za prodaju kapitala imaju za cilj uspostavljanje jasne vlasničke strukture nad preduzećima i imovinske odgovornosti vlasnika za uspjeh ili neuspjeh poslovanja preduzeća. Uopšte, tržišna privatizacija ima za cilj stvaranje novog korporativnog upravljanja u kome je rukovodstvo odgovorno vlasnicima ili su vlasnici istovremeno i rukovodstvo, što je u Crnoj Gori čest slučaj. U nedostatku domaćeg kapitala, tržišnom privatizacijom se imperativno definisao cilj – priliv stranih investicija.

Period 2000 – 2009 godine bi se mogao nazvati period u kojem je privatizacija intenzivnije zastupljena. Pored toga, nastavlja se sa procesom transformacije društvenih preduzeća i taj process se priveo kraju u 2005 godini. Do te godine transformisano je 390 preduzeća čija je procijenjena vrijednost kapitala iznosila 4,4

miljarde €. Procesom transformacije društvenog kapitala, formirana je vlasnička struktura u odnosu – radnici 23,20% naprama 76,80% - država i fondovi.

Proces privatizacije podrazumijevao je sprovodjenje Zakona o privatizaciji privrede i to pretežno putem tenderske prodaje. Do kraja 2007 godine, ostvaren je prihod od prodaje akcija putem tenderske prodaje od oko 317 miliona €. Putem aukcijske prodaje ostvaren je priliv tranzitornih vlasnika (fondova i države) od oko 485 hiljada €. Posredstvom berze tranzitorni vlasnici su ostvarili priliv od 32 miliona €. Prodajom imovine na tenderima i aukcijama ostvaren je prihod od 68 miliona € i prodajom putem stečaja 82,4 miliona €. Dakle, do ovog perioda tranzitorni vlasnici su ostvarili prihod od cca $\frac{1}{2}$ milijarde €. Primjena ovog modela privatizacije (prodaja) nije uopšte mijenjala finansijsku strukturu firmi. Međutim, posredstvom tendera i aukcija kupci akcija su predviđeli obim investicija od oko 646 miliona €, a posredstvom stečaja 283,8 miliona €, što ukupno iznosi oko 930 miliona €. U periodu 2005 – 2007 iznos prijavljenih investicija je iznosio 728,8 miliona €. Iznos predviđenih investicija je vremenski oričen i najčešće se odnosi na period od 3 do 5 godina, a u nekim situacijama i više, čak i do 10 godina. Za predviđeni iznos investicija, moglo bi se reći da iste mijenjaju finansijsku strukturu firme na način što se povećava kapital u firmi koja je privatizovana i u kojoj je investicionim programom određen iznos investicije. Tranzitorni vlasnici su, u cilju realizacije investicije, ugovorom o kupoprodaji određivali reviziju (ovalšćeni revizori) koja je više prihvatala izvještaje investitora nego što je to bilo stvarno dokumentovano. Tako se može zaključiti da je stvarni iznos investicija manji od planiranog i da su investitori ne mali broj puta tražili odlaganje investicije uslijed nastupanja ekonomске i finansijske krize, što je i prihvatan.

Sa aspekta promjene visine kapitala i iznosa investicija nastupio je praktični problem za investitore. Naime, od predviđenog iznosa investicija određeni dio je imao tretman dokapitalizacije, a određeni iznos nije. Za iznos koji nije imao tretman dokapitalizacije, preduzeća u kojima se odvijao proces privatizacije su takvo ulaganje tretirala kao "vanredni prihod", a investitori kao "vanredni rashod" što je proizvelo pojavu "fiktivnog dobitka" i stvarnog gubitka. Svakako, na veličinu dobitka plaćao se porez na dobit.

U 2008 i 2009 godini proces privatizacije se odvijao po navedenim modelima (tenderska prodaja, privatizacija kroz stečaj, aukcijska prodaja i berzanska prodaja) s tim što je on bio usporenijeg karaktera. Naime, u 2008 godini, uspješno je obavljena jedna tenderska prodaja akcionarskog društva (“Polimka” Berane) i prodaja vojne imovine (tri lokacije, od kojih je najveća kupoprodaja za Gradsku pekaru i ambulantu – Nikšić čija je vrijednost 2,25 milona € uz investiciju 17,8 miliona €). Vrijednost ukupne tenderske prodaje je svega 2,5 miliona € sa pretpostavljenom investicijom od 20,6 miliona €, dok je za navedeno akcionarsko društvo prodaja obavljena za 1.000 € uz investiciju od 1,0 milon €. U 2009 godini, tenderskom prodajom obavljena je transakcija vlasništva za 211 miliona € i to za tri akcionarska društva (“Elektroprivreda” – Nikšić, “Marina” – Bar i “Lovćen osiguranje” – Podgorica). Dominantnu privatizaciju čini prodaja dijela vlasništva “Elektroprivrede” Crne Gore uz dokapitalizaciju što je činilo 18,3% ukupnog osnovnog kapitala. Ukupna vrijednost transakcije je 192,5 miliona €. Pored navedenog, investicije u 2009 godini su prijavljene i kod AD “Marina” Bar u vrijednosti 12,2 miliona €. Ostale tenderske transakcije su vezane za zakup zemljišta na poluostrvu Luštica. Preko ostalih modela privatizacije ostvaren je prihod fondova i države od cca 11 miliona €, ali bez namjeravanih investicija.

Kako je privatizacija jedan od suštinskih sadržaja tranzicije jer stvara novu korporativnu strukturu i nove vlasničke odnose sa direktnim uticajem na promjenu elemenata privrednog sistema, u narednom dijelu rada dajemo skup pokazatelja odnosno indikatora tranzicije:

2007

Indikator / Država	CG	ALB	BIH	HRV	MAK	SRB	SLO
Privatni sektor u BDP-u (%)	65	75	60	70	65	55	70
Velika privatizacija	3+	3	3	3+	3+	3-	3
Mala privatizacija	4-	4	3	4+	4	4-	4+
Korporat upr i restrukt preduz	2	2+	2	3	3-	2+	3
Politika konkurenčije	2-	2	2	3-	2+	2	3
Reforma infrastrukture	2	2+	2+	3	2+	2	3

Prema podacima Evropske banke za obnovu i razvoj, indikatori se vrednuju ocjenama od 1 (ekstremno loš napredak) do 4 (izuzetan napredak), evidentno je da je dominacija privatnog sektora u stvaranju BDP-a. „Mala privatizacija“ je vrednovana visoko jer je ista i završena (do kraja 2007 godine) dok je “velika privatizacija” vrednovana nešto niže ocjenjujući da je dobar dio privatizacije završen i da država priznaje vlasnička prava. Međutim, u unapredjenju kvaliteta korporativnog upravljanja i restrukturiranju kompanija, Crna Gora zaostaje u dostignućima u privatizaciji što znači da nije postignuta veća efikasnost privredjivanja kroz sprovodjenje procesa privatizacije. Isto tako politika konkurenčije je nisko vrednovana što bi značilo da nije postignut napredak u toj oblasti, posebno ako se ima u vidu da postoje momopoli u infrastrukturi (energetika, telekomunikacije, vodosnadbihevje, komunalne usluge i dr)

Vremenski posmatrano, brzina privatizacije i tranzicije, predstavlja se uporednim podacima odnosno indikatorima. Slijedi njihov pregled:

Indikator / Godina	2001	2005	2007
Privatni sektor u BDP-u (%)	50	65	65
Velika privatizacija	1,7	3,3	3+
Mala privatizacija	2	3,7	4-
Korporat upr i restrukt preduz	1	2	2
Politika konkurenčije	1	1	2-
Reforma infrastructure	1,3	1,7	2

Evidentno je da je u razdoblju 2001 – 2005 godine proces privatizacije bio intenzivan, a nakon tog perioda pa do 2007 godine, bio usporen odnosno da je nastupila stagnacija. U prilog tome navodimo podatak da je samo u 2005 godini ostvaren prihod od prodaje putem javnog tendera 187,7 miliona € što čini cca 60% ukupne prodajne vrijednosti putem tendera. Tokom 2006 i 2007 godine, po ovom modelu, ostvaren je prihod fondova i države po 25 miliona €, godišnje.

Kako se tenderskom prodajom ostalim postupcima i metodama privatizacije nije postigao u punoj mjeri željeni cilj – privredna efikasnost, intenzivnije se poseglo za

privatizacijom državne imovine. Stvorilo se uvjerenje da će potpunija privatizacija preduzeća u državnoj svojini podstići greenfield investicije. Svakako, za zemlje u tranziciji, na dugi rok, mnogo je važnije da privuku kapital preko greenfield investicija jer će se na taj način povećati kvalitet proizvoda i usluga, privući će se nova tehnologija i novi brendovi. Dakle, baziranje ekonomskog razvoja Crne Gore od 2006 pa do danas zasnovano je isključivo na stranim direktnim investicijama.

Indikator / Godina	2006	2007	2008	2009
BDP (u mil €)	2.149,0	2.680,5	3.085,6	3.003,0
Realan rast BDP-a	8,6	10,7	6,9	- 5,3
Bruto pril SDI (u 000 €)	644.333	1.007.683	817.000	1.068.400
Neto SDI (u 000 €)	466.701	557.711	551.709	910.907
% učešća NSDI u BDP-u	21,0	20,8	17,9	30,3
NSDI u vlasn kapital (u 000 €)	252.076	377.589	419.585	735.400
% NSDI u vlasn kap/ NSDI	54,01	67,7	76,05	80,7

Interesantno je napomenuti da se udio neto stranih direktnih investicija u vlasnički kapital, iz godine u godinu, postupno povećava, mada je dobar dio investicija bio usmjeren na kupovinu atraktivnih lokacija (posebno na primorju) odnosno u kupovinu nekretnina (posebno 2006 i 2007 godine).

Kako je visoka zavisnost kretanja odnosno rasta BDP-a od stranih direktnih investicija te da su strane direktnе investicije u medjuzavisnosti sa privatizacijom (državne) imovine, medju ekonomistima i ekspertima ekonomskog razvoja se otvorila dilema šta će se desiti nakon završetka privatizacije državne imovine. Bolje reći, da li će rast ili ostvarenje bruto domaćeg proizvoda biti uslovljeno isključivo rastom direktnih stranih investicija. U tom kontekstu polazi se od činjenice da su najznačajnija preduzeća privatizovana (Telekom, KAP, Rudnici boksita, Željezara, Elektroprivreda, Hotelski kapaciteti ...), a da ostaje veoma mali broj preduzeća koja su u državnom vlasništvu i koja treba privatizovati (Luka Bar, Plantaže, Ulcinjska rivijera, Montenegro airlines, Željeznički prevoz Crne Gore, Monteprazoprodukt, Jadransko brodogradilište ...).

Suprotno prethodnom, dio ekonomске i vladajuće misli smatra da će se priliv stranih direktnih investicija odvijati preko tzv “greenfield” investicija koje podrazumijevaju kupovinu zemljišta i izgradnju novih fabrika i postrojenja, odnosno osnivanje novog preduzeća. U teoriji greenfield investicije se vezuju za industriju, dok su se one u Crnoj Gori proširile i na druge sektore, posebno gradjevinarstvo i usluge. Da bi to potkrijepili sagledali smo učešće industrije i izabranih djelatnosti u bruto dodatoj vrijednosti za

Djelatnost	2001	2005	2006	2007	2008	2009
Poljoprivreda	10,8	8,8	8,2	7,2	7,5	8,3
Preradjivačka industrija	11,7	8,2	7,7	5,4	5,4	4,9
Proiz i snad elektr energije	5,3	4,7	4,1	4,2	4,2	5,7
Gradjevinarstvo	3,5	3,0	3,5	5,8	6,2	5,4
Saobraćaj	12,1	9,4	9,7	8,9	9,4	9,5
Trgovina	11,3	10,5	11,1	13,3	12,4	12,0
Finansijsko posredovanje	2,3	2,4	3,0	3,8	3,9	4,1
Aktivnosti sa nekretninama	11,8	11,6	11,4	9,5	8,1	8,4
Obrazovanje	4,0	4,2	4,1	3,4	3,8	4,2

Participacija preradjivačke industrije i proizvodnje električne energije u 2001 godini u bruto dodatoj vrijednosti iznosila je 17% da bi u 2007 godini pala na 9,6%, a u 2009 godini na 10,6%. Za razliku od ove dvije djelatnosti, gradjevinarstvo povećava participaciju u bruto dodatoj vrijednosti sa 3,5% u 2001 godini na 6,2% u 2008 godini odnosno na 5,4% u 2009 godini. Isto tako, trgovina bilježi blagi porast u stvaranju bruto dodate vrijednosti kao i absolutnu dominaciju kako u 2005 tako i u periodu 2006 - 2009 godine. Kako je trgovina dominantna u stvaranju bruto dodate vrijednosti uz istovremeni pad poljoprivrede, nametnula se veća potreba za uvozom poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda što je uticalo na povećanje spoljnotrgovinskog deficit-a. Tako je u 2007 godini trgovinski bilans (razlika izmedju uvoza i izvoza) bio negativan i iznosio je 1,6 milijardi €, a u 2008 godini 2,1 milijardu €. U 2009 godini, uslijed smanjenih privrednih aktivnosti uzrokovane svjetskom

ekonomskom i finansijskom krizom (pad BDP-a od 5,3%), trgovinski bilans je iznosio - 1,4 milijardi €. Stepen zaduženosti na stanje 30.06.2010 godine dostiže 34,8% bruto domaćeg proizvoda.

Da je došlo do promjene privredne strukture, govori podatak da se oko 60% BDP-a stvara aktivnostima preduzeća koja stvaraju usluge. Analiza koncentracije stvaranja BDP-a ukazuje na to da se skoro 60% BDP-a stvara proizvodnjom svega 700 preduzeća od ukupno 52.183 pravnih i fizičkih lica koja obavljaju djelatnost privredjivanja i proizvodnjom usluga državne administracije. Od ukupnog broja preduzeća (700) koja stvaraju više od polovine BDP-a, najveći broj je iz sektora trgovine na veliko i malo (29,7%), zatim nekretnina, iznajmljivanja kao i obavljanja ostalih poslovnih aktivnosti (19,8%).

Da je razvoj i rast privrede Crne Gore bio turbulentan, čak i više stagnantan sa tendencijom pada, pokazuje podatak o zaposlenosti. Naime, zaposlenost iz 1990 godine od 156 hiljada lica dostignuta je tek u 2007 godini. Broj zaposlenih u 2009 godini je iznosio 174,2 hiljada lica. Nužno je naglasiti da u ukupnoj zaposlenosti značajno participira državna administracija sa preko 50 hiljada zaposlenih što čini zanačajno opterećenje privrede, tako da se rast ukupne zaposlenosti djelimično može pripisati rastu neproduktivne zaposlenosti.

Da je razvoj temeljen na promjeni finansijske strukture u smjeru veće participacije tujeg kapitala u odnosu na sopstveni, govori i podatak o broju firmi koje su u blokadi. Naime, u 2010 godini blokirano je preko 13.000 subjekata sa iznosom duga od cca 210 miliona €. U istoj godini poslovalo je 52.183 firme od čega je bilo registrovanih firmi 43.549. Broj registrovanih društava ograničene odgovornosti je iznosio 23.903 (u 2000 godini broj registrovanih malih i srednjih preduzeća je 8.981), a preduzetnika 16.890 (u 2000 godini 10.668). U 2005 godini broj registrovanih akcionarskih društava je bio 386 a u 2010 godini 485 od čega 366 aktivnih. U 2005 godini, od registrovanih akcionarskih društava (386), 70,47% je bilo u 100% privatnom vlasništvu, a 86,54% iznad 50% vlasništva. Sigurno da je taj odnos u 2010 godini povećan prema većoj participaciji privatnog vlasništva u ukupnoj vlasničkoj strukturi tako da preostaje manji broj subjekata za potpunu privatizaciju i manja vrijednost kapitala za prodaju. Iz tih razloga, dalji rast BDP-a se više oslanja na rast tzv greenfield investicija.

Bez obzira na broj preduzeća u državnom vlasništvu i vrijednost kapitala za privatizaciju, može se zaključiti da je proces privatizacije usporen (2008 – 2010) Tako je Planom privatizacije za 2010 godinu (Decembar 2009 godine) bilo predviđeno svega 5 preduzeća za tendersku prodaju, da bi se lista proširila na 14 preduzeća. Bez obzira na proširenje broja preduzeća, interes investitora za kupovinu vlasništva je veoma mali, što upućuje na zaključak da će preostali proces privatizacije teže ići, neutralno od cijene kupoprodaje vlasništva.

Sveukupni proces transformacije i privatizacije uslovio je da se formira imovinski bilans privrednih subjekata Crne Gore, kako slijedi:

Pozicija / Godina	2008	% učešća	2007	% učešća
Stalna imovina	9.306.733	69,03	7.500.237	69,92
Obraćna imovina	4.178.880	30,97	3.226.908	30,08
Ukupna imovina	13.485.613	100,00	10.727.145	100,00
Kapital i rezerve	5.948.881	44,11	4.637.716	48,95
Dugoročne obaveze	3.455.024	25,62	2.526.980	23,56
Kratkoročne obaveze	4.081.708	30,27	2.948.710	27,49

Vrijednost imovine (obuhvaćeno 14.115 privrednih društava, 291 NVO, 164 ustanove i institucije i 23 berze i berzanska posrednika) prema podacima CBCG, iznosila je 13.485,6 miliona €, što je 25,7% više nego u 2007 godini. Stalna imovina je činila 69% ukupnih sredstava. Najveći dio ukupnih sredstava odnosi se na materijalnu imovinu – nekretnine, postrojenja i oprema (7.299,1 miliona €) ili 54,1%. Oko 50% ove vrijednosti iskazano je u tri sektora i to: trgovina na veliko i malo (1.246,7 miliona €), proizvodnja električne energije, gasa i vode (1.210,4 miliona €) i poslovi sa nekretninama (1.208 miliona €).

Na osnovu navedenih podataka, izvedeni su pokazatelji strukture kapitala, kako slijedi:

rb	Pokazatelj/Godina		2007	2008
1	Učešće sopstvenog kapitala u ukupnom	sopstveni kapital	x 100	48,95
		ukupni kapital		
2	Učešće pozajmljenog kapitala u ukupnom	pozajmljeni kapital	x 100	51,05
		ukupni kapital		
3	Koeficijent zaduženosti	pozajmljeni kapital	x 100	104,27
		sopstveni kapital		
4	Učešće kratk.poz. kapitala u ukupnom	kratk.pozajm.kapital	x 100	27,49
		ukupni kapital		
5	Zavisnost od banaka	obaveze prema bankama	x 100	54,15
		ukupne obaveze		

Vrijednost ukupne imovine privrednih subjekata u 2008 godini pokrivena je sa 44,11% sopstvenim kapitalom i rezervama, dok je sa 55,89% pokrivena sa "tudjim" izvorima. Koeficijenat zaduženosti mjerен odnosom pozajmljenog i sopstvenog kapitala je, u 2008 godini, povećan u odnosu na 2007 godinu sa 104,27 na 126,69 što znači da pozajmljeni kapital premašuje sopstveni za 26,69%.

Pokazatelji finansijske strukture odnosno stepeni pokrića su slijedeći:

rb	Pokazatelj/Godina		2007	2008
1	A =	trajni kapital (sopstveni) stalna sredstva (imobiliz.)	x 100	70,02 63,92
2	B =	dugoročni kapital stalna sredstva (imobiliz.)	x 100	103,71 101,04
3	C =	dugoročni kapital imobilizacije + zalihe	x 100	92,38 89,21

Evidentno je da su stalna sredstva pokrivena sa trajnim - sopstvenim kapitalom sa svega 64%, dok je sa dugoročnim kapitalom obezbijedjena pokrivenost. Međutim, to znači da se finansiranje stalnih sredstava sve više oslanja na kreditna zaduženja.

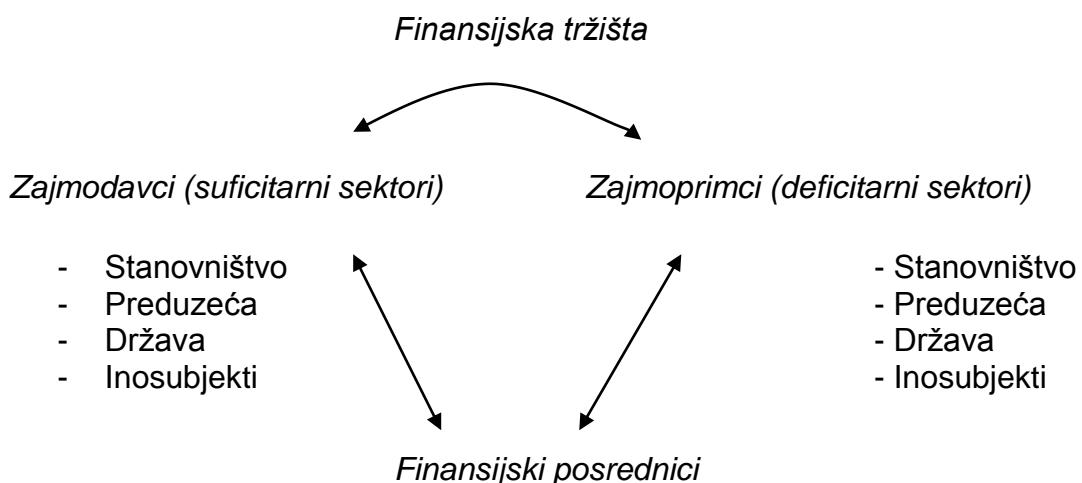
Naime, porast dugoročnih kredita u 2008 godini u odnosu na 2009 godinu iznosi je 929 milona € ili 37%, dok je porast stalnih sredstava zabilježen u vrijednosti od 1.806 milona €. Indirektno, moglo bi se zaključiti da je rast stalnih sredstava, pored dugoročnog kreditnog zaduženja, obezbjedjivan iz akumulacije (450 milona €) i kroz dokapitalizaciju odnosno povećanje kapitala za 427 milona €. Finansiranje tekućeg poslovanja preduzeća je obezbjedjivano kroz povećanje kratkoročnog kreditnog zaduženja tako da je nivo obrtnih sredstava u 2008 godini povećan za 953 miliona €, a nivo kratkoročnih obaveza za 1.133 miliona €. Razlika od 180 miliona € je uticala da se smanji nivo neto obrtne imovine sa 278 na 97 miliona €.

Vrijednost kapitala (akcijski kapital, udjeli društva, ulozi, državni i drugi kapital) je, na kraju 2008 godine iskazana u vrijednosti od 5.211,3 milona €. Od iskazanog kapitala oko 64 % se odnosi na: proizvodnju električne energije, gasa i vode (1.079,9 miliona € ili 20,7%), saobraćaj, skladištenje i veze (964,1 miliona € ili 18,5%), hoteli i restorani (705,5 miliona € ili 13,7%) i preradjivačku industriju (607,3 miliona € ili 11,7%).

5. TRŽIŠTE KAPITALA I FINANSIJSKA STRUKTURA

5.1. Teorijski aspekt tržišta kapitala

Tržište kapitala predstavlja dio finansijskog sistema. Finansijski sistem se može predstaviti slijedećom grafičkom ilustracijom ([Miškin, 2006](#))



Funkcije finansijskih tržišta su slijedeće:

- Mehanizam za određenje cijene
- Obezbjedjivanje likvidnosti imovini
- Efikasniji promet uz manje troškove i
- Realokacija sredstava

Tržišni model privrede ne bi bio cijelovit a ni djelotvoran bez finansijskog tržišta. Finansijska sredstva (finansijska aktiva) sa kojima započinje i završava reprodukcioni ciklus u realnoj ekonomiji, su ograničena. Opšte iskustvo je pokazalo da je organizovano tržište jedini uspješan mehanizam koji omogućuje optimalnu upotrebu i raspodjelu ograničenih privrednih faktora.

Finansijska tržišta nijesu toliko fizička mjesta koliko mehanizmi za usmjerenje štednje konačnim investitorima u realnu imovinu.

Finansijska tržišta se dijele na dvije grupe:

- Tržište novca i
- Tržište kapitala

Tržište novca se odnosi na kupovinu i prodaju kratkoročnih (rok dospjeća do jedne godine) vladinih i drugih korporacijskih družničkih hartija od vrijednosti.

Tržište kapitala je tržište na kojem se trguje dugoročnim instrumentima, prije svega obveznicama i akcijama. Stiglitz Jozef, dokazujući da tržište kapitala predstavlja jedan od najvažnijih preduslova tržišne privrede, izrekao je slijedeću rečenicu: „Ukoliko je kapital srce kapitalizma, onda je dobro organizованo tržište kapitala srce dobrog funkcionisanja kapitalističkog sistema“.

Kada je riječ o tržištu novca i kapitala, razlikuje se:

- Primarno i
- Sekundarno tržište

Primarno tržište je tržište novih emisija, dok se na sekundarnom tržištu kupuju i prodaju već postojeće hartije od vrijednosti. Dakle, ove transakcije ne obezbjeduju dodatna sredstva za finansiranje kapitalnih investicija, ali sa živim sekundarnim tržištem prodavac hartija od vrijednosti postiže utrživost istih i stiče novčana sredstva.

Kada u retrospektivi gledamo na razvoj pojedinih djelova finansijskog tržišta zaključujemo da postoje jasna iskustva pojedinih zemalja. Naime, u prvoj fazi dolazi do snažnog razvoja tržišta novca da bi zatim uslijedila eksapnjija tržišta državnih obveznica. U daljoj iteraciji slijedi tržište obveznica firmi (kompanija) da bi u zreloj fazi razvoja jedne zemlje uslijedila ekspanzija tržišta akcija. Zadnja faza razvoja finansijskog tržišta je trgovanje finansijskim derivatima (fjučersi, opcije i svopovi). Svakako, navedene faze razvoja finansijskog tržišta nijesu imperativne u smislu da jedna isključuje drugu, odnosno da se neka od njih ne može preskočiti i preći na viši nivo. Međutim, bitnije od toga je da se u datim fazama, sa kvantitativnog aspekta, pojavljuju dva važna institucionalana sektora i to: država i privreda. U soorealističkom sistemu, a čak i u tranzicionom periodu emisija državnih obveznica dobija

prevagu u primarnoj emisiji u odnosu na emisiju akcija od strane privrede. Čak i neutralno od uredjenja sistema i prelaska na novi, moglo bi se zaključiti da primat u emisiji hartija od vrijednosti ima država u vremenu kada se pojavljuju visoki deficiti državnog budžeta.

Kada je riječ o razvoju tržaišta kapitala, značajno je pitanje odnosa između emisije hartija od vrijednosti i prometa na sekundarnom tržištu, jer italijanska iskustva pokazuju da može da dodje do značajnije emisije dugoročnih hartija od vrijednosti u odnosu na bruto domaći proizvod, a da pri tome postoji relativno nizak nivo sekundarnog prometa. U takvoj situaciji moglo bi se reći da tržište kapitala, uglavnom, služi za finansiranje privrede ali da nije toliko značajno za portfolio prilagodjavanje.

Postavljena teza, prvobitno, u literaturi je bila da je tržište kapitala neophodno za operacionalizaciju deficitnog finansiranja države, ali da nije apsolutno neophodno za finansiranje privrede. Argumentacija za ovakav stav je da je u nekim zemljama proces ekonomskog razvoja bio pretežno finansiran putem kombinacije samofinansiranja iz profita i amortizacije kao i bankarskih kredita (Njemačka, Japan). Međutim, kasnije se ispostavilo da je za razvoj, uopšte, bitno da se na institucionalnom planu stvore mehanizmi putem kojih bi se dio ukupnog finasiranja privrede, odnosno firmi, kanalisa preko emisije akcija. Naime, tržište kapitala je pogodan mehanizam za tržišnu alokaciju svježeg kapitala u one privredne grane i kompanije koje ostvaruju velike stope prinosa jer se time potencira nužnost efikasnijeg korišćenja resursa na nivou kompanije. Efikasnije korišćenje resursa kompanije obezbjeduje veću profitabilnost, a preko nje se obezbjeduje povećana snaga kompanija na tržištu kapitala u uslovima konkurenčije za ograničeni potencijal koji postoji na finansijskom tržištu.

Nesorna je činjenica da hartije od vrijednosti kao sredstvo pribavljanja i plasiranja kapitala i tržišta hartija od vrijednosti egzistiraju duže od 200 godina, ali je i činjenica da su relativno mlada teorijska i empirijska istraživanja o odlukama i ponašanju na tom tržištu. Pojavljuje se problem procjene tržišne vrijednosti i cijene hartija od vrijednosti posebno akcija jer one zauzimaju dominantno mjesto na primarnim i sekundarnim tržištima

kapitala. Druge dugoročne dužničke hartije od vrijednosti (npr obveznice) karakteriše poznat rok povraćaja, kao i rizik investiranja (minoran) te visina prinosa i zato one donose manje prinose od prinosa koje mogu da donesu akcije. Zato je teorijski aspekt o tržišnoj vrijednosti i cijeni akcija veoma značajan.

Da bi podrobnije razmotrili teorijske aspekte ili pristupe procjene vrijednosti i cijene akcija, u nastavku se daje par ključnih aspekata koji su više podsjetnik za dalje razumijevanje, a to su: pokazatelji vrijednosti akcija, osnovna pitanja kod donošenja odluke o kupovini i prodaji akcija, te faktori koji utiču na racionalnost donošenja odluka o kupoprodaji akcija na sekundarnom tržištu.

Osnovni pokazatelji vrijednosti akcija su:

- Nominalna vrijednost
- Računovodstvena vrijednost
- Tržišna vrijednost i
- Tržišna cijena

Nominalna vrijednost akcija je vrijednost na koju glasi akcija ili kako se ona često zove „emitentna vrijednost“. S protekom vremena od njene emisije, mogla bi se zvati i „istorijska“ vrijednost, jer ista ne rijetko odstupa, kako od knjigovodstvene tako i od tržišne vrijednosti.

Računovodstvena vrijednost akcije je ona vrijednost koja se utvrđuje na bazi računovodstvenih podataka odnosno završnih računa na kraju poslovne godine. Završni račun odnosno bilans stanja sadrži poziciju upisani kapital na kojoj se iskazuje nominalna vrijednost kapitala. Međutim u okviru ukupnog kapitala sadržana je i pozicija nerasporedjeni dobitak ili gubitak. Tako pod uticajem gubitka navedena vrijednost nije korespondentna sa nominalnom vrijednošću jer gubitak koriguje ukupan kapital (ali ne i upisani), dok pod uticajem dobitka, ukoliko se isti ili njegov dio rasporedi u razvojne svrhe, slijedi nova emisija tako da se ovom iteracijom ili postupkom računovodstvena vrijednost svodi na njenu nominalnu vrijednost.

Tržišna vrijednost akcija je ravnotežna tržišna cijena akcija konkretnog emitenta. Ova vrijednost se mijenja u vremenu zavisno od uspješnosti

poslovanja i razvoja emitenta, što znači da je njena vrijednost odredjena očekivanjima koja imaju investitori u vezi sa poslovanjem firme u budućnosti. Teoretski posmatrano vrijednost akcija odredjena je sumom diskontovanih budućih prinosa od momenta kupovine pa sve do beskonačnosti.

Tekuća tržišna cijena je formirana cijena kupoprodaje u datom trenutku i ona se kreće na više ili na niže u odnosu na tržišnu vrijednost akcija.

Iz prethodno saopštenih definicija u vezi akcija otvara se pitanje donošenja racionalne odluke o kupovini i prodaji akcija. Pri takvoj dilemi investitor ili vlasnik akcija treba da operiše sa slijedećim podacima:

- odnos izmedju tržišne vrijednosti i tekuće tržišne cijene akcija
- promjenama tržišne vrijednosti i tekućih tržišnih cijena akcija
- budućim prinosima i rizicima investiranja u ostale hartije od vrijednosti
- transakcionim troškovima i drugim informacijama.

Faktori racionalnosti u donošenju odluka na sekundarnom tržištu kapitala bi mogli biti:

- ciljevi investitora i vlasnika akcija
- dostupnost relevantnih informacija i
- kvalitet obrade raspoloživih informacija

Kako investitor ima više alternativa u vezi alokacije raspoloživog kapitala kao što su:

- kupovina akcija ili drugih hartija od vrijednosti
- kupovina akcija različitih emitentata
- ulaganje kapitala u ostale oblike aktive

razvili su se različiti teorijski pristupi, odnosno koncepti u procjeni vrijednosti, odnosno određenju cijene akcija.

Najznačajniji teorijski pristupi su:

- Koncept efikasnosti tržišta,
- Koncept biheviorističkih finansija,
- Markowitz portfolijo teorija,
- Teorija tržišta kapitala,
- CAMP model,
- Multifaktorski model prinosa i rizika
- Dow teorija i
- Drugi teorijski prilozi

Kada je riječ o teoriji tržišta kapitala možemo govoriti o doprinosu tri koncepcije i to:

- Efikasnosti tržišta
- Portfolio teoriji i
- Teoriji tržišta kapitala

Koncept efikasnosti tržišta javio se 60-tih godina prošlog vijeka. Njegov tvorac je Fama E.F. ([Fama, 1991](#)). On zastupa tezu da se sve relevantne informacije u potpunosti i trenutno uključuju u cijenu akcija čime se investitorima osigurava ostvarivanje prosječnog prinosa na tržištu. Prema tom stavu investitor nije u stanju da ostvari iznadprosječni prinos služeći se tehničkom, fundamentalnom analizom i povlašćenim informacijama. Na efikasnim tržištima aktivno trguje veliki broj ulagača koji, sa ciljem maksimiziranja prinosa, pokušavaju da predvide buduću cijenu akcije. Uslijed konkurenčije na efikasnom tržištu, aktuelne cijene akcija uključuju sve informacije koje se odnose na protekle dogadjaje kao i one informacije koje tržište predviđa u bliskoj budućnosti. Invesitacione strategije na efikasnom tržištu nemaju uticaj na rezultate trgovanja.

Efikasnost na tržištima kapitala je od velike važnosti za ulagače, menadžere i privredu u cjelini jer im tržište osigurava pravilno vrednovanje akcija. Shodno tome, menadžerima je olakšan proces odlučivanja, a korektno utvrđivanje tržišne cijene obezbjedjuje alokativnu ulogu tržišta kapitala u smislu olakšavajućeg donošenja proizvodnih i investicionih odluka.

Fama E.F. je definisao tri oblika hipoteze efikasnosti tržišta i to:

- Slabo efikasno tržište
- Samoregulisano efikasno tržište i
- Visoko efikasno tržište

Slabo efikasno tržište implicira da nijedan učesnik na tržištu nije u mogućnosti da ostvari iznadprosječne prinose u kratkom roku trgujući na osnovu istorijskih cijena.

Tako „slabo efikasna tržišta“ uzimaju u obzir stanje ponude i tražnje akcija na tržištu kapitala odnosno na berzama.

Samoregulisano efikasno tržište, pored informacija o stanju ponude i tražnje akcija na tržištu kapitala uključuje i informacije o poslovanju i razvojnim namjerama preduzeća čije se akcije kotiraju na tržištu kapitala.

Visoko efikasno tržište, za određenje cijene akcija, uključuje, pored prethodnih informacija i informacije o stanju i promjenama u ekonomskom, političkom i društvenom okruženju u kojem se nalazi odnosno posluje emitent akcija.

Predmet interesovanja pojedinih istraživača posebno je bio usmjeren na efikasnost tržišta kapitala u razvoju. Takva tržišta karakteriše potencijal rasta i razvoja a učesnici na tim tržištima su lošije informisani od ulagača na razvijenim tržištima. Po osnovu nepotpune informisanosti, ulagači na tržištima kapitala su dovedeni u situaciju da donose manje racionalne odluke. Tržišta kapitala u razvoju karakteriše nelikvidnost, i po tom osnovu manji obim trgovanja hartijama od vrijednosti što uzrokuje manju informisanost i visoke transakcione troškove (brokerska provizija, cijena kapitala, pravila trgovanja). Sve skupa, stvara se mogućnost za manipulaciju od strane velikih igrača na tržištu kapitala ([Wai i Patrick, 1973](#)).

Testiranje hipoteze efikasnog tržišta kapitala podrazumijeva specificiranje skupa informacija kao i model tzv normalnih prinosa. Ukoliko se utvrdi pretpostavka o konstantnim normalnim prinosima, onda je omogućeno korišćenje testova autokorelacijske za ispitivanje efikasnosti tržišta. Modeli ravnotežnog vrednovanja ([Shefferin, 1996](#)) su:

- model s pozitivnim očekivanim prinosima
- model s konstantnim očekivanim prinosima i
- model u kojem očekivani prinosi slijede model vrednovanja akcija s dva parametra

Iz prethodnog proizilazi da se testira zajednička hipoteza tržišne efikasnosti i tržišne ravnoteže, dok je uobičajena pretpostavka da su normalni prinosi na akcije konstantni u vremenu kako bi se omogućilo korišćenje autokorelacijskih testova za ispitivanje efikasnosti tržišta.

Testiranje različitih oblika efikasnog tržišta je opisao Fama na način što se slaba efikasnost tržišta ispituje testovima predvidljivosti prinosu u koje spadaju: predviđanje prinosu na osnovu istorijskih prinosova, predviđanje dugoročnih prinosova na osnovu karakteristika preduzeća i tržišta, dok polu jaka efikasnost tržišta se ispituje studijama dogadjaja, a jaki oblik efikasnosti se ispituje na osnovu povlašćenih informacija. Naglašava, da je ispitivanje jakе efikasnosti tržišta najzahtjevnije jer treba da se stekne uvid u trgovanje povlašćenim informacijama.

Tržište kapitala zemalja u razvoju više karakteriše promjena cijena akcija na osnovu slučajnosti nego li na osnovu kreiranja profitabilne strategije trgovanja na osnovu istorijskih cijena akcija. Čak i ako promjene cijena akcija nijesu slučajne, učesnici tržišta u razvoju nijesu nužno u mogućnosti da iskoriste uočene neefikasnosti jer se one kompenzuju povećanim transakcionim troškovima, nedovoljnim pravovremenim informacijama, troškovima pribavljanja novih informacija i povećanom neizvjesnošću ([Wai i Patrik, 1973](#)).

Što se tiče testiranja efikasnosti tržišta u razvoju teorijska razmatranja odnose se i na veličinu očekivanih prinosova. Naime, veći očekivani prinosi

uzrokuju veću nepredvidljivost neke varijable ([Bekaert i Harvey, 2000](#)). Nadalje, navodi se da tržišta kapitala u razvoju nerijetko zaostaju veličinom i institucionalnom izgradjenošću za razvijenim tržištima. Kvalitetnije uspostavljeno regulatorno i institucionalno okruženje povećava likvidnost tržišta kapitala, što smanjuje predvidljivost prinosa i podstiče tržišnu efikasnost. ([Demirguc-Kunt i Levine, 1966](#)). Kako je rijetko i neusklađeno trgovanje na tržištima u razvoju, sugestija je da se prinosi trebaju prilagodit za iznos premije likvidnosti.

Hipotezu efikasnog tržišta osporavaju zagovarači tehničke i fundamentalne analize. Slab oblik efikasnosti tržišta suprostavlja se tehničkoj analizi koja se oslanja na istorijskim podacima. Tehnička analiza se oslanja na sporu reakciju tržišta na fundamentalne procese čime se osporava implicitna pretpostavka hipoteze efikasnog tržišta da se cijene brzo prilagodjavaju novim informacijama. Zagovornici smatraju da je savršena efikasnost nemoguća u stvarnosti jer postoje troškovi prikupljanja i obradjivanja informacija koje treba nadomjestiti iznadprosječnim prinosima. Nadalje, tvrdnja je da nakon korekcije prinos za troškove informacija, iznadprosječni prinosi se svode na prosječne. Isto tako tvrdi se da stepen tržišne neefikasnosti određuje napor koji su investitori spremni uložiti u prikupljanje i obradjivanje informacija. Zarade koje ostvare vrijedni investitori mogu se posmatrati kao ekonomski rente koje ostvaruju oni koji su spremni da se angažuju oko takvih aktivnosti ([Lo i MacKinlay, 1999](#)).

Pored navedenih zagovarača kritike teorije efikasnosti tržišta razvila se i teorija odnosno **koncept biheviorističkih finansija** po kojem se daje prevaga na analizi ponašanja investitora ([Brown, 1999](#)). Dokazuje se da se: svi investitori ne ponašaju racionalno; svi investitori nemaju jednake ciljeve; postoje pojedinci koji ignoriraju informacije i vjeruju u ispravnost svojih ocjena.

Markowitz portfolio teorija fokusirana je na pronalaženje optimalne kombinacije hartija od vrijednosti, odnosno kombinacije rizične imovine (realne i finansijske) sa ciljem ostvarenja profita ([Markowitz, 1959](#)). Prepostavke ove teorije su:

- radi sigurnijeg ostvarivanja profita, vlasnik svoj kapital investira u razudjenu strukturu realne i finansijske imovine
- vlasnik nije motivisan zbirom dobrih investicija, već za takvu strukturu koja će imati sinergetski efekat
- težnja investitora je da maksimalizuje očekivani prinos
- investitori preferiraju na manje rizična ulaganja
- rizik ulaganja se procjenjuje na bazi očekivanog povraćaja uloga (prinosa)
- za dati nivo rizika, investitor preferira na veći prinos a za dati nivo prinosa investitor preferira niži u odnosu na viši rizik
- investitor smatra efikasnom strukturu investicija ukoliko ne postoji neka druga koja obezbjedjuje veći prinos uz dati rizik ili niži rizik uz dati prinos.

Iz prethodno navedenog proizilazi da su u izboru portfolija hartija od vrijednosti dva osnovna parmetra koje investitor treba da uzme u obzir i to: prinos i rizik.

Očekivani prinos portfelja predstavlja zbir prosjeka očekivanih prinosa pojedinih investicija - hartija. Očekivani prinos pojedinih ulaganja može biti srednja vrijednost ostvarenih prinosa u određenom vremenu.

Procjena očekivanog prinosa akcije u vremenu se izračunava na osnovu slijedeće formule:

$$R_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{it} \quad (11)$$

gdje je:

T – vrijeme

R_{it} – prosječni mjesecni prinos i – te akcije u vremenu t

Očekivani prinos portfolija (R_p) koji se sastoji od n akcija dobija se zbirom očekivanih prinosa pojedinih akcija u portfoliju pomnoženih odgovarajućim ponderima i računa se primjenom slijedeće formule:

$$R_p = \sum_{i=1}^n w_i R_i \quad (12)$$

gdje je:

- w_i – udio akcije u porefelju
- n – broj akcija u portfelju

Markowitzev model je prvi model koji je kvantitativno uspio opisati rizik. Njegov model je pokazao da je korisno diverzifikovati investiciju i pokazao kako da se optimizira rizik ([Markowitz Harry, 1952](#)).

Rizik se definiše kao neizvjesnost budućeg ishoda odnosno poznavanje nekog stanja u kojem se kao posljedica neke odluke može pojaviti niz rezultata. Tako su investitori suočeni sa nizom rizika i to: tržišni, kreditni, oprediktivi, politički, rizik nelikvidnosti i dr. U trgovaju sa hartijama od vrijednosti najznačajniji je tržišni rizik koji označava neizvjesnost u promjeni cijena hartija od vrijednosti ili tzv volatilnost. Tržišni rizik je veoma lako identifikovati kada je riječ o prošlosti jer se cijene hartija od vrijednosti evidentiraju pri svakoj transakciji. Međutim, predviđanje budućeg tržišnog rizika je mnogo složenije. Pored tržišnog, veoma je značajan rizik nelikvidnosti koji se mjeri rasponom izmedju kupovne i prodajne cijene hartija od vrijednosti.

Ukupni rizik akcije ili druge hartije od vrijednosti može se podijeliti na dvije grupe i to.

- Tržišni rizik i
- Netržišni ili specifični rizik koji se vezuje za rizik u poslovanju firme

Upravo, teza Markowitzove portofolio teorije je u tome da se diverzifikacijom može umanjiti i eliminisati specifični rizik ulaganjem u akcije različitih firmi i iz različitih oblasti privredjivanja.

Kako je tržišni rizik veoma značajan u određenju cijene akcija, uobičajena metoda za njegovo mjerjenje je korišćenje standardne devijacije vremenske serije istorijskih prinosa. Standardna devijacija akcije se dobija na osnovu slijedeće formule:

$$\delta_i^2 = \frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T (R_{it} - R_i)^2 \quad (13)$$

dok se za ukupan portfelj tržišna rizičnost utvrđuje slijedećom formulom:

$$\delta_P^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \delta_i^2 + 2 \sum_{i,j=1, i \neq j}^n w_i w_j \delta_{ij}^2 \quad (14)$$

Teorija tržišta kapitala temelji se na doprinosima teorije efikasnosti tržišta i Markowitzove porfolio teorije. Tvorac teorije tržišta kapitala je Sarpa W. ([Sarpa W, 1964](#)) kao i teorije tržišta vrijednosti kapitala. U principu, ove dvije teorije se, u literaturi, posmatraju zajedno. Ova teorija definiše uslove kao i pokazatelje kada je tržište kapitala u ravnoteži. Osnovni stav ove teorije je da pravedna tržišna cijena akcija zavisi od njihovog rizika. Da bi se definisao rizik uslov je da se odredi nulta varijanta odnosno ona investicija koja za sobom ne nosi rizik. Najčešće su to državne obveznice kod kojih nema rizika povraćaja uloženog novca i prinosa na iste.

Tržište kapitala u ravnoteži definiše slijedeće uslove:

- sloboda investitora u plasmanu i pribavljanju kapitala
- svi investitori imaju identična očekivanja a prema tome imaju i identičan rizik
- svi investitori imaju istu vremensku dimenziju u pogledu prinosa i rizika investiranja
- investicije u HoV ne zahtijevaju transakcione troškove
- zarade po osnovu investiranja u HoV nijesu predmet oporezivanja i
- ne predviđa se inflacija na posmatranom tržištu kapitala

Suština ove teorije je u tome da na nivou tržišnog portfolija dolazi do potiranja viših i nižih prinosa i veće i manje rizičnosti različitih klasa hartija od vrijednosti. Pri tom, očekivana stopa povraćaja za tržišni porfolij je

ponderisana suma povrata pojedinih hartija koje čine portfolio s tim što udio pojedine hartije u portfoliju služi kao ponder.

Teorija vrijednosti kapitala čiji je tvorac Sarpa W. ([Sarpa W., 1964](#)) uključuje

- mogući ili željeni povraćaj investiranog i
- realno ostvarljiv povraćaj investiranog u HoV

Razlika izmedju ova dva povraćaja predstavlja rizik investiranja u HoV. Realno ostvarljiv povraćaj investiranog u HoV uključuje: standardnu mjeru rizika cjelokupnog tržišta hartija od vrijednosti ili tzv sistemski rizik konkretnog tržišta kapitala (beta tržište) β za konkretnu vrstu hartija od vrijednosti konkretnog emitenta (beta akcija konkretnog emitenta). Kako beta akcija konkretnog emitenta može da bude ispod ili iznad bete tržišta, to je znak da akcijama manji ili veći sistemski rizik od sistemskog rizika na ukupnom tržištu.

Autor definiše očekivanu stopu povraćaja akcija kao zavisnu veličinu od: povraćaja kod bezrizičnih hartija od vrijednosti (državne obveznice) i premije rizika akcija konkretnog emitenta. Premija rizika, po ovom modelu, zavisi od: standardne devijacije akcija konkretnog emitenta i preovladajuće premije tržišnog rizika. Ova teorija zagovara da se cijena akcije formira na nivou njene vrijednosti u čijem se izračunavanju koristi CAPM uz diskontovane stope. Poredjenjem cijene po klasičnom modelu vrednovanja investicija odnosno modelu u čijoj je osnovi procjena budućeg cash flows-a, diskontovanog na sadašnju vrijednost i cijene utvrđjene na bazi CAPM dolazi se do zaključka o tome da li je posmatrana akcija predcijenjena ili podcijenjena.

5.2. Institucionalni okvir tržišta kapitala u Crnoj Gori

Formiranje tržišta kapitala prepostavlja i formiranje institucija koje će obavljati promet hartija od vrijednosti, osiguravati pravila i standarde prometa, registrirati njihov prenos sa prodavca na kupca, obavljati poslove

depozitara, te regulisati i nadzirati sam proces emisije i prometa hartija od vrijednosti.

Institucije tržišta kapitala u Crnoj Gori su:

- **Komisija za hartije od vrijednosti** je organizacija koja ima svojstvo pravnog lica i koju osniva Država Crna Gora koja ima za cilj da uređuje i vrši nadzor za izdavanje hartija od vrijednosti i njihovu trgovinu. Konkretnije, nadležnost Komisije je: davanje odobrenja za javnu ponudu HOV i evidentiranje emisija HOV, nadzor nad sprovodjenjem javne ponude HOV, donošenje pravila u vezi sprovodjenja Zakona o hartijama od vrijednosti, vršenje nadzora nad sprovodjenjem javne ponude hartija od vrijednosti, preduzimanje mjera i obezbjedjivanje funkcionisanja tržišta hartija od vrijednosti, utvrđivanje načina i obima trgovanja na tržištu hartija od vrijednosti, uređivanje emitovanja i prometa kratkoročnih hartija od vrijednosti i dr. U nadležnosti Komisije za hartije od vrijednosti, kao što je prethodno navedeno je odobrenje emisije hartija od vrijednosti gdje se u Zakonu o HOV određuje postupak emisije (donošenje odluke o emisiji, podnošenje zahtjeva Komisiji, sačinjavanje prospekta i objavljivanje javnog poziva i dr), propisuje sadržaj odluke o emisiji te izvještavanje o (ne)uspješnosti emisije i registracija iste.
- **Centralna depozitarna agencija** vrši poslove registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, poslove kliringa i saldiranja sklopljenih transakcija s tim hartijama od vrijednosti i druge poslove u vezi dematerijalizovanih HOV.
- **Berze** obavljaju poslove tržišta harija od vrijednosti i osnivaju se radi stvaranja uslova za povezivanje ponude i tražnje na tržištima HOV. Berze se osnivaju kao akcionarska društva. Zadatak berze je da obezbijedi pravilno i poštено trgovanje HOV i da djeluje u cilju zaštite investitora u HOV. Berza ne smije da se bavi trgovinom HOV ni da daje savjete o trgovini HOV i investiranju u HOV niti da daje mišljenje o povoljnosti ili nepovoljnosti kupovine ili prodaje HOV. Trgovanje HOV i odgovarajući rad berze odredjeni su kroz Pravila i druge akte

berzi koje one same donose a odnose se na: članstvo, listing, zahtjeve za kotiranje, obim promjena u cijenama, adekvatnost kapitala, informacije i periodične izvještaje te obavještenja o transakcijama.

Pravila berzi trebaju biti takva da omogućavaju pravilno i efikasno regulisanje i kontrolu tržišta hartija od vrijednosti. Berza treba da vrši nadzor nad trgovanjem HOV na organizovanom tržištu, zajedno sa Komisijom za HOV, i treba da, u slučaju prekršaja ili nepravilnosti, postupa u skladu sa svojim nadležnostima, kako bi osigurala organizovano, nesmetano, efikasno i fer trgovanje hartijama od vrijednosti.

- **Profesionalni posrednici** na tržištu HOV su brokeri (posredovanje u kupovini i prodaji HOV po nalogu klijenta) i dileri (trgovina HOV u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cjeni)
- **Institucionalni investitori** su penzioni fond, osiguravajuća društva i institucionalni fondovi. Penzioni fond se osniva kako bi se osigurao dohodak pojedincima kada odu u penziju te zbog njegove dugoročne obaveze, on može investirati u dugoročne HOV: akcije i obveznice. Osiguravajuća društva mogu biti društva za osiguranje imovine i društva za životno osiguranje i stvaraju rezerve prikupljenih sredstava od uplata premija koje se kao i dio kapitala društava investiraju u finansijsku imovinu. Investicioni fondovi primaju novac koji ulažu pojedinci i isti investiraju u posebne vrste finansijske imovine. Najviše investiraju u korporacijske akcije i obveznice.

Tržište kapitala u Crnoj Gori

Crnogorsko tržište kapitala može se podijeliti na dva osnovna dijela: tržište dužničkih hartija od vrijednosti i tržište vlasničkih hartija od vrijednosti. Dužničke hartije od vrijednosti su hartije od vrijednosti izdate u seriji, koje imaju daju pravo na isplatu vrijednosti na koju glase, sa ili bez kamate, kao i druga prava u skladu sa propisima i odlukom o emisiji. Tako se u dužničke hartije od vrijednosti ubrajaju: obveznice, certifikati o depozitu, državni zapisi koje emituje država Crna Gora i drugi finansijski instrumenti osim čeka i mjenice i komercijalnih hartija od vrijednosti. Dužničke hartije od vrijednosti

dijele se na kratkoročne i dugoročne i to: kratkoročne ako im je rok dospjeća kraći od godinu dana od dana emitovanja i dugoročne ako im je rok dospjeća duži od godinu dana od dana emitovanja.

Vlasničke hartije od vrijednosti su akcije koje glase na dio kapitala akcionarskog društva i jedinice kolektivnih investicionih šema izdate u skladu sa posebnim zakonom, kao i hartije od vrijednosti koje daju pravo sticanja ovih hartija od vrijednosti (zamjenljive obveznice, opcije, fjučersi i sl).

S obzirom na tematiku koju tretira ovaj rad, naše je interesovanje za vlasničke hartije od vrijednosti, ali u kontekstu više aspekata i to:

- koliko je primarna emisija obezbijedila finansiranje odnosno dokapitalizaciju firmi
- koliko je obezbijedjeno finansiranje firmi preko modela „pretvaranje duga u akcijski kapital“
- da li je preko zadržane dobiti došlo do finansiranja firmi

Ovim modelima se mijenja finansijska struktura na način što se povećava osnovni kapital firme, dok sami promet i kapitalizacija ne mijenjaju finansijsku strukturu osim u slučaju da postoji tzv „trezorski kapital“ odnosno „trezorske akcije“ koje se nude na prodaju i time ostvaruje tzv „prinos na akcije“ i to u slučaju da se iste prodaju po većoj cijeni u odnosu na kupovnu.

Pretvaranje rezervi u kapital je model koji može a i ne mora doprinijeti poboljšanju likvidnosti. Naime, ukoliko se rezerve formiraju po osnovu reprokcije i pretvore se u kapital, iste se ne mogu tretirati kao povećanje kapitala uslijed nove emisije akcija, a ukoliko su u pitanju rezerve koje su se formirale iz zadržane dobiti, onda je sasvim drugačija situacija jer bi alternativa tome, prije zadržane dobiti, bila isplata dividendi

Prema izvještajima Komisije za hartije od vrijednosti o stanju na tržištu kapitala sačinili smo slijedeći tabelarni pregled:

Vrsta emisije	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Primarna emisija	-	-	10.000.000	48.700.000	6.050.088	1.640.000
Pretvaranje duga u akcijski kapital	2.113.917	22.067.577	17.700.000	100.300.000	7.713.116	4.037.456
Raspodjela dobiti	4.222.534	17.455.982	7.600.000	11.400.000	9.457.960	
Prodaja post akcion po osn prava pr kupov	127.823	19.895.893	14.700.000	56.800.000	28.750.692	19.622.418
Pretvaranje nenovčanog uloga u kapital	-	450.000	3.700.000	1.500.000	8.272.740	1.503.535
Restrukturiranje društva	11.321.787	-	-	-	-	-
Pretvaranje rezervi u kapital	9.353.003	23.116.665	1.500.000	400.000	102.323.018	-
Pretvaranje d.o.o. u a.d.	25.000	-	-	-	-	-
Zatvorena ponuda - simultano osnivanje	-	-	-	-	-	5.000.000
Zatvorena ponuda - lica	-	-	-	7.400.000	39.820.602	138.458.682
Zatvorena ponuda osnivačima pri sim osnivanju					1.150.000	
Zatvorena ponuda profesionalnim investitorima	-	-	-	10.000.000		
SVEGA	27.164.064	82.986.117	55.200.000	236.500.000	203.538.216	170.262.091

Zbirno posmatrano, u periodu 2004 – 2009 godine, novi kapital koji je uložen u kupovinu novih emisija akcija kompanija ili je reinvestiran u biznis (ostvareni profit, nerasporedjene rezerve) i raspodijeljen vlasnicima u obliku akcija iznosio je 775,3 miliona €. Od navedenog iznosa 434,6 miliona € se odnosi na primarnu emisiju, 153,9 miliona € na pretvaranje duga u akcijski kapital a 186,8 miliona € na zadržanu dobit.

Novi kapital koji je uložen u kupovinu novih emisija akcija ili je reinvestiran u biznis u iznosu od 775,3 milona € čini 47% ukupno ostvarenog prometa (1.651,9 milona €) na berzama (Nex berza i Montenegroberza).

U 2009 godini, u ukupnom prometu primarno tržište je učestvovalo sa 2,3 miliona € ili 0,58 %, dok je na sekundarnom tržištu ostvareno 402 miliona € ili 99,42% ukupno ostvarenog prometa. Promet na primarnom tržištu je ostvaren kroz 9 transakcija, i to 2 transakcije akcijama akcionarskih društava (obične akcije) sa ukupnim prometom od 1.644.144€, dok se ostalih 7 transakcija odnosi na trgovinu obveznicama u ukupnom iznosu od 699.9753€.

Promet na sekundarnom tržištu, u 2009 godini, u iznosu od 402.447.805€ je ostvaren kroz 58.881 transakciju od kojih se 34.941 transakcija u iznosu od 386.806.099€ odnosi na transakcije akcijama, dok se 23.940 transakcija u iznosu od 15.641.706€ odnosi na transakcije obveznicama.

Od ukupnog prometa akcijama na sekundarnom tržištu akcijama sa A liste je ostvareno 14.365.117€ prometa kroz 4.833 transakcije. Upoređujući ove podatke sa ostvarenim prometom na A listi u toku prethodne godine, došlo je do smanjenja prometa na ovom segmentu od 12,91%.

Promet ostvaren transakcijama akcija sa B liste iznosio je 47.570.187€ i realizovan je kroz 6.606 transakcija, što predstavlja povećanje prometa u odnosu na uporedni period prethodne godine za 40,17%.

Najveći udio sekundarnog prometa akcijama, tačnije 83,98%, čini promet akcijama na slobodnom berzanskom tržištu. U ovim transakcijama ostvareno je 324.870.795€ prometa kroz 23.502 transakcije. Od toga, promet akcijama akcionarskih društava je realizovan kroz 16.457 transakcija u ukupnom iznosu od 315.336.572€, dok ukupan promet akcijama investicionih fondova iznosi 9.534.223€ i realizovan je kroz 7.045 transakcija.

Preostali dio prometa na sekundarnom tržištu od 16,02%, u ukupnom iznosu od 15.641.706€ ostvaren je kroz transakcije obveznicama. Od ukupnog ostvarenog prometa na ovom segmentu, 874.757€ prometa je ostvareno obveznicama devizne štednje kroz 585 transakcije, 9.132.107€ prometa je

ostvareno obveznicama fonda za restituciju kroz 1.501 transakciju, dok je ostalim obveznicama (obveznicama korisnika PIO) ostvareno 5.634.842€ kroz 21.854 transakcije.

Ostvareni promet na berzama, sa brojem poslova i indeksima daje se u narednom pregledu:

Godina	Promet (€)	Broj poslova	MOSTE	NEX20	NEXP1F
2004	42.135.504	54.657	- 12,43%	106,92%	42,86%
2005	198.762.626	111.714	298,29%	287,66%	404,87%
2006	379.621.936	115.278	95,33%	84,55%	119,42%
2007	735.307.591	227.178	82,36%	89,29%	120,84%
2008	161.156.194	83.719	- 71,15%	- 70,72%	- 85,10%
2009	333.797.554	48.486	36,09%	45,93%	20,12%
2010	54.895.487	19.935	- 27,31%	6,12%	- 9,75%

Evidentno je da je promet na berzama opadajućeg karaktera. Izuzev 2006, 2007 i 2009 godine, promet na berzama je minoran na što je uticala, izmedju ostalog, i loša likvidnost. Primjera radi, u 2010 godini se, na obje berze trgovalo sa 54,89 milona €, što je šest puta manje nego godinu ranije. Obavljeno je 19,9 hiljada transakcija ili 2,4 puta manje nego 2009 godine. U navedenoj godini, a i prije, investitorima su najsigurnije za kupovinu bile obveznice stare devizne štednje, obveznice po osnovu restitucije, kao i obveznice opština u koje je ukupno uloženo najviše novca, nešto više od 7,7 miliona €. Nadalje, primarna emisija je isto tako minorna i u periodu 2004 – 2009 godine iznosi svega 66,4 miliona €. Kako je primarna trgovina minorna odnosno sekundarna trgovina dominantna to je znak da tržište kapitala nije izvor finansiranja za privredu i to je razlog odsustva veze izmedju kretanja berzanskih indeksa i BDP-a. Kako vremenom bude opadalo učešće špekulativnih transakcija, a bude raslo učešće prometa primarnih emisija akcija i korporativnih hartija od vrijednosti „jačaće“ veza izmedju tržišta kapitala i privrednog rasta.

Razlozi loše likvidnosti i niskog obima prodaja na crnogorskim berzama mogu se objasniti kombinovanim uticajem nekoliko faktora i to:

- firme mogu dobiti jeftinije kredite nego što ih košta proces izdavanja hartija od vrijednosti
- postoji nesigurnost uspješnosti emisije hartija od vrijednosti
- država nije mnogo uspjela u podsticaju da se akcionarska društva uvrste u kotaciju na berzi
- uprave firmi ne žele da se javno objavljuju finansijski izvještaji kako bi od države, zaposlenih i poslovnih partnera sakrivali poslovne rezultate
- strah uprava firmi od gubitka kontrole nad firmom zbog trgovanja akcijama sa pravom glasa, odnosno težnja da se ostvari kontrolni paket akcija (iznad 50%) i time zamrzne dalja kupoprodaja.
- Postojanje (do Januara 2011) dvije berze i to u relativno maloj državi.

Trendovi berzanskih indeksa pokazuju nagli rast pa onda oštar pad. Berzanski indeksi predstavljaju tehničke metode mjerjenja promjena cijena akcija. Osnovni cilj izračunavanja i objavljivanja indeksa je pružanje informacija javnosti o kretanjima na pojedinim segmentima tržišta. Crnogorske berze su do 31.12.2010 godine izračunavale tri berzanska indeksa i to:

- Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore (NEX Montenegro) izračunava indekse NEX20 i NEX PIF
- Montenegroberza izračunava indeks MOSTE

Indeks NEX20 je formiran od 20 emitentata koji imaju najveću tržišnu kapitalizaciju, ostvareni promet i broj poslova na berzi NEX Montenegro. Indeks je težinski, što u ovom slučaju znači da se učešće pojedinog emitenta u indeksu određuje na osnovu kapitalizacije, prometa i broja sklopljenih poslova na berzi NEX Montenegro. Učešće pojedinih emitentata u indeksu je utvrđeno na osnovu sljedećih kriterijuma:

- Tržišna kapitalizacija – 80%
- Ostvareni promet – 10%
- Broj poslova sklopljenih na berzi NEX Montenegro – 10%

Indeks NEX PIF je formiran od akcija šest Fondova zajedničkog ulaganja. Indeks je težinski što u ovom slučaju podrazumijeva da se učešće pojedinog fonda u indeksu određuje na osnovu kapitalizacije, broja akcija fonda i broja sklopljenih poslova na berzi NEX Montenegro. Učešće pojedinih fondova u indeksu je utvrđeno na osnovu sledećih kriterijuma:

- Tržišna kapitalizacija fonda – 50%
- Broj akcija fonda – 25%
- Broj poslova sklopljenih na berzi NEX Montenegro od početka trgovanja akcijama fonda – 25%

Izračunavanje vrijednosti indeksa NEX PIF, kao što je to slučaj i kod indeksa NEX20, se obavlja u realnom vremenu, tj. nakon svakog sklopljenog posla

Indeks MOSTE je uveden 01. marta 2003. godine i obuhvata kretanje cijene akcija 29 kompanija iz različitih oblasti ekonomije s kojima se najčešće trguje na Montenegroberzi, kao i akcija šest Fondova zajedničkog ulaganja.

Indeks MOSTE je cjenovni indeks i izračunava se u realnom vremenu na osnovu prosječne cijene hartija koje ulaze u sastav indeksa. Kriterijum za ulazak u sastav indeksa je frekvencija trgovanja s određenom hartijom, tj. njena likvidnost.

Procijenili smo da je bitno prikazati promjenu indeksa u odnosu na početno stanje tj početnu vrijednost kako bi izvukli odredjene zaključke. Slijedi pregled navedenih promjena:

	MOSTE	NEX 20	NEX PIF
Vrijednost na 31.12.2009	638,99	14.596,88	7.020,66
Apsolutna promjena indeksa u 2009	+ 169,46	+ 4.593,95	+ 1.176,02
Početna vrijednost indeksa (Mart 2003)	100	1.000,00	1.000,00
Maksimalna vrijednost tokom 2009 god	973,32	19.135,38	12.794,85
Maksimalna istorijska vrijednost	2.455,4 (07.05.2007)	48.617,88 (07.05.2007)	50.780,54 (17.08.2007)
Minimalna istorijska vrijednost	94,8 (23.06.2004)	918,57 (14.04.2003)	959,53 (02.04.2003)
Godišnji rast 2009	36,1%	45,9%	20,1%

Izvor: Montenegroberza i Nex Montenegroberza

Evidentno je da su promjene pozitivne što pokazuje prosječni godišnji rast, ali se ima u vidu njihovo dosezanje maksimalne vrijednosti u odnosu na sadašnje stanje odnosno vrijednost na 31.12.2009 godine. Naime, 2007 godinu obilježilo je kretanje indeksa te značajan pad na kraju 31.12.2009 godine. Dakle, 2007 godinu karakterišu špekulativne radnje na tržištu hartija od vrijednosti koje devalviraju ostvarene prosječne vrijednosti indeksa. Ne osporava se i činjenica da se radi o veoma „plitkom“ tržištu. Kada to kažemo, mislimo da su oscilacije na crnogorskom tržištu izraženije nego na razvijenijim tržištima. Isto tako na razvijenim i većim tržištima kapitala periodi rasta ili pada su duži, dok su stope rasta i pada manje.

Povrh tzv atraktivnosti akcija u 2007 godini, osnovni uzrok daljnje neatraktivnosti je netransparentnost poslovanja preduzeća ili bolje rečeno ne dovodjenje veze poslovanja preduzeća u odnosu na cijenu akcija. Dakle, kotiranje na berzi („A“ i „B“ lista) obavezuje akcionarska društva na

ispunjavanje određenih uslova kao što su periodično objavljivanje finansijskih izvještaja kao osnove razumijevanja sigurnosti i uspješnosti poslovanja preduzeća. Kako to nije slučaj, to nijesu ni osnovni uzroci donošenja odluke o kupovini i prodaji akcija.

Porast prometa i transakcija, povećana tržišna kapitalizacija te povećanje vrijednosti akcija više se može tumačiti ulaskom jakih institucionalnih investitora nego li rezultatom poslovanja preduzeća ili sagledavanjem odnosno odabirom optimalnog portfolija, uključujući sistemski (tržišni) i nesistemski (specifični) rizik odnosno rizik firme preduzeća.

Razmatrajući proces masovne vaučerske privatizacije i ulogu privatizacionih fondova te stavljujući akcenat na disperziranu strukturu vlasništva i ponašanje menadžmenta, dr Popović Milenko u knjizi „Privredni rast Crne Gore“ ([dr Popović Milenko, 2010](#)) konstatiše da je disperzirana struktura vlasništva, zbog korekcija i kazni koje stižu sa tržišta kapitala, podnošljiva kod velikih preduzeća, ali je, posebno nepogodna kod manjih firmi, a takve su mahom naše vaučerizovane firme. Korekcije ponašanja menadžmenta, koje stižu sa tržišta kapitala, ovdje ne funkcionišu. Prvo, zato jer se radi o manjim firmama koje tržište kapitala ne može ispratiti, čije cijene akcija ne zavise od informacija o fundamentalnim faktima o preduzeću jer takve informacije i ne postoje (pošto su jako skupe) uslijed čega ne postoji mogućnost „kažnjavanja“ menadžmenta kada vrijednost akcija počne padati. Analizirajući tržište kapitala i odnos menadžmenta, autor naglašava da „naše tržište kapitala je ekstremno tanko, što ne znači da ne može poslužiti kao indikator rada menadžmenta ni kod velikih firmi, pa se stoga ni ovde ne koristi kao indikator rada menadžmenta. U ovakovom ambijentu menadžeri nemaju interesa za stvaranje i realizaciju razvojnih projekata preduzeća“. Obraćajući pažnju na privatizacione fondove, autor navodi: „Privatizacioni fondovi, koji se javljaju kao stockholderi vaučerizovanih preduzeća, umjesto da budu rješenje problema, postaju poseban problem. Oni dodatno doprinose slabljenju prava vlasništva akcionara, te iscrpljivanju i smanjivanju supstance firmi. Primijećeno je i fiktivno povećanje aktivnosti fondova na tržištu, tj. kupovanje i prodaja akcija čiji je cilj prosto povećanje provizija fondova, što dovodi daljem iscrpljivanju vrijednosti imovine akcionara

društva. Posebno je uočena pojava kupovina akcija sa jakim konfliktom interesa, tj. kupovanja akcija preduzeća koja su u vlasništvu nekoga od vlasnika društva za upravljanje fondovima. Nije potrebno ni napominjati da su cijene po kojima su trgovine takvih akcija obavljene bile daleko veće od njihovih tržišnih cijena“.

Ukoliko bi doveli u vezu rast BDP-a i tržišta kapitala (berzanski indeksi) mogli bi zaključiti da je ta veza u Crnoj Gori vrlo slaba. Na osnovu podataka saopštenih o rastu BDP-a i berzanskih indeksa ne vidi se čvrsta veza jer je BDP rastao i onda kada su indeksi stagnirali i kada su rasli i kada su opadali. Veoma visoke stope rasta BDP-a su ostvarene tokom 2007 godine i 2008 godine, kada su berzanski indeksi oštro padali. Rezultati pokazuju da razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori nije uticao na rast BDP, što je suprotno i teoriji i empirijskim studijama iz velikog broja drugih zemalja. Crnogorsko iskustvo je pokazalo da postoji samo veza izmedju razvoja bankarskog sistema i rasta BDP-a, a ne i tržišta kapitala. Mada se mora imati oprez jer i mnogi drugi faktori izvan posmatranih utiču na rast BDP, poput uspostavljenе makroekonomskе stabilnosti, reformi, eurizacije, prirodnog potencijala za razvoj turizma i dr.

Smatramo za bitnim da obratimo pažnju na odredjene vrste rizika firmi u finansijskom poslovanju. Rizici sa kojima se susrijeću firme mogu se podijeliti na: poslovne i opšte rizike.

Poslovni rizici predstavljaju onaj skup rizika koje firme dobrovoljno preuzimaju na sebe kako bi ostvarile profit. U ovaj skup spadaju: finansijski rizik, tehnološki rizik, rizik uspješnog plasmana proizvoda, rizik uspješnog oglašavanja proizvoda i dr.

Rizici nad kojima firme nemaju kontrolu nazivaju se opšti rizici. U okviru ovog skupa rizika spadaju: strateški rizik, rizik države te pravni rizici. Glavna karakteristika ovih rizika je nepredvidivost i nemogućnost zaštite od njih.

Zbog raznovrsnosti i složenosti finansijskih rizika u modernom poslovanju, u stručnoj literaturi se pojavljuje mnoštvo klasifikacija i vrsta finansijskih rizika ([Crouhy Michael, 2001](#)). Dvije su najznačajnije grupacije:

- Tržišni rizik i
- Kreditni rizik

U okviru tržišnog rizika razlikuje se: rizik promjene cijena akcija, kamatni rizik, rizik promjene cijene proizvoda i roba.

Kada je u pitanju tržišni rizik, on se raščlanjuje na: transakcijski rizik i rizik koncentracije portfolija

Tržišni rizik nastaje kao poslijedica promjena cijena hartija od vrijednosti na finansijskom tržištu. Mnogi autori (Marrison, Dowd) pod pojmom tržišnog rizika smatraju samo rizik promjene cijena hartija od vrijednosti, dok kamatni i valutni rizik tretiraju posebno zbog njihove važnosti. Prva podjela tržišnog rizika se odnosi na podjelu rizika hartija od vrijednosti na opšti sistemski tržišni rizik koji se odnosi na osjetljivost pojedine hartije od vrijednosti ili portfolija na promjene tržišnih indeksa i na nesistemski rizik ([Crouhy, Galai, Mark, 2001](#): str 178). Nesistemski ili specifični rizik se odnosi na dio volatilnosti (nepredvidljiva promjena neke varijable u vremenu, što veća volatilnost to je i veći rizik prinosa) pojedine hartije od vrijednosti kojeg određuju faktori karakteristični za pojedinu firmu.

Kreditni rizik predstavlja rizik da dužnik neće ispuniti svoju novčanu obavezu, na vrijeme i pod uslovima postavljenim u ugovoru. U tradicionalnom bankarstvu kreditni rizik predstavlja najvažniju vrstu rizika. U najširem smislu, kreditni rizik označava i rizik od smanjenja kreditnog rejtinga dužnika ili izdavaoca hartija od vrijednosti.

Operativni rizik je rizik gubitka koji nastaje uslijed neadekvatnosti odnosno smanjenja poslovnih procesa, ljudskog resursa ili uslijed spoljnih uticaja. Operativni rizici nastaju kao posljedica: pogrešnog izvještavanja, radnih navika i sigurnosti na radnom mjestu, zloupotrebe povjerljivih informacija, pranja novca, šteta na materijalnoj imovini i dr. Negativna posljedica operativnog rizika je direktni finansijski gubitak.

Dakle, u poslovanju sa akcijama najznačajniji je tržišni rizik. Uz tržišni rizik, tj neizvjesnost u promjeni cijene hartija od vrijednosti, u Crnoj Gori je dugo bio veoma jako značajan i **rizik nelikvidnosti**. Rizik nelikvidnosti se može mjeriti posmatranjem raspona izmedju kupovne i prodajne cijene.

Tržišni rizik je najlakše identifikovati i kvantificirati jer se cijene hartija od vrijednosti bilježe prilikom svake transakcije.

Kako smo utvrdili da su u Crnoj Gori jako izražene promjene cijene akcija, posmatrano u dužem vremenskom periodu, može se zaključiti da su najčešći uzroci promjene cijene akcija u neskladu ponude i potražnje, neobjavljinjanje poslovnih rezultata firmi koje se kotiraju na berzi, spajanja a posebno razdvajanja firmi (Luka Bar, Elektroprivreda, Željeznica Crne Gore i dr) te promjene kamatnih stopa. Još jedna karakteristika tržišta kapitala u Crnoj Gori je pojava tzv „blok trgovine“ odnosno trgovine akcija koju su odradjivali krupni akcionari te se još jednom pokazalo da nema likvidnog tržišta kapitala bez aktivnog učešća malih akcionara (bum 2007). I investicioni fondovi nijesu odigrali svoju ulogu ako se ima u vidu da kompanije u kojima su većinski vlasnici, skoro konstantno, iskazuju gubitke u poslovanju. S jedne strane, investicioni fondovi su u potrebi da investiraju u takve kompanije kako bi ih održali u životu, a s druge strane imaju želju da prodajom tih akcija riješe svoje probleme povodom pitanja likvidnosti. Kako su dvije opcije teško ostvarljive, ostaje im da čekaju, a problemi se usložnjavaju. Dakle, velike ambicije investicionih fondova nijesu bile zasnovane na realnim procjenama već na špekulacijama od kojih se izdvaja prodaja dijela imovine firmi i naplata dijela uloženog novca.

Posmatrajući tržište kapitala u Crnoj Gori, posebno koncentraciju kapitala krupnih investitora odnosno kupovinu akcija u jednu firmu gdje je imperativan cilj investitora da se stekne dominantno vlasništvo, moglo bi se zaključiti da:

- investitori ne procjenjuju rizičnost investicije na bazi varijabilnosti njenih očekivanih prinosa
- investitori ne donose odluke isključivo na osnovu očekivanog prinosa i rizičnosti
- investitori, za dati nivo rizičnosti, ne preferiraju veći prinos od manjega jer ne uzimaju u obzir prethodna dva parametra
- investitori se odlučuju za kupovinu akcija one firme koja je imovinski (pretežno zemljište i objekti) atraktivna za buduće transakcije u pogledu stalne imovine
- investitori ne vode računa o kombinaciji prinosa pojedinih portfelja kako bi optimizirali ukupni portfolio.

Kako postoje optimalni kompromisi izmedju očekivanih prinosa i rizika, u narednom dijelu ovog rada pokazat ćemo kako je moguće maksimizirati očekivani prinos uz minimizaciju rizika. Ovo razmatranje je teorijsko – praktičnog karaktera i podrazumijeva da se rizik može smanjiti putem diverzifikacije portfelja akcija.

Prepostaviti ćemo da se portfelj sastoji od akcija u dvije firme. Nije bitan vlasnički udio u pojedinim firmama, ali možemo prepostaviti da je to isti udio od po 30%. U ukupnom portfelju sa kojim raspolažemo, akcije jednog preduzeća participiraju sa 40%, a akcije drugog preduzeća u ukupnom portfelju participiraju sa 60%. Očekivani prinosi akcija u prvoj firmi su 15% a u drugoj 6%. Prepostavljamo da su standardne varijacije akcija A1 0,2 i 0,15. Koeficijenat korelacije akcija je jednak 0. Rizičnost portfelja bi se računala na slijedeći način:

	Udio u portfelju	Očekiv prinos	Standna devijacija δ	$w^2 i \delta^2 i$
A1	40%	15%	20%	0,64 %
A2	60%	6%	15%	0,81 %
	100%	-	-	12,04 %

$$\delta_P = \sqrt{w_1^2 \delta_1^2 + w_2^2 \delta_2^2} = \sqrt{0.4^2 \cdot 0.2^2 + 0.6^2 \cdot 0.15^2} = 0.120416 \quad (15)$$

5.3. Fundamentalna i tehnička analiza u predviđanju očekivanih trendova na tržištu kapitala

Fundamentalna analiza, kao i sve analize, polazi od prepostavke da tržište nije savršeno efikasno te da informacijama dobijenim fundamentalnom analizom investitor može pobijediti tržište. Finansijski stručnjaci prepostavljaju da fundamentalna analiza djeluje na slabo razvijenim i srednje razvijenim tržištima dok na potpuno efikasnim tržištima nije od koristi.

Fundamentalna analiza predstavlja rezultate čitavih ekonomija, industrijskih grana i samih kompanija. Kao i kod većine analiza cilj fundamentalne analize je predviđanje kretanja cijena akcija pojedinih kompanija kroz određeno vremensko razdoblje.

Fundamentalna analiza je metod za procjenu „fundamentalne vrijednosti“ i posla kompanije mjeranjem njene „unutrašnje, pravedne“ vrijednosti. Cilj analize jeste da se odredi unutrašnja (objektivna, pravedna) vrijednost date

hartije od vrijednosti (akcije), koju investitor može da uporedi sa trenutnom tržišnom cijenom. Ako je tržišna cijena ispod procijenjene, smatra se da investitor treba da kupuje akcije, pošto je ista podcijenjena, i obrnuto.

Fundamentalna analiza je korisnija za dugoročne investitore, koji kupuju podcijenjene akcije i čekaju da one dostignu svoju realnu tržišnu vrijednost, nego za kratkoročne, koje su više špekulativne prirode.

U fundamentalnoj analizi analiziraju se slijedeći faktori:

- Makroekonomski faktori (medjunarodno okruženje, državna ekonomija, stanovništvo, profitabilnost ...)
- Industrijski uslovi (tehnologija, trgovinska politika, barijere, monopolii)
- Poslovanje kompanije (finansijski izvještaji)
- Kvalitativni i kvantitativni faktori

Već smo napomenuli da finansijski izvještaji služe kao osnova za analizu i njihovi rezultati se neizostavno koriste u predviđanju trendova cijena na tržištima kapitala. Međutim, kod nas to nije slučaj ali smatramo za bitnim da ukažemo da teorija i praksa poznaju dvije vrste analiza tj fundamentalnu i tehničku analizu. Nas u ovom slučaju zanima fundamentalna analiza.

Nasuprot fundamentalnoj, **tehnička analiza** je oblik tržišne analize koji obuhvata ponudu i potražnju hartija od vrijednosti na osnovu ispitivanja cijene i obima trgovine. Zasniva se na analizi grafičkih prikaza i trendova koji su rezultat empirijskog istraživanja u ovoj oblasti.

Tehnička analiza se odnosi na proučavanje ponašanja samog tržišta, a ne roba i proizvoda sa kojima se trguje na tržištu. Ovaj metod je, takodje, karakterističan po činjenici da su više naglašene akademske osnove nego praktična primjena.

Indikatori tehničke analize uključuju:

$$\text{EPS (zarada po akciji)} = \frac{\text{Neto prihod} - \text{Dividende na preferencijalne akcije}}{\text{Prosječne akcije u portfelju investitora}} \quad (16)$$

EPS daje informaciju o tome koliko je profitabilna firma. Zarada po akciji se uglavnom računa za poslednja četiri kvartala jer investitori i analitičari imaju tendenciju da predvidjaju dobit u predstojeća četiri kvartala i, na toj osnovi, da izračunavaju EPS. I P/E

$$P/E \text{ (odnos cijene i zarade po akciji)} = \frac{\text{Tržišna cijena akcije}}{\text{Zarada po akciji (EPS)}} \quad (17)$$

Visoki P/E znači visok projektovani budući profit i on ima značaj ako se uporedi P/E firmi u okviru iste grane odnosno djelatnosti ili na tržištu kao cjelini ili sa istorijskim vrijednostima P/E odnosne firme. Ako je P/E firme veći od industrijskog prosjeka ili tržišnog prosjeka, znači da su tržišna očekivanja za nekoliko sljedećih mjeseci ili godina visoka. U stvari, visoki P/E pokazuje da firma ima dobre izglede budućeg rasta, ali i visoki pokazatelj može sugerirati da je akcija precijenjena.

Drugi značajni indikator je PB – cijena u odnosu na evidenciju što pokazuje odnos izmedju tržišne cijene i knjigovodstvene vrijednosti. Naime, ovaj indikator se mjeri odnosom duga i akcijskog kapitala i pokazuje kolika je zaduženost.

$$PB \text{ (cijena u odnosu na evidenciju)} = \frac{\text{Ukupna pasiva}}{\text{Akcijski kapital}} \quad (18)$$

Nizak indikator PB može značiti da je akcija potcijenjena ili da nije nešto u redu sa poslovanjem firme jer firma ne vrijedni mnogo na tržištu. Viski indikator znači da firma finansira svoj razvoj pomoću pozajmljenih sredstava, što može biti rezultat nestabilne cijene akcija i visok rizik.

Drugi značajni indikatori uključuju samjeravanje odnosa izmedju aktive i pasive, neto profit i aktivu (ROA), neto profit i kapital (ROE) i druge finansijske indikatore o kojima je bilo riječi.

5.4. Operativna primjena fundamentalne i tehničke analize u predvidjanju cijene akcija

U ovom dijelu rada cilj je da se utvrdi tržišna vrijednost akcija jednog subjekta – akcionarskog društva primjenjujući fundamentalnu i tehničku analizu.

Objektivna potreba utvrđivanja citirane (tržišne) vrijednosti proističe iz činjenice da se ona u poslovnim evidencijama emitenta vodi po nominalnoj vrijednosti dok tržišna vrijednost znatnije odstupa od nominalne i knjigovodstvene vrijednosti.

Takav zahtjev uslovjava utvrđivanje ne samo tržišne vrijednosti običnih akcija već i prinosne vrijednosti, vrijednosti akcija na bazi neto imovine i knjigovodstvene vrijednosti. Dakle, u pitanju su više metodoloških vrijednosti od kojih je referentna za ovaj slučaj – tržišna vrijednost.

Za emitenta važe slijedeće karakteristike:

- posluje kao akcionarsko društvo
- osnovna djelatnost obuhvata kreditne, depozitne, garantne poslove, poslove platnog prometa i poslove sa stanovništvom
- ima razudjenu organizacionu strukturu (centralu, filijale, ekspoziture ..)
- ima predstavništva u inostranstvu
- članica je grupacije koja ima raznorodne djelatnosti
- minimalni iznos kapitala za osnivanje je 5,0 miliona € izražen u akcijama.
- nominalna vrijednost akcionarskog kapitala je 23.259.000 € izražen u broju akcija od 36.518 običnih i 10.000 povlašćenih, jedinične nominalne vrijednosti od 500 €.

Prava, obaveze i odgovornost nosilaca akcija su:

- prava akcionara razvrstana su na: imovinska, neimovinska i posebna prava. Iz ovih kategorija izdvajamo slijedeća prava:
 - pravo na upravljanje
 - pravo učešća u profitu društva u obliku dividende
 - pravo na dio preostale imovine društva nakon likvidacije
- pravo na uvid u poslovanje društva (finansijski izvještaji i izvještaji revizora)
- odgovornost akcionara je ograničena do visine uloga u društvu, tako da akcionari nemaju druge obaveze prema društvu

Kako u strukturi kapitala figuriraju i prioritetne akcije, one su bez prava upravljanja, a imaocima daju slijedeća prava:

- pravo na kumulativnu dividendu najmanje 7% godišnje od nominalne vrijednosti emisije akcija, prije isplate dividende vlasnicima običnih akcija,
- pravo konverzije ove klase akcija u obične akcije, pod uslovom da su izmirene sve obaveze prema vlasnicima povlašćenih akcija,
- pravo preče kupovine akcija u slučaju povećanja kapitala subjekta novčanim ulozima te druga prava utvrđena Zakonom i Statutom subjekta.

Knjigovodstvena vrijednost akcija, metodološki, je izračunata na slijedeći način:

(UKUPNA AKTIVA – DUGOROČNA REZERVISANJA i OBAVEZE) / BROJ AKCIJA (19)

S obzirom da je završni račun odnosnog subjekta za 2010 godinu revidiran od strane nezavisne revizorske firme, te da je dato pozitivno mišljenje da „finansijski izvještaji prikazuju objektivno i istinito finansijsko stanje subjekta na dan 31. decembra 2010 godine i rezultate njenog poslovanja ...“, podaci o imovini, obavezama i kapitalu se smatraju relevantnim za proračun knjigovodstvene vrijednosti akcija.

Izvršen je slijedeći proračun:

- Aktiva	182.600.000 €
- Uкупne obaveze	153.746.000 €
- Kapital	28.514.000 €

Knjigovodstvena vrijednost akcija na dan 31.12.2010 godine je:

$$28.514.000 / 46.518 = 612,97 €$$

U odnosu na nominalnu vrijednost akcija od 500 €, utvrđeno je da je knjigovodstvena vrijednost akcija je veća za 23%.

U slijedećoj iteraciji obradjeni su bitni podaci za analizu u cilju određenja tržišne vrijednosti akcija. Pristup procjeni tržišne vrijednosti akcije moguće je odrediti na više načina pri čemu se bira onaj metod koji u datim okolnostima daje najbolji rezultat. Kako prinosi mogu biti istorijski i projektovani, tako i cijena akcija se može procijeniti polazeći od istorijskih ali i sadašnjih podataka.

Za potrebu procjene sadašnje tržišne vrijednosti akcije odnosnog subjekta analizirali smo podatke u vezi kretanja broja akcija, običnih i povlašćenih, zatim ostvarenih dobitaka, isplaćenih dividendi i dr.

Na osnovu podataka iz završnih računa, koji su svake godine revidirani od strane ovlašćenog revizora, u periodu od 2005 do 2010 godine izračunali sljedeću seriju podataka i izvedenih pokazatelja prikazanih u narednoj tabeli.

RB	Pozicija / Godina	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proslek
1	Dobit nakon oporezivanja	933.000	1.087.000	1.718.000	974.000	1.161.000	306.000	1.029.833
2	Dobit vlasnika običnih akcija	933.000	1.087.000	1.368.000	624.000	811.000	6.000	804.833
3	Broj akcija	17.650	27.216	33.216	46.518	46.518	46.518	
3.1	<i>Obične akcije</i>	17.650	27.216	33.216	36.518	36.518	36.518	31.273
3.2	<i>Prioritetne akcije</i>	-	-	10.000	10.000	10.000	10.000	
4	Nominalna vrijednos akcije - €	500	500	500	500	500	500	
5	Ispalćena dividenda	933.000	1.087.000	917.000	350.000	350.000	300.000	656.167
5.1	<i>Obične akcije</i>	933.000	1.087.000	567.000	-	-	-	
5.2	<i>Prioritetne akcije</i>	-	-	350.000	350.000	350.000	300.000	
6	Pokazatelji							
6.1	Dobit po akciji (1/2)- €	52,86	39,94	51,72	20,94	24,96	6,58	33
6.2	EPS - Dobit po običnoj akciji (2/3.1)	52,86	39,94	41,18	17,09	22,21	0,16	29
6.3	Dividenda po običnoj akciji (5.1/3.1)	52,86	39,94	17,07	0,00	0,00	0,00	18
6.4	Racio plaćanja dividende (6.3/6.2)	1,00	1,00	0,41	0,00	0,00	0,00	
6.5	Racio akumuliranog dobitka	0,00	0,00	0,59	1,00	1,00	1,00	0,60
6.6	Stopa dividende (6.3/4)	10,57	7,99	3,41	-	-	-	3,66
6.7	Stopa dividende uklj ner dobit(6.2/4)	10,57	7,99	8,24	3,42	4,44	0,03	5,78
7	Proslek ispl divid za 6 godina	933.000	1.087.000	567.000	-	-	-	431.167
8	Proslek broja akcija za 6 god	17.650	27.216	33.216	36.518	36.518	36.518	31.273
9	Prosječno ispl div po akciji za 6 god							13,79
10	Cijena akcije na tržištu (31.12)	600	1.500	2.700	2.430	2.550	2.295	
11	Dobit po običnoj akciji	52,86	39,94	51,72	20,94	24,93	6,58	
	Povrat invest 2006=((1500-600)+39.94))/600		1,5666	0,83448	(0,10776)	0,039123	(0,10258)	
	Povr inv (156+83-10+3,9-10,2)/4 (arit sred)						55,746%	

	Param za izračun (g) održ st rasta div	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Prosjek
Vrijednost imovine	50.060.000	87.512.000	146.077.000	157.637.000	160.123.000	182.260.000		
Vrijednost kapitala	9.788.000	14.725.000	29.008.000	27.935.000	28.804.000	28.514.000		
% uč Kapitala u ukupnoj imovini	19,6	16,8	19,9	17,7	18,0	15,6		
Netto dobit	933.000	1.087.000	1.718.000	974.000	1.161.000	306.000		
Ukupni prihodi	6.710.000	8.098.000	14.715.000	14.669.000	14.238.000	14.559.000		
Prihodi od kamata	3.621.000	4.437.000	7.530.000	10.284.000	9.475.000	9.286.000		
Povrat na kapital i imovinu (ROE)								
ROE (Netto dobit/Vrijed kapitala)	9,53	7,38	5,92	3,49	4,03	1,07	5,24	
ROE (Netto dobit/Vrijed imovine)	1,86	1,24	1,18	0,62	0,73	0,17	0,97	
Du Pontova formula ROE								
ROE = (Nd/Up)*(Up/Vr im)	1,86	1,24	1,18	0,62	0,73	0,17	0,97	
1 Knjigovodstv vrijedn imovine	50.060.000	87.512.000	146.077.000	157.637.000	160.123.000	182.260.000		
2 Vrijednost obaveza						153.746.000		
3 Vrijednost netto imovine	9.788.000	14.725.000	29.008.000	27.935.000	28.804.000	28.514.000		
4 Ukupan broja akcija	17.650	27.216	33.216	46.518	46.518	46.518		
5 Knjigovodstv vrijednost akcije	554,56	541,04	873,31	600,52	619,20	612,97		
Promjena akcije u odn nom vrijed	1,109	1,082	1,747	1,201	1,238	1,226	1,27	

Na bazi istorijskih podataka došli smo do slijedećih podataka:

- U svim posmatranim godinama subjekt je ostvario dobit na kraju poslovne godine ali koji je opadao iz godine u godinu
- Dobit na obične akcije takođe je ostvarena u svakoj godini. U 2007 godini bila je najveća u ukupnom iznosu a u 2010 najmanja.
- Od 2005 do 2007 godine isplaćene su dividende na obične akcije
- Isplaćivana je dividenda na prioritetne akcije od 2007 godine kada su emitovane. Od 2007 zaključno sa 2009 godine isplaćeno je 35 € po akciji (7% na nominalnu vrijednost) a u 2010 godini 30 € po akciji (6%).

U određenju tržišne vrijednosti akcija pošli smo od definicije koja je prezentirana Medjunarodnim računovodstveni standardom 39: „najbolji dokaz fer vrijednosti su kotirane cijene na aktivnom tržištu. Ako tržište za neki finansijski instrument nije aktivno, entitet treba da utvrdi fer vrijednost korišćenjem tehnike procjene. Cilj korišćenja tehnike procjene je da se utvrdi koja bi bila cijena transakcije na dan odmjeravanja u nezavisnoj razmjeni podstaknutoj uobičajenim poslovnim razmatranjima. Tehnike procjene obuhvataju nedavne direktnе tržišne trasakcije izmedju obaviještenih, voljnih strana, ukoliko je dostupna, referencu na aktuelnu fer vrijednost drugog instrumenta koji je suštinski isti, analizu diskontovanih tokova gotovine i modele za određivanje cijene opcija. Ako postoji tehnika procjene koju obično koriste učesnici na tržištu za određivanje cijene instrumenata i ako se pokazalo da ta tehnika daje pouzdane procjene cijena koje se mogu naći u stvarnim tržišnim transakcijama, entitet treba da koristi tu tehniku“.

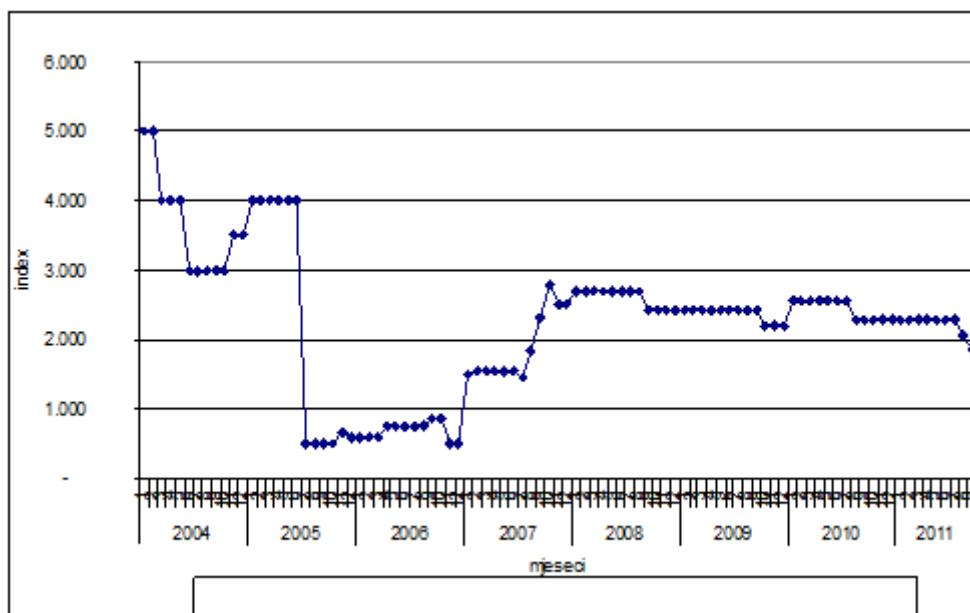
Tržišna cijena obične akcije predmetnog subjekta kretala se na sljedeći način:

Cijena	Najviša (€)	Najniža (€)
Ove godine	2.295	1.858,95
Prije šest mjeseci	2.294,99	2.294,99
Prije godinu dana	2.549,99	2.294,99
Prije dvije godine	2.550	2.187
Ikada	5.266,66	
Cijena zadnje transakcije	1.858,95	

(Izvor: Montenegroberza.com)

Najviša cijena pojedinačne obične akcije predmetnog subjekta bila je čak 5.266,7 € što je više od 10 puta veća vrijednost od nominalne vrijednosti. Nedavna direktna tržišna transakcija, u odnosu na vrijeme izrade ovog izvještaja, ostvarena je pri cijeni akcije od 1.858,95 € i najmanja je u poslednjih nekoliko godina.

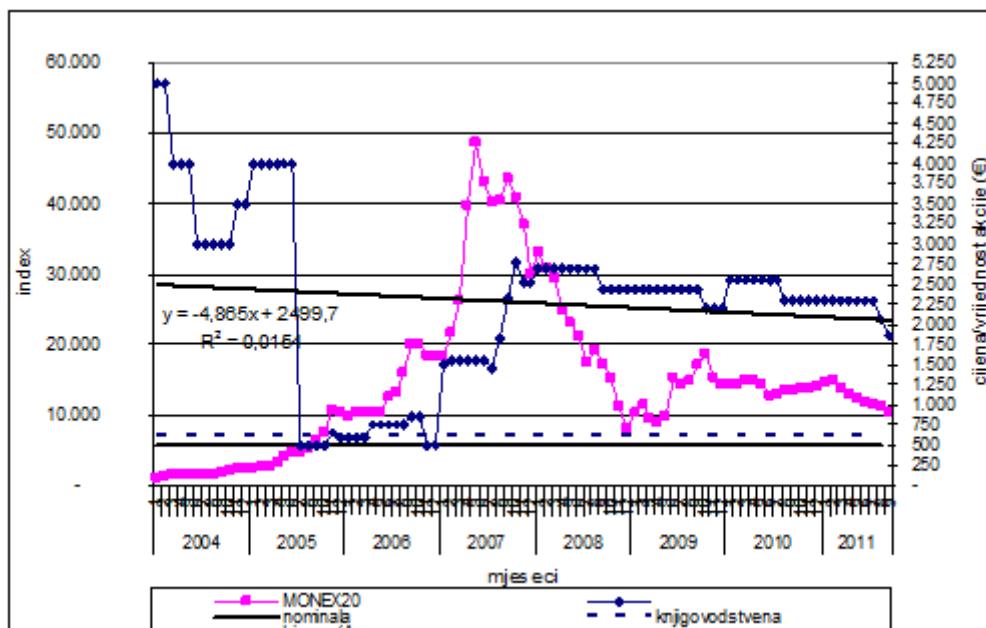
Kretanje cijene akcija od početka tržišta, tj. od 2004. god. prikazuje se na sljedećem grafikonu.



Grafikon mjesecnog kretanja cijene akcije akcionarskog društva „XXX“ pokazuje da je bila istorijski najvisočija početkom 2004. godine kada je i pokrenuto tržište akcija u Crnoj Gori. Sredinom 2005. godine dolazi do značajnog pada cijene akcije da bi u 2006. godini i kasnije cijena nastavila da raste. U 2008. i kasnije cijena je stabilna uz periodične korekcije na niže ali i na više nivoe. U drugoj polovini 2011. godine dolazi do blažeg pada ali je nivo cijene veći u odnosu na period od druge polovine 2005. godine do poslednjeg kvartala 2007. godine ali je trenutno najniža u odnosu na poslednje tri i pola godine.

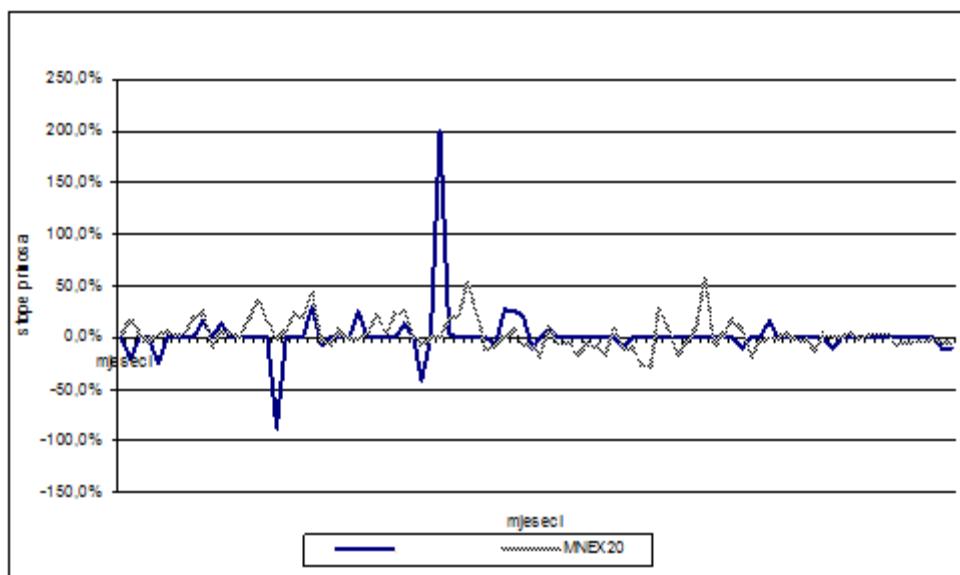
GGM model procjene vrijednosti akcije

Kretanje cijene obične akcije društva „XXX“ i tržišnog indeksa MONEX20 prikazuje sledeći grafikon.



Linearni trend kretanja cijene akcije preduzeća „XXX“ je blago opadajući ($Y=4,865X+2499,7$; ali uz mali statistički značaj od $R^2=0,0154$ ove linearne funkcije). Cijena akcija bila je visoka u početku uspostavljanja crnogorskog tržišta akcija, tj. početkom 2004 godine. U periodu berzanskog buma cijena (2007 godina) akcija cijena akcije subjekta „XXX“ je rasla ali sporijim tempom u odnosu na tržište dok je u periodu recesije cijena zadržala relativnu stabilnost. Cijena akcije subjekta „XXX“, u periodu od druge polovine 2005 pa sve do kraja 2006 godine, bila je najbliža nominalnoj i knjigovodstvenoj vrijednosti da bi od 2007 godine do danas zadržala nivo znatno iznad ove dvije vrijednosti.

Sljedeći grafikon pokazuje kretanje prinosa akcije „XXX“ i MONEX20.



Vrlo često stope prinosa na akcije subjekta „XXX“ i na tržišni index MONEX20 kretale su se međusobno u različitim pravcima ali i dinamikom. Na osnovu mjesecnih izračunata je prosječna godišnja stopa prinosa subjekta „XXX“ od 19,8%⁵ (ako bismo primijenili geometrijsku sredinu – složeno ukamaćenje, stopa bi bila negativna tj. -2,8% zbog negativnog trenda u posmatranom periodu). U istom vremenskom periodu, prosječna godišnja stopa prinosa tržišta (MONEX20) dvostruko je veća i iznosi 40% (odnosno, 28,5% dobijena množenjem mjesecnih prosjeka koji su izračunati metodom složenog ukamaćenja, tj. geometrijskom sredinom).

Regresijom je izračunata rizičnost akcije „XXX“ u odnosu na tržište (MONEX20), tj. beta koeficijent $\beta = 0,1$. Poslije proračuna, podešena beta (adjusted beta) iznosi $\beta_A=0,4$ ⁶. Dakle, prinos akcije „XXX“ tokom vremena reagovao je u pozitivnom smjeru i to jače za 0,4 nego samo tržište reprezentovanom u berzsankom i index-u MONEX20.

Po CAPM izračunata je zahtijevana stopa na akciju „XXX“. Pri tome, za bezrizičnu stopu uzima se stopa prinosa na dugoročne državne euro obveznice prodate na međunarodnom finansijskom tržištu koja iznosi 7,25%.

⁵ Metoda prostog prosjeka mjesecnom nivou a na godišnji nivo dobijena množenjem brojem 12

⁶ ($\beta_A = 2/3 * \beta + 1/3$)

Iz CAPM modela dobija se sljedeća zahtijevana stopa prinosa:

$$r_{xxx} = R_{fr} + \beta * (E_{(Rm)} - R_{fr}) \quad (19)$$

za:

$$R_{fr} = 7,25\%;$$

$$\beta = 0,4;$$

$$E_{(Rm)} = 40\%$$

$$r_{xxx} = 20,4\%$$

Zahtijevana stopa prinosa od 20,4% nešto je veća od istorijske prosječne godišnje stope prinosa na akcije „XXX“ koja iznosi 19,8%.

Ako u model CAPM uzmemos tržišnu stopu prinosa izračunatu metodom geometrijske sredine (koja podrazumijeva reinvestiranje u svakom posmatranom mjesecnom periodu, tj. po složenom kamatnom računu), odnosno vrijednost $E_{(Rm)} = 28,5\%$ zahtijevana stopa prinosa će biti 15,8%.

Gordonov model rasta (GGM) na osnovu rasta dividende

Gordonov model rasta računat na osnovu projekcije rasta buduće dividende po akciji i zahtijevane stope prinosa na akciju „XXX“ u opštem slučaju glasi:

$$V_0 = D_0 * \frac{1+g}{r-g} \quad (20)$$

Ako procijenimo da će se u budućem periodu ostvariti dobit (isplata dividende) od oko 35€ (ili 7% nominalne vrijednosti), kao srednja vrijednost dobiti iz proteklih nekoliko godina, izuzimajući 2010 godinu kada nije ostvarena dobit/dividenda na obične akcije, uz rast od 6% godišnje (na osnovu istorijskog kretanja stope pada, ali sada kao oporavak uz pretpostavku da će ekonomski uslovi u narednom periodu biti u pravcu oporavka od recesije) imamo sljedeće početne podatke:

$$D_0 = 35\text{€} - 50\text{€};$$

$$g = 6\%;$$

$$r = 20,4\% \text{ ili } 15,8\%;$$

dobijamo sljedeće proračune:

$$\begin{array}{lllll} 1. \text{ ako je } R_m = 40\%, & \text{onda je } r_{XXX} = 20,4\% \\ \text{te za } D = 35 \text{ €}, & V_0 = 258 \text{ €} \\ \text{odnosno za } D = 50 \text{ €}, & V_0 = 368 \text{ €} \end{array}$$

$$\begin{array}{lllll} 2. \text{ ako je } R_m = 28,5\%, & \text{onda je } r_{XXX} = 15,8\% \\ \text{te za } D = 35 \text{ €}, & V_0 = 379 \text{ €} \\ \text{odnosno za } D = 50 \text{ €}, & V_0 = 541 \text{ €} \end{array}$$

Kod bilo koje pretpostavljene vrijednosti proračun sadašnje vrijednosti akcije „XXX“ je vrlo nizak, čak značajno nizak od nominalne ili knjigovodstvene vrijednosti što, uzimajući istorijat kretanja cijene akcije „XXX“ kao i uspješnost poslovanja subjekta „XXX“, ukazuje procjenjivačima da je ovaj model u konkretnom slučaju neprimjenjiv. Razlog tome je i činjenica da je subjekt „XXX“ uvijek imao konzervativan pristup u isplati dividendi iz ostvarene dobiti kao i to da poslednjih godina, nakon izdavanja povlašćenih akcija dividende na obične akcije su stavljene u drugi plan i praktično nisu isplaćivane.

Procjena cijene akcije na osnovu buduće zarade

Model procjene cijene akcije na osnovu buduće zarade bazira se na projekciju buduće cijene akcije koja se procjenjuje i buduće isplate dividende. Ako primijenimo metod trend analize u poslednju godinu dana (1. mart 2010 do 1. septembar 2011 godine) na osnovu mjesecnih podataka o kretanju cijene akcije subjekta „XXX“ dobijamo funkciju:

$$Y = -24X + 2395, (R^2 = 0,399)$$

koja pokazuje da je prosječni mjesecni pad cijene akcije 24 €, što bi na godišnjem nivou iznosilo 288 € ($24 * 12 = 288$ €). Dakle, prognozirana cijena za akciju za godinu dana bila bi 1.570 €

$$\text{današnja_cijena} - \text{prognozirana_cijena}: \quad 1.858 - 288 = 1.570 \text{ €}$$

Ako očekujemo isplatu dividende od 35 € po akciji (na osnovu istorijskih podataka to je prosječna isplata, shodno politici isplate dividende XXX) imamo potrebne elemente za primjenu modela procjene cijene akcije „XXX“ na osnovu budućih

zarada u periodu držanja akcije od godinu dana. Pri tome, zahtijevana stopa prinosa (required rate of return) je $r = 20,4\%$ polazimo od formule:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r} \quad (21)$$

Kalkulacijom pokazuje se slijedeće:

$$V_0 = \frac{35}{1+0,204} + \frac{1.570}{1+0,204} = 1.333 \text{ eur}$$

Na osnovu datih elemenata proračun sadašnje vrijednosti akcije „XXX“, nakon diskontovanja primjenom zahtijevane stope prinosa na akciju „XXX“ dobili smo vrijednost od 1.333 €. Smatramo da ova metoda daje dobar proračun vrijednosti akcije ako se uzima u obzir višegodišnji opadajući trend tržišne cijene akcije „XXX“.

Na osnovu primijenjenih metoda procjene izvode se sljedeće konstatacije i saopštava nalaz procjene tržišne vrijednosti akcije „XXX“:

- Nominalna vrijednost akcije „XXX“ iznosi 500 €, a knjigovodstvena vrijednost 612,97€ dok je tržišna vrijednost akcije na osnovu posljednje transakcije prije izrade ovog Izvještaja o procjeni bio 1.806,61 €.
- Osnov procjene čini finansijska analiza koja obuhvata trend analizu, proračun prosječnih prinosnih stopa i zahtijevane stope prinosa na osnovu CAPM modela. Analiza kretanja tržišnih cijena i tržišnog indeksa pokazuje da je prosječna godišnja stopa prinosa u poslednjih 7 godina, od kada je uspostavljena Berza, kod akcije „XXX“ iznosi 19,8% a kod stope prinosa tržišta dvostruko veća, 40% (prosti prosjek), odnosno 28,5% (geometrijska sredina – složeni kamatni račun). Pri tome, volatilnost akcije „XXX“ bila je veća (standardna devijacija 24,6%) u odnosu na tržišnu (standardna devijacija 14,6%). Uz koeficijent beta=0,4, na osnovu modela CAPM, dobijena je zahtijevana stopa prinosa od $r_{xxx} = 20,4\%$.
- Dobijeni proračun primjenom Gordonovog modela rasta (GGM) za konkretni slučaj procjene akcije „XXX“ smatramo da **nije adekvatan** jer daje rezultat vrijednosti procjene akcije „XXX“ (od 258 € do 541 €) znatno podcijenjen, ne samo u odnosu na tekuću tržišnu cijenu, već i u odnosu na knjigovodstvenu vrijednost akcije.

- Model procjene vrijednosti akcije na osnovu buduće zarade daje procijenju vrijednost akcije „XXX“ od 1.333 €. Smatramo da je ova vrijednost u sadašnjem momentu realna što sugerira da trenutno tržište precjenjuje vrijednost akcije „XXX“.
- Smatramo da je tržišna percepcija investitora godinama takva da ocjenjuju vrijednost akcije znatno iznad nominalne i knjigovodstvene vrijednosti. Smatramo da će tržišna korekcija cijene akcije „XXX“ biti prisutna u narednom periodu, shodno opadajućem trendu, zato i smatramo da sadašnja procijenjena vrijednost akcije od 1.333 € realnije odražava vrijednost akcijskog kapitala subjekta „XXX“ nego što je to sadašnja tržišna kapitalizacija.
- Procijenjena vrijednost akcije „XXX“ na dan procjene, tj. **01.09.2011 godine Iznosi 1.333 €.**

6. RAZVOJ FINANSIJSKE STRUKTURE

6.1. Oblici finansiranja rasta i razvoja preduzeća

Razvoj finansijske strukture tumačimo kao promjene iste uslijed rasta i razvoja preduzeća, a rast i razvoj preduzeća je u međuzavisnosti sa oblicima finansiranja. Kada se to ima u vidu, rast i razvoj preduzeća prate tri osnovna oblika finansiranja i to:

- Interno finansiranje,
- Akcionarsko finansiranje,
- Kreditno finansiranje

Interno finansiranje zasnovano je na ulaganju sopstvenih sredstava u vlastiti razvoj. Akcionarsko finansiranje vezano je za pravnu formu preduzeća jer akcionarska preduzeća imaju mogućnosti da svoj razvoj finansiraju izdavanjem akcija, dok drugi oblici preduzeća takvih prednosti nemaju. Ovaj oblik finansiranja predstavlja nedugovni metod ulaganja sredstava u razvoj. Kreditno finansiranje predstavlja dugovni metod ulaganja sa jasno definisanim cijenom i uslovima vraćanja sredstava.

Sva tri oblika finansiranja su komplementarna i zavisna od funkcionisanja privrednog sistema.

Nastanak novih preduzeća (inokosnih i ortačkih) se, po pravilu, finansira sopstvenim sredstvima, dok se nastanak akcionarskih preduzeća finansira akcionarskim i kreditnim sredstvima.

U daljem razmatranju razvoja finansijske strukture, ocijenili smo za shodno, da promjene finansijske strukture dovedemo u vezu sa pojedinim oblicima organizovanja preduzeća. Pošli smo od bilansa stanja i njegove evidencije. Isti klasificuje sredstva na: stalna i obrtna, a njihove izvore na:

- Sopstveni i
- Pozajmljeni kapital

Sopstveni kapital se sastoji od: osnovnog kapitala, rezervi i nerasporedjene dobiti (zadržane zarade). Naime, radi se o neročnom kapitalu, dok je pozajmljeni kapital

ročnog karaktera. Finansiranje prema roku raspoloživosti izvora se može podijeliti na kratkoročno finansiranje (kratkoročni izvori koji su raspoloživi do jedne godine), srednjoročno finansiranje (vremenski period povraćaja od jedne do pet godina) i dugoročno finansiranje (period povrata duži od pet godina).

Kada je riječ o kratkoročnom i dugoročnom finansiranju, finansijski menadžment treba da vodi računa o racionalnom učeštu kratkoročnog i dugoročnog finansiranja tako da taj odnos bude optimalan. Troškovi finansiranja veći su kod dugoročnog, jer što je duži rok otplate kredita troškovi su veći i obrnuto. Zato nije rentabilno koristiti dugoročne izvore za finansiranje kratkoročnih ulaganja, kao npr finansiranje obrtnih sredstava. Dakle odnos kratkoročnog i dugoročnog finansiranja je optimalan kada daje minimalni ukupni trošak finansiranja preduzeća.

Osnovni kapital čini kapital iz koga potiče početna imovina preduzeća. Povećanje osnovnog kapitala bilježi se novim ulozima, iz rezervi i nerasporedjenog dobitka, dok se smanjenje osnovnog kapitala bilježi po osnovu povlačenja kapitala i pokrića gubitka na teret kapitala. Dakle sopstveni ili vlastiti kapital povezan je sa osnovnim kapitalom, a osnovni kapital je u vezi sa ulaganjem osnivača, zatim sa zadržanim zaradama dok su one u međusobnom odnosu sa računom dobitka koji se evidentira u bilansu stanja i uspjeha, a čini razliku računa prihoda i računa rashoda (bilans uspjeha).

U posebnom odjeljku ovog rada tretirali smo pojedine pravne oblike preduzeća čiji izbor, odnosno opredjeljenje zavisi od više faktora. Naime, izbor za inokosno (lično) preduzeće, društvo lica ili društvo kapitala (d.o.o. i a.d) zavisi od:

- Načina pribavljanja i ulaganja sopstvenog kapitala
- Organizaciono – upravljačkih zahtjeva i rješenja
- Odgovornosti vlasnika za dugove
- Poslovnog kontinuiteta
- Kontrole učešća u ostvarenom rezultatu
- Mogućnosti transfera vlasništva
- Poreskih uslova, te
- Pozicije preduzeća u okruženju

Ukoliko bi navedene oblike preduzeća, u opštem slučaju, tretirali sa aspekta zastupljenosti na tržištu, veličine ostvarenog prihoda i veličine ostvarenog profita, mogli bi zaključiti da je:

- Po zastupljenosti na tržištu dominantno lično preduzeće (70%), privatno (20%) i društvo kapitala (10%)
- Po veličini ostvarenog prihoda je obrnut odnos gdje društva kapitala dominiraju sa 90%, a lično i partnersko preduzeće sa po 10%
- Po veličini ostvarenog profita dominiraju društva kapitala sa 70%, zatim inokosna preduzeća sa 20% i društva lica sa 10%.

Inkosno preduzeće, osnovano od strane jednog lica, karakteriše ograničena mogućnost prikupljanja kapitala odnosno svako povećanje kapitala iziskuje dodatno ulaganje i pozitivno poslovanje, dok smanjenje kapitala podrazumijeva njegovo povlačenje i isplate izazvane pokrićem ličnih rashoda.

Društvo lica koje se osniva od strane dva ili više lica karakteriše jednostavnije prikupljanje kapitala tako da se povećanje kapitala bilježi preko dodatnog uloga postojećih ortaka, pozitivnog poslovanja i prijema novih ortaka. Smanjenje kapitala podrazumijeva potpuno ili djelimično povlačenje uloga ortaka, isplate izazvane pokrićem ličnih rashoda te negativno poslovanje.

Kada je u pitanju društvo kapitala riječ je o društvu ograničene odgovornosti i akcionarskom društvu.

Društvo sa ograničenom odgovornošću, koje se osniva od strane pravnih i/ili fizičkih lica, svoje povećanje kapitala bilježi preko

- Dodatnog ulaganja postojećih članova
- Prijema novih članova i uplate uloga
- Revalorizacijom imovine i prenosom na revalorizacione rezerve a iz njih na dobitak odnosno u kapital
- Raspodjelom nerasporedjenog dobitka u osnovni kapital

Smanjenje kapitala društvo ograničene odgovornosti bilježi preko:

- Povlačenja (potpuno/ djelimično) uloga članova
- Formiranja rezervi iz kapitala i
- Pokrića gubitka

Aкционarsko društvo formira se odlukom o osnivanju tj emisijom i prodajom akcija čime se formira osnovni (akcijski) kapital. Ovo društvo karakteriše lakše prikupljanje sredstava u odnosu na prethodne oblike privredjivanja, a ujedno i velike troškove osnivanja. Osniva ga veći broj lica i time ima veću prednost u prikupljanju većeg osnivačkog uloga. Pored osnovnog kapitala čije se formiranje može obezbijediti kroz simultano osnivanje (otkop akcija bez javnog upisa akcija) i kroz sukcesivno osnivanje (javni poziv za upis i uplatu akcija), pojavljuju se i ostali oblici kapitala kao što su:

- Ovalščeni kapital
- Emitovani kapital i
- Otvoreni kapital

Ovalščeni kapital predstavlja najveći broj akcija koje društvo može da emituje a u skladu sa osnivačkim aktom. Primjera radi, kompanija je osnivačkim aktom ovalščena da može emitovati 500.000 akcija ali u momentu osnivanja ona može ali ne mora emitovati i toliki broj akcija.

Emitovani kapital je onaj kapital koji je formiran po osnovu prodaje akcija ili su na neki drugi način akcije prenijete vlasnicima. Primjera radi, od ovalščenog kapitala emitovano je 300.000 akcija dok ostatak od 200.000 akcija predstavlja ne emitovani kapital.

Otvoreni kapital čini one akcije koje su još uvijek u opticaju a nijesu još prodate.

Imajući u vidu prethodno u vezi akcijskog kapitala, navodimo da je osnovni cilj emisije redovnih akcija prikupljanje trajnog sopstvenog kapitala za finasiranje osnivanja i razvoja preduzeća. Ovaj izvor finansiranja spada u najkvalitetniji izvor pošto je trajno raspoloživ i nikome se ne vraća. Prodajom redovnih akcija preduzeće povećava osnovni kapital u pasivi, čime se povećava stepen samofinansiranja i smanjuje stepen zaduženosti, pod uslovom da se ne povećava pozajmljeni kapital. Veći osnovni kapital znači i veće garancije kreditorima, da će im pozajmljena

sredstva biti vraćena makar iz stečajne mase. Prodaja akcija za gotovinu povećava u aktivi protivuvrijednost akcija kao i osnovni akcijski kapital u pasivi čime se povećava likvidna imovina i solventnost preduzeća, što traje sve dok se prikupljena novčana sredstva ne ulože u namjene zbog kojih je izvršena emisija. Važno je da se akcije emituju samo onda kada postoji mogućnost za profitabilna ulaganja, jer u suprotnom dovodi do pada prihoda akcija kao i tržišne vrijednosti akcija.

6.2. Izvori finansiranja i faze razvoja preduzeća

U različitim fazama: nastanka, rasta i razvoja preduzeća, te zavisno od njihove pravne forme, primjereni su i različiti izvori. Stevenson ih kategorije kako je to dano u narednoj tabeli:

Stopa razvoja	Preduzeća životnog stila	Preduzeća osnivača	Preduzeća visokog potencijala
Start	Lična štednja	Bogati pojedinci	Razvojni fond za rizični kapital
Rast	Lična štednja	Razvojni fond	Rizični kapital
Brzi razvoj	Lična štednja	Rizični kapital	Javno izdavanje akcija

Preduzeće životnog stila (inokosno preduzeće) rast i razvoj finansira ličnom štednjom odnosno sopstvenim izvorima. Naravno, nije isključeno i kreditno finansiranje, ali u manjem obimu, a često zavisi od vrijednosti i imovine, atraktivnosti poslovnih aktivnosti kojima se bavi i sl.

Preduzeće osnivača (ortačko preduzeće) tokom faze rasta formira sopstveni razvojni fond i on predstavlja glavni izvor finansiranja. U fazi brzog razvoja preduzeće koristi i rizični kapital koji na zapadu nude investiciona društva za mala preduzeća i korporacije za rizični kapital. Plasmanom rizičnog kapitala stiče se udio u svojinskoj strukturi preduzeća. Na žalost, kod nas ovakve institucije ne postoje, pa su mnoga ortačka preduzeća orijentisana na kreditno finansiranje rasta i razvoja.

Preduzeća visokog potencijala (korporacije) rast i razvoj vezuju za razvojne fondove - samofinansiranje, rizični kapital i javno izdavanje akcija.

Interesantno je i razmotriti finansiranje kompanija na finansijskom tržištu zavisno od veličine biznisa. Kategorisali smo ih na: "mali biznisi", "srednji" i "veliki biznis". Slijedi pregled:

Veličina biznisa	Dominantni oblik finansiranja	Dospijeće	Obezbjedjenje	Monitoring od strane investitora	Ugovaranje
Mali biznis	Bankarski krediti	Kratkoročno	Uvijek	Intenzivan	Direktno
Srednji biznis	Direktni plasmani	Dugoročno	Vrlo često	Srednji	Posrednici
Veliki biznis	Javna ponuda - berza	Dugoročno	Rijetko	Nizak	Underwriters

Kao što se da primijetiti, za male kompanije najpogodniji oblik finansiranja su bankarski krediti. Sa rastom njihove veličine finansiranje se obavlja putem emisije hartija od vrijednosti, akcija i obveznica, postaje sve pogodnije. Svakako, berza je najpogodnija za velike i dobro poznate kompanije.

Bitna karakteristika akcionarskih preduzeća je da finansiranje rasta i razvoja mogu vršiti i zadržavanjem dividende po kom osnovu se izdaju dividendne dionice. U tom slučaju mijenja se finansijska struktura na način što se povećava akcijski kapital u odnosu na pozajmljeni.

Posebnu pažnju u ovom dijelu rada obratili smo na finansiranje iz sopstvenih izvora. Kao što smo prethodno naveli, finansiranje iz sopstvenih izvora se može podijeliti na:

- Finansiranje iz zadržane dobiti,
- Finansiranje iz amortizacije,
- Finansiranje iz rezervi

Finansiranje iz zadržanog dobitka i rezervi se tretira kao interni izvor finansiranja tako da je moguće više politika izmedju kojih se izdvajaju:

- Politika maksimalno zadržanog dobitka i
- Politika stalnog odnosa zadržanog dobitka, dividendi i rezervi

Politika maksimalno zadržanog dobitka se primjenjuje kada su interesi firme da se popravi dugoročna finansijska ravnoteža, zatim rast i razvoj, solventnost, ali ne na dugi rok. Primjera radi, kod akcionarskog društva isplata malih dividendi dovodi do povećanja ponude akcija i pada njihove vrijednosti. Ova politika se primjenjuje kada firma ima mogućnosti za nova profitabilna ulaganja, rast, zaduženost, nedovoljan zadržani dobitak ili kad nema drugih, povoljnijih, mogućnosti za pribavljanje dodatnih sredstava

Politika stalnog odnosa zadržanog dobitka, dividendi i rezervi se primjenjuje kada firma nema novih profitabilnih ulaganja, kada su nepovoljni uslovi dodatnog finansiranja i kada se očekuje neto dobitak iz koga se može kumulirati potreban kapital za razvoj i isplatu dividendi. Kod politike otvorenih rezervi cilj je da se raspodjelom ostvarenog dobitka stvari toliki nivo rezervnog kapitala koji će u rizičnim situacijama biti glavni faktor u poslovanju, rastu i razvoju. Po svom kvalitetu, stvorene rezerve su jednakomjerne zadržanom dobitku za razvojne svrhe. Pored ovog, politika formiranja rezervi obezbjedjuje i sigurnost osnovnog kapitala akcionara. Naime, formiranjem rezervi, a u slučaju likvidacije firme, po isplati obaveza iz likvidacione mase, akcionarima je veća vjerovatnoća da se isplati nominalna vrijednost akcijskog kapitala. Zbog toga mnoge zemlje propisuju obaveznu rezervu od minimalne 5 do maksimalne 10% osnovnog kapitala. Svakako, velike rezerve omogućuju i realizaciju politike stabilnih dividendi a politika stabilnih dividendi utiče na povećanje tržišne cijene akcija. Rezerve, svakako, olakšavaju održavanje solventnosti tj. sposobnost plaćanja. Rezerve koje se ne koriste pozitivno utiču i na povećanje sposobnosti finansiranja jer se smanjuje potreba za zaduživanjem – nepovoljni krediti. Kako se rezerve mogu upotrijebiti i za pokriće gubitka, ova iteracija proizvodi nadoknadu izgubljene vrijednosti imovine. Isto tako, njenim korišćenjem pozitivno se utiče i na povećanje pozitivnog finansijskog rezultata, neto dobitka i zadržanog dobitka. Dakle, upotrebo rezervi ne povećava se ukupna imovina firme nego se ista premješta u druge funkcije i transformiše u

drugi oblik imovine koja se direktno koristi u procesu poslovanja ili za finansiranje investicija.

Kada smo kod tretiranja finansiranja preko rezervi, skrećemo pažnju i na finasiranje iz tzv skrivenih rezervi. Naime, radi se o firmama čiji bilans sadrži latentne rezerve koje nastaju podcjenjivanjem imovine (aktive) ili precjenjivanjem obaveza (pasive). Podcjenjivanje aktive se odnosi na podcjenjivanje vrijednosti osnovnih sredstava, podcjenjivanje vrijednosti zaliha i podcjenjivanje vrijednosti potraživanja. Precjenjivanje obaveza odnosno pasive podrazumijeva precjenjivanje odnosno uvodjenje rezervisanja za sumnjuva potraživanja ili kada firma očekuje da će zbog insolventnosti morati da plati zateznu kamatu za neredovno plaćene obaveze, pa unaprijed obračunava zateznu kamatu, tako da ako se to očekivanje ne ostvari tada je rezervisana obaveza za zateznu kamatu skrivena rezerva. Ili, kada firma izvrši veće rezervisanje za pokriće nekog budućeg troška u odnosu na stvarni, onda za tu razliku nastaje skrivena rezerva (npr dugoročna rezervisanja). Ukipanje ovog viška rezervi će predstavljati prihod firme.

Finansiranje iz amortizacije podrazumijeva primjenu određenih metoda amortizacije koje za sobom ostavljaju traga na veličinu finansijskog rezultata, a time i izvora finansiranja. Naime, primjenom progresivne ili degresivne metode obračuna amortizacije ne stvara se finansijski rezultat ali se premješta iz jednog u drugi vremenski period. Dakle, važi pravilo što je veći obračun amortizacije u sadašnjem trenutku to je manji finansijski rezultat, ali u narednim periodima biva veći. Istina, to je važilo sve do trenutka kada se priznavao knjigovodstveni obračun amortizacije u poreske svrhe, ali to sada nije slučaj jer poreska administracija propisuje svoje metode za obračun i priznavanje amortizacije radi određenja oporezive dobiti. U teorijskom smislu, ako ne važi pravilo obračuna poreske amortizacije, važi pravilo da je prihvatljivije vršiti finansiranje preko obračuna veće amortizacije u početnom periodu jer je rasporedjivanje finansijskih rezultata nezavisno i neizvjesno i izaziva nedostatak u vidu dividende. Dakle, kada firma želi da što prije iskaže veći finansijski rezultat da bi povećala dividendu te potražuju za akcijama na tržištu hartija od vrijednosti te da privuče investitore radi povećanja kapaciteta i obima poslovanja, obračun amortizacije treba vršiti po metodi rastuće amortizacije.

Promjena i razvoj finansijske strukture sa aspekta amortizacije vrši se indirektno jer se uloženi kapital u osnovna sredstva transformiše u robni oblik – obrtna sredstva pošto je amortizacija sadržana u zalihamu, a onda se iste transformišu u potraživanja od kupaca zbog toga što je amortizacija sadržana u prodajnoj cijeni, dok se potraživanja od kupaca, poslije naplate, transformišu u gotovinu. Nakon ovog procesa, sredstva amortizacije služe za zamjenu osnovnih sredstava. Kada se kaže zamjena osnovnih sredstava često se misli na zamjenu prvobitnih ili istih osnovnih sredstava što nije slučaj u praksi jer se imaju u vidu tehničko tehnološke promjene tako da uvodjenje novog osnovnog sredstva može da podrazumijeva i povećani profit a samo njegovo povećanje podrazumijeva i promjenu finansijske strukture u smjeru odnosa sopstvenog i tujeg kapitala te odnosa trajnih sredstava i sopstvenog kapitala.

Ono što je bitnije od prethodnog je brzina mobilizacije sredstava po osnovu amortizacije koja zavisi od odabranog metoda obračuna, zatim od brzine prodaje gotovih proizvoda, te naplate potraživanja. Ukoliko se pristupi bržem obračunu amortizacije onda će firma imati više obrtnih sredstva koja čine besplatan izvor finansiranja a time se smanjuje potreba za zaduživanjem. Manji obim zaduživanja preko uzimanja kratkoročnih kredita utiče na rentabilnost poslovanja. Dakle, razlozi za povećanje stopa amortizacije leže u ubrzanom razvoju, stvaranju dodatnih izvora finansiranja te prikrivanje dobiti uslijed smanjenja poreza ukoliko nije uveden obračun poreske amortizacije od strane nadležnog poreskog organa.

Finansiranje rizičnim kapitalom

Izraz „rizični kapital“ obično se koristi kao naziv za fondove koji stiču udio u propulzivnim mikro, malim i srednjim preduzećima i to u početnoj fazi i fazi ekspanzije kako bi stečeni udio, kasnije, prodali po većoj vrijednosti.

Kada je riječ o rizičnom kapitalu, razlikuju se dvije vrste (anglo – saksonske zemlje) i to:

- Private equity
- Venture kapital i

Private equity u najširem smislu riječi podrazumijeva svako investiranje u kapital nekog preduzeća ili poslovni poduhvat od strane privatnih investitora što bi značilo

izvan tržišta kapitala i bankarskog finansiranja. Naime, privatni – profesionalni investitori pojavljuju se u ulozi pasivnih ulagača, jer ulažu svoja raspoloživa sredstva u poseban fond koji se organizuje na principu partnerstva i kojim upravlja društvo za upravljanje. Navedeni fondovi ulažu u pojedina preduzeća različitih veličina

Venture Capital je u suštini podvrsta privatnog finansiranja i za njega se koristi izraz „fond rizičnog kapitala“.

Neutralno od naziva odnosno od vrste kapitala, riječ je o fondovima koji ulažu raspoloživa sredstva u rastuće, inovativne, pretežno tehnološke firme i to na rok od 3 do 7 godina da bi za uzvrat dobili udio u vlasništvu. Često puta ovi fondovi ulažu u ona preduzeća ili firme koje se nalaze u restrukturalnom procesu. Osim finansijskih sredstava, fondovi rizičnog kapitala firmama u koje ulažu obezbjeđuju kvalitetan menadžment, tehničku i savjetodavnu pomoć dok početno ulaganje prate kroz kontrolu ostvarenja poslovnog i finansijskog rezultata. Nakon isteka planiranog roka investiranja navedni investitori izlaze iz firme na način što prodaju stečene udijele u vlasništvu pronalaženjem strateškog partnera za kupovinu ili prodajom udijela prvobitnom vlasniku.

Ono što je posebno bitno za ovu vrstu ulaganja je da su novoosnovane tehnološke firme interesantne fondovima rizičnog kapitala jer podrazumijevaju potencijalno visoke stope povrata na ulaganja za vrijeme trajanja investiranja jer, bez rizičnog kapitala firme bi teško mogle obezbijediti velike finansijske potrebe za kapitalom na bankarskom tržištu upravo iz razloga što su visoko rizične a i nemaju dovoljno kolateralala.

Investitori rizičnog kapitala, za razliku od banaka, procjenjuju buduće poslovanje odnosno potencijal rasta investicije i to im je glavni parametar odlučivanja za (ne) ulaganje, dok banke preferiraju na sigurnost povrata na uložena sredstva preko validnosti kolateralala. Iz tog razloga očekivane stope povrata na rizični kapital su veće od kamatnih stopa na kredite. Očekujuće stope povrata su u rasponu od 20 do 40%.

Iako su u početku fondovi rizičnog kapitala ulagali u mala i srednja preduzeća, danas fondovi rizičnog kapitala u razvijenim zemljama ne ulažu manje od 1 mil USD, i u većini slučajeva više nijesu dostupni malim, novoosnovanim preduzećima. Poznata su tri nivoa finansiranja novoosnovanih preduzeća u razvijenim zemljama. Prvi nivo

finansiranja čini iznos od 250.000 USD i to su sopstvena sredstva preduzetnika i neformalni izvori finansiranja (poznatiji pod nazivom 3F). Drugi nivo finansiranja obezbjeđuju tzv poslovni (investicioni) andjeli koje čine bogati pojedinci koji ulažu izmedju 250.000 i 1 mil USD uz uslov da je velika mogućnost zarade za period investiranja od 3 do 5 godina. Treći nivo finasiranja obezbjeđuje se u iznosu od preko 1 mil USD a finansijeri su fondovi rizičnog kapitala.

Dakle, rizični kapital ima sasvim drugu logiku u odnosu na kreditni kapital jer preferira na unapredjenje vrijednosti preduzeća i shodno tome promjenu finansijske strukture jer je riječ o dokapitalizaciji.

Razlike izmedju kredita i vlasničkog kapitala prema određenim kriterijumima bi mogle biti, kako slijedi:

Kriterijum	Karakteristike vlasničkog kapitala	Karakteristike kredita
Način odlučivanja o investiciji	Ocjena budućeg potencijala	Ocjena sigurnosti vraćanja kredita
Raspoloživost novca za preduzeće	Neograničena	Ograničena
Pravo na upravljanje i kontrolu	Neograničeno	Ograničeno
Ideja investitora	Visoki dobici	Ograničeni dobici
Način izlaska iz preduzeća	Prodaja uloga	Vraćanje kredita
Iznos investicije	Više od 100.000 €	100 €

Na bazi uočenih razlika koje smo prezentirali u prethodnoj tabeli evidentna je razlika u načinu i zahtjevima za sufinansiranje. Međutim, to ne znači da se negativne razlike mogu protumačiti kao loše. Ovo iz razloga što u pojedinim fazama rasta i razvoja preduzeća zavisi i oblik finansiranja. Ukoliko se pretpostavi da rast i razvoj preduzeća ide postepeno tokom godina od već poznatih faza odnosno životnih ciklusa: osnivanje i početak, Go-Go Top forma i Stabilnost, najveći će kapital na početku perioda uložiti vlasnik, rodbina i ortaci. Kako biznis napreduje dolazi do porasta kredibiliteta firme i slijedi potreba za kreditnim sredstvima. Tada se već

mijenja finansijska struktura u pomjeranju 100 % sopstvenih izvora prema naniže u srazmjeri sve do 50% odnosa sopstvenih i tudižih izvora. Kako proizvod odnosno usluga preduzeća zauzima sve veći udio na tržištu pojavljuje se potreba za dodatnim kapitalom koji ima za svrhu investiranje. Tada je najpovoljniji oblik dobijanja sredstava preko fonda rizičnog kapitala.

U SAD-u su tokom 2006 godine fondovi rizičnog kapitala investirali više od 26 mlrd USD u 3.600 preduzeća. Blizak iznos su investirali i tzv „poslovni andjeli“ ali u 51.000 firmi. U poređenju sa evropskim tržištem, američko tržište je najrazvijenije po ovom izvoru finansiranja jer je u Evropi tokom 2006 godine ugovorenih 934 investicija ukupne vrijednosti oko 4,4 mlrd €. Što se tiče Istočne Evrope, prednjači Poljska, Madjarska, Češka i Rusija. U Jugoistočnoj Evropi prednjači Slovenija, Hrvatska i BIH. Na osnovu toga, evidentno je investiranje rizičnog kapitala zavisi od veličine samog tržišta i članstva u Evropskoj Uniji. Kako je tržište Crne Gore veoma malo a još nije član Evropske Unije, interesovanje za investiranje rizičnog kapitala je neznatno. Stoji i činjenica da je prisutno i nerazumijevanje obilježja ove vrste finansiranja od strane vlasnika preduzeća. U saznanju smo da se jedna investicija ove vrste realizovala a odnosi se na preduzeće iz oblasti trgovine kozmetičkim proizvodima.

Nije čest slučaj da preduzetnici ovu vrstu finansiranja poistovjećuju sa kreditom poslovnih banaka, što nije slučaj. Pored ovog, većina vlasnika preduzeća ne želi da izgubi kontrolu nad svojim preduzećem, niti želi da vrši promjenu menadžmenta te da prihvati uslove ponudjenog partnerstva. Najvažniji razlog nepostojanja interesa na strani privatnika je strah od uticaja investitora na poslovnu politiku preduzeća

6.3. Finansiranje zakupom u odnosu na finansiranje imovine dugom

Prema ugovoru o zakupu vlasnik imovine odnosno zakupodavac daje zakupcu isključivo pravo korišćenja imovine na određeni vremenski rok, u zamjenu za plaćanje rente. Ovaj model finansiranja je posebno prisutan zadnjih desetak godina i u Crnoj Gori i to za imovinu poput automobila i kamiona, računara, mašina pa čak i prozivodnih pogona. Očigledna prednost za zakupca je korišćenje nekretnine bez kupovine, čime se bitnije ne mijenja već uspostavljena finansijska struktura mjerena

odnosom sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Zbog te prednosti zakupca (da ne ide u jednokratno zaduženje), isti prihvata nekoliko obaveza, a prva i najznačajnija je plaćanje rata zakupa. Zavisno od odredbi ugovora, pitanje održavanja, poreza i osiguranja može biti na teret zakupodavca ili na teret zakupca, tako da se može govoriti o neto i bruto zakupu. Naime, ako zakupac plaća navedene troškove onda je u pitanju neto zakup.

Sa aspekta (ne)mogućnosti otkaza, razlikuju se dvije vrste zakupa i to: Operativni zakup i Finansijski lizing (2). Karakteristika operativnog zakupa je u tome što je vrijeme zakupnine ograničeno i kraće je od ekonomskog vijeka zakupnine. Suprotno tome, finansijski lizing je trajniji i ne postoji mogućnost otkazivanja jer je zakupac u obavezi da plaća rate do isteka zakupa što, u principu, odgovara korisnom vijeku nekretnine.

U principu, svi finansijski dogovori spadaju u jednu od tri glavne vrste finansiranja lizingom: dogovor prodaje i povratnog zakupa, direktni zakup i zakup uzajmljenim sredstvima (3).

Prodaja i povratni zakup podrazumijeva da firma prodaje neku imovinu drugoj stranci, a ta stranka vraća firmi imovinu u zakup. Obično se imovina prodaje po približnoj tržišnoj vrijednosti. Ovaj model obezbjeduje povećanu likvidnost firme koja vrši prodaju imovine a istu koristi u zakup čime se obezbjeduje da troškovi zakupa budu adresirani u bilansu uspjeha. Fakturisanje zakupnine podrazumijeva relaksaciju firme za ulazni PDV.

Direktni zakup podrazumijeva da firma dobije na korišćenje imovinu koju nije ranije posjedovala. Postoje firme koje se bave samo tom djelatnošću i to na način što kupuju kapitalne robe od proizvodjača i iste iznajmjuju odnosno daju u zakup drugim firmama (nezavisne kompanije za zakup).

Zakup uzajmljenim sredstvima je poseban i popularan oblik finansiranja skupe imovine poput aviona, željezničke opreme i dr. U zakup uzajmljenim sredstvima uključene su tri stranke: (a) zakupac, (b) zakupodavac (ili učesnik u kapitalu) i (c) pozajmljivač. Zakupac se tokom perioda zakupa ugovorom obavezuje da će uplaćivati rate, i u zamjenu, dobija pravo korišćenja neke imovine za taj period. Uloga zakupodavca se promijenila na način što isti dolazi do imovine kako bi održao

uslove iz ugovora, te on finansira kupovinu imovine koja je za njega investicija (recimo 20%) što ga čini tzv „učesnikom u kapitalu“ dok je ostalih 80% finansiranja osigurano dugoročnim zajmom od jednog ili više pozajmljivača. Obično se zajam osigurava hipotekom na imovinu. Zakupodavac je, dakle, i zajmoprimac. Kao vlasnik imovine zakupodavac ima pravo da odbije u poreske svrhe sve troškove amortizacije koji su vezani za tu imovinu. Novčani tok za zakupodavca obično obuhvata: (a) odliv gotovine kad je imovina stečena, što predstavlja učestvovanje zajmodavca u kapitalu, (b) period gotovinskih priliva koji predstavljaju uplate zakupa i poreske pogodnosti umanjene za uplate vezane za dug (kamata i glavnica) i (c) period neto gotovinskih odliva za vrijeme kojih, zbog opadajućih poreskih pogodnosti, zbog uplata zakupa i poreskih pogodnosti, pada ispod uplata zakupa koje dospijevaju. Ukoliko postoji rezidualna vrijednost na kraju zakupnog perioda, ona takodje predstavlja gotovinski priliv zakupodavcu (4).

Sa poreskog aspekta zakupac može da odbije punu cijenu uplate zakupa. Pošto poreska uprava želi da bude sigurna da je ugovor o zakupu zaista zakup, postoje odredjena pravila. Jedno od njih je da zakupodavac ima minimalan rizik na investiciju od 20% ili više, od troška dobiti na imovinu, kako na početku zakupa tako i tokom cijelog perioda zakupa. To znači da imovina mora da ima rezidualnu vrijednost od najmanje 20% inicijalnog troška. Drugo pravilo je da preostali vijek trajanja imovine na kraju perioda zakupa mora biti najmanje duži od jedne godine ili 20% od izvorno procijenjenog vijeka trajanja imovine. I najvažnije, mora da postoji očekivani profit za zakupodavca u skladu sa ugovorom o zakupu, osim poreskih olakšica.

Ekonomski razlozi za postojanje zakupa jesu u tome što firme, finansijske institucije ili fizička lica dobijaju različite poreske olakšice. Granično profitabilna firma neće biti u stanju da iskoristi puno prednosti iz ubrzane amortizacije, ali to mogu oporezivne firme velikih prihoda (5). Dakle, firma može dobiti veći udio poreskih olakšica uzimajući u zakup imovinu od druge stranke, umjesto da je kupuje. Isto tako, zbog nadmetanja medju zakupodavcima, dio poreskih olakšica može biti proslijedjen zakupcu u obliku manjih uplata zakupa nego što bi inče bile. Inače, važi pravilo da što je veća razlika izmedju mogućnosti različitih stranaka da ostvare poreske olakšice povezane sa vlasništvom neke imovine, to je veća privlačnost finansiranja zakupom. Bolje rečeno, postojanje poreza nije razlog koji daje motiv za korišćenje zakupa, već su to razlike u sposobnostima raznih stranaka da ostvare poreske

koristi. U slučaju stečajnog postupka zajmoprimeca, zajmodavac može ostvariti bolji položaj. Što je preduzeće koje traži finansiranje rizičnije, to je veći podsticaj snadbjevačima kapitala da naprave aranžman o zakupu a ne o pozajmici.

Procjena finansiranja zakupom u odnosu na finansiranje dugom vrši se uporedjenjem sadašnje vrijednosti tokova novca za zakup i dug. Dakle, metod finansiranja zavisi od dosezanja niže sadašnje vrijednosti gotovinskih odliva umanjeni za prilive (6).

Prepostavit ćemo da je firma odlučila da uloži u neki projekat na osnovu kriterijuma diskontovanog novčanog toka i zahtijevane stope prinosa. Drugim riječima, korist od investicije za projekat je ocijenjena povoljno, neutralno od odredjene metode odnosno oblika finansiranja iste. Prepostavlja se da je firma odredila odgovarajuću strukturu kapitala i da je odlučila da finansira projekat finansijskim instrumentom fiksnog troška – bilo dugom ili zakupom. Postavlja se samo dilema koji je povoljniji izvor finansiranja: dug ili zakup, a firma želi da koristi najjeftiniju alternativu. Uzet ćemo primjer da je firma odlučila da nabavi odredjenu opremu u vrijednosti od 148.000 €. Ukoliko se oprema finansira zakupom, proizvodjač daje mogućnost finansiranja na rok od sedam godina. Godišnja zakupnina je odredjena na iznos od 26.000 € s tim da je zakupac odgovoran za održavanje opreme, osiguranje i poreze, tako da je riječ o neto zakupu. U uplatu zakupnine uključena je kamatna stopa zakupodavca. Zakupnina se plaća na početku godine. Procijenjeno je da će oprema imati rezidualnu vrijednost od 30.000 €

Rješenjem jednačine:

$$148.000 = \sum_{t=0}^{6} \frac{26.000}{(1+R)^t} + \frac{30.000}{(1+R)^7} \quad (22)$$

dobit ćemo da je interna stopa prinosa R, koja izjednačava trošak imovine sa jednom uplatom zakupnine u vrijeme 0, plus sadašnja vrijednost jednog anuiteta koji se sastoji od šest uplata zakupnine na kraju svake od sljedećih šest godina, 11,61%.

Ako je firma odlučila da kupi imovinu - opremu preko podizanja dugoročnog kredita uslovi bi bili sljedeći: rok otplate je sedam godina a kamatna stopa 12% godišnje.

S obzirom da se radi o opremi specifičnog karaktera primijenjene su slijedeće stope, respektivno. 20%, 32%, 19,20% 11,52%, 11,52% i 5,76%. Slijedi obračun amortizacije:

Kraj god	Osnov za AM	Stopa AM	God AM
0	-		
1	148.000	20	29.600,00
2	148.000	32	7.360,00
3	148.000	19,2	28.416,00
4	148.000	11,52	17.049,60
5	148.000	11,52	17.049,60
6	148.000	5,76	8.524,80
Svega			148.000,00

Kako je zajmodavčev prinos prije poreza manji od troška pozajmice prije poreza odnosno kamatne stope, to nas upućuje da treba da izračunamo efekat poreza i alternativne diskontovane novčane tokove poslije poreza. Kako je zakup analogan pozajmljivanju, odgovarajuća diskontna stopa za diskontovanje novčanih tokova, poslije poreza, mogla bi biti trošak nakon poreza za pozajmljivanje. Ukoliko je porez 9% na godišnjem nivou, onda je diskontna stopa jednaka

$$12\% \times (1 - 0,09) = 10,92 \%$$

Razlog za korišćenje ove stope je u tome što razlika novčanih tokova izmedju finansiranja zakupom i finansiranja dugom sadrži veoma malo rizika (12% – 11,61%) što znači da nije uputno koristiti ukupne troškove kapitala firme jer u sebi sadrži premiju rizika za cijelu firmu, kao diskontnu stopu.

Raspored novčanih tokova za alternativu zakupa je slijedeći:

Kraj god	Uplata zakupnine	Porez 9%	Odliv posle poreza	DF za 10,92%	SV odliva
0	26.000	-	26.000	1	26.000
1	26.000	2.340	23.660	0,90155	21.331
2	26.000	2.340	23.660	0,81279	19.231
3	26.000	2.340	23.660	0,73277	17.337
4	26.000	2.340	23.660	0,66063	15.631
5	26.000	2.340	23.660	0,59559	14.092
6	26.000	2.340	23.660	0,53696	12.704
7	-	2.340	(2.340)	0,48410	(1.133)
Svega	182.000	16.380	165,620		125.193

Što se tiče zajma prepostavili smo da je dugoročnog karaktera s tim da je raspored rata na isti period kao i za raspored zakupnine. Rate zajma su plative na početku a ne na kraju godine, što znači da je od ukupno 148.000 €, odmah plaćeno 28.955 €, dok je ostatak duga za obračun kamate 119.045 €. Dakle, zajam se stavlja na istu vremensku osnovu kao i zakup. Raspored rata bi bio slijedeći:

Kraj god	Rata	Otplata	Ost duga	Kamata
0	28.955	28.955	119.045	-
1	28.955	14.670	104.375	14.285
2	28.955	16.430	87.945	12.525
3	28.955	18.402	69.543	10.553
4	28.955	20.610	48.933	8.345
5	28.955	23.083	25.850	5.872
6	28.952	28.952	0	3.102
Svega	202.682	151.102		54.683

Sadašnja vrijednost ukupnih novčanih tokova za alternativu zakupa je 125.164 €.

U narednoj iteraciji izračunat ćemo sadašnju vrijednost alternative duga na način što amortizacija i kamate čine odbitke sa aspekta poreskog opterećenja. Nadalje, kada te poreske olakšice odbijemo od rate zajma, dobit ćemo novčani odliv nakon poreza na kraju svake godine. Isto tako na kraju poslednje godine pretpostavili smo da će imovina imati rezidualnu vrijednost od 30.000 €. Novčane odlive nakon oporezivanja smo diskontovali sa diskontnim faktorom 10.2% i dobili sadašnju vrijednost toka novca. Slijedi proračun:

Kraj god	Rata	Kamata	Amortizacija	Poreske olakšice	Novčani odl nakon por	SV toka novca (10,92%)
0	28.955	-	-	0	28.955	28.955,00
1	28.955	14.285	29.600	3.949,65	25.005	22.543,59
2	28.955	12.525	47.360	5.389,65	23.565	19.153,77
3	28.955	10.553	28.416	3.507,21	25.448	18.647,49
4	28.955	8.345	17.049	2.285,46	26.670	17.618,79
5	28.955	5.872	17.049	2.062,89	26.892	16.016,79
6	28.952	3.102	8.524	1.046,34	27.906	14.984,19
7	(30.000)	-	0	2.700,00	(27.300)	(13.215,80)
Svega						124.703,81

Kako je sadašnja vrijednost tokova novca za alternativu duga (124.704 €) manja od novčanih tokova za alternativu zakupa (125.193 €), analiza pokazuje da je firmi povoljnije da koristi finansiranje dugom umjesto zakupa. S druge strane, da nije sprovedena ova analiza, moglo bi se zaključiti je povoljniji zakup jer je kamatna stopa na dug od 12% veća od implicitne kamatne stope koja je sadržana u uplatama zakupnine (10,2%).

U prethodnom primjeru analize zakupa u odnosu na finansiranje dugom, bitno je naglasiti važnost poreske stope. Ukoliko bi poreska stopa bila iznad 9%, koristi od

poreske zaštite bi bile veće, a diskontna stopa odnosno trošak pozajmljivanja nakon poreza niži.

Navodimo rezultate primijenjenih poreskih stopa od 20% i 40%,

Parametar	Kamata 12%	Stopa por 20%	Disk faktor	Vrijednost
Novčani tok zakupa				114.924
Novčani tok duga				112.259
Razlika				2.665

Parametar	Kamata 12%	Stopa por 40%	Disk faktor	Vrijednost
Novčani tok zakupa				93.509
Novčani tok duga				87.952
Razlika				5.557

U oba slučaja alternativa duga još uvijek dominira.

Poreska stopa od 6,7% odnosno diskontna stopa od 11,196 izjednačava sadašnje vrijednosti novčanih odliva po osnovu zakupa i odliva po osnovu duga, čime se postiže indiferentnost na izbor alternativnog rješenja. Rezultati su slijedeći:

Parametar	Kamata 12%	Stopa por 6.70%	Disk faktor	Vrijednost
Novčani tok zakupa				127.215
Novčani tok duga				127.215
Razlika				0

U slučaju nižih poreskih stopa od 9 %, odnosno sve ispod 6,7% sadašnje vrijednosti novčanih odliva po osnovu zakupa su niže od sadašnje vrijednosti novčanih tokova po osnovu duga, što znači da je alternativa zakupa povoljnija. Rezultati za nultu stopu poreza i stopu poreza od 5% su slijedeći:

Parametar	Kamata 12%	Stopa por 0%	Disk faktor 12	Vrijednost
Novčani tok zakupa				132.897
Novčani tok duga				134.428
Razlika				(1.531)

Parametar	Kamata 12%	Stopa por 5%	Disk faktor 11.4	Vrijednost
Novčani tok zakupa				128.691
Novčani tok duga				129.075
Razlika				(384)

Prethodni primjeri ukazuju na važnost poreske stope. Kako efektivna poreska stopa opada, relativna prednost duga nasuprot finansiranja zakupom opada. Ovim se objašnjava da je finansiranje zakupom atraktivno za one firme koje se nalaze u manjem poreskom opterećenju i ne mogu uživati pune poreske koristi povezane sa vlasništvom imovine.

Sa aspekta PDV-a, kupovina opreme na zajam bi podrazumijevala odliv novca za obračunati PDV, a istovremeno i priznavanje ulaznog PDV kao odbitak, što bi se moglo reći da je jednakomjerno, jer da nije bilo nabavke, pri postojanju izlaznog PDV, došlo bi do odliva novca. U slučaju nabavke investicione nekretnine putem zakupnine, obračun PDV-a bi uslijedio sukcesivno, odnosno godišnje što bi podrazumijevalo mjesecni ili godišnji odliv novca (zavisno od odredbi ugovora) i istovremeno priznavanje istog kao poreski odbitak ili poreski kredit.

Računovodstveni tretman zakupa i vrednovanje firme se može dovesti u medjuzavisnosti. Postavlja se pitanje da li treba bilansno vrednovati zakup, te da li

isti utiče na vrednovanje firme. Odgovor na ovo pitanje sastoji se u tome da li zakup ima tretman kapitalnog ili poslovnog zakupa. Ako zakupac stiče sve ekonomski koristi od zakupljene imovine, tada se vrijednost te imovine treba prikazati u bilansu stanja, zajedno sa odgovarajućom obavezom zakupa. U ovom slučaju, riječ je o kapitalnom zakupu. Preciznije, zakup se smatra kapitalnim ako zadovoljava jedan ili više sljedećih uslova:

- Zakup obezbjedjuje prenos vlasništva nad imovinom na zakupca, na kraju perioda isteka zakupa
- Zakup sadrži mogućnost kupovine imovine po povoljnoj cijeni
- Period zakupa je 75% ili više procijenjenog ekonomskog vijeka imovine
- Na početku zakupa, sadašnja vrijednost minimalne uplate zakupnine iznosi 90% ili više pravedne tržišne vrijednosti iznajmljene imovine.

Ukoliko zakup ne ispunjava ni jedan od prethodnih uslova, onda se isti klasificuje kao poslovni zakup koji ne podrazumijeva vrednovanje i iskaz u bilansu stanja.

Kod kapitalnog zakupa, zakupac treba da evidentira vrijednost zakupljeno vlasništvo na imovinsku stranu bilansa i to u sadašnjoj vrijednosti minimalne uplate zakupnine tokom perioda zakupa. Ukoliko zakupnina sadrži i troškove u vezi osiguranja, održavanja, poreza i dr. isti se odbijaju dok se ostatak koristi za izračunavanje sadašnje vrijednosti. Dakle, sadašnja vrijednost uplata zakupnine bilježi se kao imovina u bilansu stanja s tim što se sadašnja vrijednost zakupnine koja dospijeva do jedne godine evidentira i u pasivi bilansa stanja kao tekuća obaveza, a vrijednost uplata koje dospijevaju nakon jedne godine, prikazuje se kao dugoročna obaveza.

Prethodni slučaj ukazuje na to da se zakupom mijenja struktura izvora finansiranja u korist dugovnih izvora, ali u manjem obimu od onog koje bi proizvelo korišćenje dugoročnog kredita.

7. FINANSIJSKA KONSOLIDACIJA PREDUZEĆA U TEŠKOĆAMA

7.1. Postupak i procedura finansijske konsolidacije

[Zakon o insolventnosti privrednih društava](#) („Sl. list RCG“ 6/02) jasno je definisao osnove za pokretanje stečajnog postupka. Jedan od njih je i «insolventnost» što u slobodnom prevodu znači da preduzeće nije u stanju da odgovori nastalim obavezama u roku. Može se pojaviti kao privremena insolventnost u kojoj preduzeće ima određene zastoje u plaćanjima dospjelih obaveza ili kao trajna insolventnost u kojoj je preduzeće potpuno obustavilo plaćanja i nalazi se pred stečajem.

Izraz insolventnost označava i situaciju u kojoj dugovi preduzeća premašuju vrijednost njegove imovine, tj. kada neto-imovina preduzeća postane negativna – tzv. pravna ili bilansna insolventnost. U oba slučaja insolventnost izaziva teške posljedice po kontinuitet poslovanja preduzeća jer povjerioci preuzimaju akcije za zaštitu svojih interesa kod insolventnog dužnika. Insolventnost se smatra osnovnim finansijskim povodom stečaja preduzeća.

U slučaju kada preduzeće ostvari ukupne prihode manje od ukupnih rashoda onda je ono ostvarilo negativan finansijski rezultat. Ovakvo stanje po pravilu prouzrokuje insolventnost. Kada je riječ o solventnosti ili insolventnosti, preduzeće odnosno njegov menadžment posebnu pažnju treba da posveti novčanim primanjima i izdacima, kao i težnji za većim primanjima od davanja kako bi stvorilo pozitivan novčani tok. Pozitivan novčani tok (cash flow) je značajan sa aspekta solventnosti i rentabilnosti. Sa aspekta solventnosti je značajan jer preduzeće ima veća primanja od davanja, a sa aspekta rentabilnosti zato što višak novčanih sredstava može uložiti npr. u hartije od vrijednosti i time povećati prihode i samu rentabilnost. Donju granicu čini neutralni tok kada su novčana primanja jednaka novčanim izdacima. Ukoliko su novčana izdavanja veća od novčanih primanja tada preduzeće ima negativan novčani tok što dovodi do insolventnosti i dodatnog zaduživanja preduzeća. Kada preduzeće ima sinhronizovana primanja i davanja tada je potreban niži iznos osigurane rezerve solventnosti i obrnuto. Primanja preduzeća zavise od solventnosti njihovih dužnika. Kada su dužnici insolventni tada se vrijeme mobilizacije novca usporava čime se smanjuje priliv novca na poslovni račun. Insolventnost može biti

posljedica: negativnog finansijskog rezultata – smanjuje kratkoročnu imovinu i povećava obaveze prema povjeriocima. Preduzeće postaje insolventno zato što se gubitak javlja u slučaju kada se novac uložen u kratkoročnu i dugoročnu imovinu vraća u manjem obimu, pa preduzeće ne može da podmiri sve obaveze. Gubitak dovodi do insolventnosti, a insolventnost prouzrokuje još veće gubitke. Gubitak neće ugroziti solventnost kada preduzeće može taj gubitak da pokrije iz zadržanog dobitka ili rezervi. Dakle, preduzeće se nalazi u teškoćama, koje su uzrokovane organizacionim, tržišnim, kadrovskim, tehničko tehnološkim i drugim faktorima koji imaju za poslijedicu nelikvidnost. Izlaz iz teškoća, finansijske prirode, često se traži u finansijskim pozajmicama tj kreditnim zaduženjima pod motivom obezbjedjenja nedostajućih trajnih obrtnih sredstava ili investicionim zahtjevima za nov (dodatni) proizvod, rekonstrukciju ili adaptaciju proizvodnje. Preko ovih operacija rješava se kratkoročni problem nelikvidnosti na način što se odstupa od projektnih, investicionih, rješenja i opet se zapada u teškoće izražene kroz pojavu fenomena dugoročne insolventnosti. Čak i da se sve realizuje kako je predvidjeno po investicionom zahtjevu, bitnije se ne mijenja pozicija privrednog subjekta jer se ne sagledavaju svi aspekti poslovanja i konsolidacije. Napokon, Zakon o insolventnosti privrednih društava pruža širok i cijelovit dijapazon mogućnosti za finansijsku konsolidaciju u odnosu na moguća i praktično sprovodljiva u situaciji kada se subjekt ne nalazi pod njegovom lupom. Pored toga, Zakon zahtijeva svestrano sagledavanje pozicije privrednog subjekta u odnosu na zahtjevanu u drugim okolnostima i pod drugim motivima (investicioni zahtjev, zahtjev za trajnim obrtnim sredstvima i dr).⁷

Zakon o insolventnosti privrednih društava nalaže da se snimi stanje privrednog subjekta, koji je u stečaju, i to sa svih aspekata. Nije bez razloga insistirano da se snimi poslovanje unazad pet godina, kao i to da se projektuje za narednih pet godina. Sudeći po zahtjevanom vremenu projekcije, moramo zaključiti da stečajni postupak i konsolidacija privrednog subjekta isto toliko može (najduže) trajati, što ne isključuje kraći period. Ozbiljnost pristupa problemu nameće takav zahtjev, ali je zasigurno da se konsolidacija privrednog subjekta u stečaju i njegov završetak ne može sprovesti za tri ili šest mjeseci, što se nekim planovima odnosno projektima konsolidacije – u stečaju zastupa.

⁷Slovenija je i u okviru SFRJ shvatila da je jedini i svestrani put ozdravljenja privrednih subjekata bio institut stečaja

Finansijska konsolidacija odnosno reorganizacija podrazumijeva prethodno snimanje postojećeg stanja privrednog subjekta, naročito u pogledu:

- Dosadašnjeg poslovanja
- Raspoložive imovine i njene vrijednosti
- Vrijednosti obaveza i
- Vrijednosti kapitala

Dosadašnje poslovanje se analizira u cilju utvrđivanja pretpostavki i projektovanja mogućnosti poslovanja za naredni period (vremenski period za koji se projektuje buduće poslovanje, analizira se prethodno). Iz analize poslovanja (fizičkih i finansijskih učinaka, plasmana, konkurenkcije, kvaliteta, organizacije, kadrova i dr) saznaće se kakve su pozicije, odnosno pretpostavke privrednog subjekta za buduće poslovanje.

Utvrdjivanje raspoložive imovine (stalne i obrtne) je značajna kategorija ako se imaju u vidu česta odstupanja knjigovodstvenog u odnosu na stvarna stanja. Dakle, popisi imovine a i obaveza su obavezni, a zatim i njihovo određenje potencijalne tržišne vrijednosti (član 33 Zakona, tačka 4), kako bi se, pored ostalog, sagledao nivo raspoloživosti imovine za pokriće nastalih obaveza. U sklopu sagledavanja raspoložive imovine nije dovoljno sagledati njenu fizičku strukturu i vrijednost već njenu potencijalnu – funkcionalnu sposobnost kako bi se mogli opredijeliti za jednu od metoda odnosno mjera reorganizacije (Član 66 Zakona).

Vrijednost obaveza se, u cijelini popisuje, određuje njihov nivo i osnovanost (dokumentovanost).

Kapital (neto imovina) je izvedena kategorija i čini razliku izmedju ukupne vrijednosti imovine (stečajne mase) i obaveza. Navedena vrijednost evidentirana u knjigovodstvu, u većini slučajeva odstupa od procijenjene vrijednosti kapitala za svrhu transformacije, tako da ne predstavljaju validnu informaciju o kapitalu. Iako Zakon ne insistira neposredno na utvrđivanju vrijednosti kapitala, on je samim činom obveznosti utvrđivanja tržišne vrijednosti imovine (Član 33) i obaveza, izvedena kategorija te je i nju potrebno utvrditi i prezentovati, jer pored povjerilaca kao interesenata i učesnika u stečajnom postupku, pojavljuju se i vlasnici koji su zainteresovani za sudbinu sopstvenog kapitala (neto imovine).

Prethodnom analizom, sa globalnog aspekta, treba se opredijeliti izmedju dvije varijante i to:

- Privredni subjekt ima mogućnost da nastavi obavljanje date, slične ili druge djelatnosti
- Privredni subjekt nema šansu za profitabilno poslovanje

U obje varijante to treba dokazati analitičko istraživačkim postupkom odnosno ispitivanjem mogućnosti za konsolidaciju. Dakle, zadatak je:

- Snimi postojeće stanje (Dokument «Postojeće stanje imovine i kapitala»)
- Ispitaj mogućnosti budućeg poslovanja (Dokument «Mogućnosti reorganizacije – konsolidacije, konceptualna rješenja»)

U slučaju da se dokumentom «Mogućnosti reorganizacije» pokaže opravdanost dalje egzistencije privrednog subjekta, slijedi izrada Plana reorganizacije kojim se dokazuje mogućnost finansijske konsolidacije.

7.2. Metode finansijske konsolidacije

Finansijska konsolidacija privrednog subjekta čini skup odabralih metoda odnosno mjera reorganizacije. Komentarisaćemo svaki pojedinačno:

1. «Zadržavanje dijela ili cijelokupne imovine iz stečajne mase» je mjera konsolidacije (cijelokupne imovine) uz uslov da privredni subjekt nema znatniji nivo dugova u odnosu na ukupnu vrijednost imovine, te da je u mogućnosti da sa budućim poslovnim aktivnostima, uz promjene npr. organizacije, kadrova, proizvodnog programa, obezbijedi profitabilno poslovanje iz kojeg će servisirati nastali nivo duga (dokazati projekcijom poslovanja)
2. «Prodaja dijela ili cijelokupne imovine ili prenos imovine na ime izmirenja potraživanja». U slučaju da se dijelom, i to nefunkcionalne imovine za predmetno društvo, može izmiriti dio ili cijeli iznos dugova, pribjegava se navedenoj mjeri čime se postiže 100% ravnoteža izmedju imovine i sopstvenih izvora (cijelokupno izmirenje duga). Navedena mjera je svakako poželjna, pogotovo ako se radi o nefunkcionalnoj imovini. Ostaje odgovor na pitanje da li subjekt može nastaviti privrednu aktivnost sa ostatkom imovine, a da postiže profitabilno poslovanje (dokazati projekcijom poslovanja). Prodaja

cjelokupne imovine ili njen prenos za izmirenje potraživanja zavisi od njene funkcionalne homogenosti (npr u imovini se nalazi samo jedan privredni objekat), dok je njen prenos za izmirenje potraživanja uslovjen saglasnošću povjerilaca.

3. «Zatvaranje neprofitabilnih pogona ili promjena djelatnosti» kao mjera reorganizacije odnosno konsolidacije (zatvaranje neprofitabilnih pogona) sama za sebe ima za cilj da smanji troškove i pri konstantnim prihodima potencijalno ostvarenje profita (uz isti prihod, manji troškovi). Promjena djelatnosti na nivou privrednog subjekta znači mjeru finansijske konsolidacije uz dokaz da se putem iste mogu ostvarivati profiti i iz njih servisirati, kako tekuće, tako i već nastale obaveze.
4. «Raskid ili zamjena opterećenih ili nepovoljnih ugovora ili zakupa» podrazumijeva djelovanje i na prihodnoj i na rashodnoj strani, zavisno od ugovora (kupovni ili prodajni), odnosno davanja ili korišćenja zakupa. Sama za sebe ova mjera finansijske konsolidacije ne znači posebno ukoliko nije u pitanju cjelina privrednog subjekta u tom režimu (cjelokupna prodaja ili cjelokupna nabavka ili davanje, odnosno uzimanje u zakup cijelog preduzeća).
5. «Odlaganje otplate dugova ili obezbjedjenje otplate u ratama» je mjera koja na finansijsku konsolidaciju utiče na način što će «odložiti» potencijalni deficit likvidnosti ili neće izazvati trenutnu nelikvidnost. Sa aspekta uspješnosti poslovanja proizveće cijenu kapitala u vidu povećanih kamata. Mjera je interesantna ukoliko se radi o konverziji dospjelih kratkoročnih dugova u dugoročne kredite ili produženje roka otplate dugoročnog kredita. U najboljem slučaju, finansijska konsolidacija bi bila uspješna kada bi se uspio obezbijediti tzv «revolving» kredit.
6. «Izmjena rokova dospjelosti, kamatnih stopa ili drugih uslova zajma ili instrumenata obezbjeđenja» je mjera koja smanjuje rashodnu stranu bilansa uspjeha (smanjenje kamatnih stopa). Računa se i na rasterećenje imovine po osnovu fiduciarnog prava prenosa svojine (dospjeli prenos) i stavljanje iste u funkciju radi ostvarenja rezultata.

7. «Opraštanje dugova u cjelini ili djelimično» je atraktivna (za dužnika) ali ne i izvodljiva mjera konsolidacije (sa aspekta povjerioca) jer cijena kapitala oduvijek postoji, sem ukoliko nije plasman države tako da ona ima neki njoj znanoj viši interes. Djelimični oprost dugova je moguć ukoliko povjerilac stekne uvjerenje da će dio novca povratiti ili gubi sve (manje će dobiti kroz proces likvidacije nego ako dio dugova oprostim a subjekt ima šansu da posluje pozitivno i povrati dio duga)
8. «Izvršenje ili zamjena založnog prava». U slučaju da privredni subjekt ima fiduciju ili hipoteku drugog subjekta ostvarenu po osnovu plasmana odnosno potraživanja njihovo izvršenje ujedno znači i obezbjedjenje novčanih sredstava kojim se mogu izmiriti dospjele obaveze. Zamjenom založnog prava sa kojim subjekt raspolaže moguće je izmiriti dospjele obaveze odnosno potraživanja povjerilaca.
9. «Pretvaranje neobezbjedjenih zajmova u obezbijedjene zajmove» je mjeru koja bitnije ne mijenja finansijsku poziciju privrednog subjekta osim što daje garanciju povjeriocu da će dug (koji još nije dospio) biti uredno servisiran. Nivo dugovnih izvora u pasivi bilansa stanja ostaje nepromijenjen. Ukoliko se radi o dospjelom zajmu onda je to mjeru «Odlaganje otplate dugova»
10. «Zalaganje neopterećene imovine» je mjeru konsolidacije kojom se vrši odlaganje otplate duga s tim što se na odloženu otplatu, u principu, plaća kamata koja predstavlja rashod finansiranja i koju u projekciji poslovanja treba predvidjeti. U toku likvidnosti potrebno je predvidjeti nivo otplate odnosno rate.
11. «Pretvaranje duga u akcijski kapital». Sa mikroekonomskog aspekta posmatrano, konverzija duga u ulog je vrlo atraktivna model finansijske konsolidacije, imajući u vidu da su naša preduzeća prezadužena tako da dospjeće anuitetskih obaveza usložnjava njihovu likvidnost i ekonomično poslovanje. U tom cilju, racionalno ponašanje dužnika je usmjereni ka konverziji duga u ulog po nominalnoj vrijednosti. Međutim, interes kreditora se razlikuje od težnje dužnika jer on preferira da konvertuje svoje potraživanje odnosno plasman koji će mu obezbijediti prinos koji bi mogao da ostvari sa alternativnom upotrebom tih sredstava. Dakle, postavlja se osnovno pitanje:

koja je to minimalna vrijednost duga po kojoj bi povjerioci prihvatali kupoprodaju (diskont) odnosno konverziju dugova firme u ulog.

12. "Uzimanje novog kredita" predstavlja novo kreditno zaduženje koje proizvodi povećanje dugovnih izvora, nominalno, ali ne i relativno jer priliv sredstava povećava i imovinsku poziciju "Novčana sredstva". Pitanje je upotrebe dobijenih kreditnih sredstava, ali u svakom slučaju, podrazumijeva se podnošenje elaborata u vezi opravdanosti upotrebe kreditnih sredstava. Transfer kredita radi izmirenja obaveza ima najmanje opravdanje, osim u slučaju da se izmirenjem obaveza obezbjeduje npr nova nabavka materijalnih inputa i to na odloženo plaćanje.
13. "Pribavljanje nove investicije" moguće je iz sopstvenih ili kreditnih izvora ili, najčešće, u kombinaciji oba izvora. Naprimjer moguće je da se prodajom dijela (nefunkcionalne) imovine obezbijedi dio ili cjelina investicionih sredstava za unapredjenje postojećeg ili osvajanje novog proizvoda ili usluge. Sveukupno, podrazumijeva se da sa novom investicijom predmetni subjekt izlazi iz teškoća i obezbjeduje profitabilno poslovanje na rok odnosno za ekonomski vijek projekta.
14. "Osporavanje ili poništenje potraživanja" umanjuje vrijednost dugovnih izvora čime se povećava vrijednost neto imovine odnosno sopstvenih izvora. Istovremeno, knjigovodstvena vrijednost kapitala ima veću vrijednost i povoljniji bonitet (manja opterećenost imovine dugovnim izvorima). Navedena mjera upućuje da se sopstvenim dugovima odnosno potraživanjima povjerilaca treba prići krajnje profesionalno i što je najvažnije, dokumentovano.
15. "Otpuštanje zaposlenih" smanjuje nivo troškova u slučajevima neprofitabilne proizvodnje odnosno pružanja usluga. Ukoliko je riječ o djelimičnom otpuštanju zaposlenih, radi se o racionalizaciji upotrebe navedenog resursa, a time i smanjenja troškova, koji pri datom nivou prihoda, smanjuje gubitak ili povećava profit. Praksa je pokazala da se sa uvodenjem stečaja uvodi i institut "svi na Biro", a zatim povlačenje radne snage u obimu za koji se ocijeni da je potreban.

16. "Isplata dospjelih potraživanja" je proces koji je uslovjen raspoloživim novčanim sredstvima i njihovim prilivom iz tekućih poslovnih aktivnosti ili novih zaduženja.
17. "Ustupanje neopterećene imovine za izmirenje potraživanja" je mjeru koja proizvodi smanjenje vrijednosti ukupne imovine, uz istovremeno smanjenje i dugovnih izvora. Navedena mjeru ima smisla ukoliko se radi o imovini koja nije u funkciji ili bitnije ne remeti odvijanje procesa proizvodnje odnosno usluga. Ustupanje imovine podrazumijeva procjenu iste. Postavlja se pitanje koliko procjena odražava realne tržišne vrijednosti ako se ima u vidu da nije javno "izazvana" tražnja (javni oglas) te se sa tog aspekta može prigovoriti učesnicima u dатој transakciji. Svakako, neizbjegljiva je procjena ekspertskega(ljekarskog) lica kao polazna ili ugovorena vrijednost transakcije.
18. "Izmjene i dopune statuta, opštih akata i drugih dokumenata društva dužnika" utiču na finansijsku konsolidaciju na način što se mogu pojednostaviti procedure u vezi donošenja pojedinih odluka, čime se brže dolazi do neophodnih finansijskih sredstava (npr odluke o kreditnom zaduženju, njegovoj visini, odluke o investicijama, prodaji, fuziji i dr)
19. "Spajanje ili pripajanje dva ili više lica". Spajanje dva ili više lica podrazumijeva osnivanje novog društva, dok se pripajanje izvodi preuzimanjem gdje se određuje društvo preuzimalac. Za spajanje odnosno preuzimanje neophodna je procjena oba ili više subjekata, učesnika u tom procesu, kao i proračun odnosa zamjene akcija odnosno uloga. Spajanje preuzimanjem (pripajanje), se izvodi saglasno Zakonu o privrednim društvima, odnosno njegovim odredbama definisanim u članu 22. U oba slučaja, bilo da se radi o spajanju ili pripajanju, nužno je uraditi slijedeća dokumenta: "Predlog – uslovi restrukturiranja", "Razlozi restrukturiranja" kao i prijavljanje Izvještaja nezavisnog eksperta. Pored efekata koji se očekuju u spojenim odnosno pripojenim društvima (smanjenje troškova administracije, bolji nastup na tržištu, eliminisanje medusobne konkurentnosti i dr), moguće je izvršiti spajanje ili pripajanje uz motivisano konverzijom duga u ulog čine se direktno proizvode finansijski efekti.

20. "Prenos dijela ili cijelokupne imovine na jednog ili više postojećih ili novoformiranih subjekata". Radi se o metodu gdje se dio funkcionalne imovine koja za sebe čini cjelinu (proizvodni pogon npr) ili cjelina prenosi na drugi subjekt bez prava vlasništva, uz naknadu za korišćenje ili u vidu rente ili podjele profita u određenoj srazmjeri. Organizacija procesa rada prelazi na drugi subjekt sa svim pravima osim vlasništva, a time i prodaje prenesene imovine. U prethodno opisanom slučaju privredni subjekt i dalje egzistira s tim što se ne isključuje mogućnost bavljenja određenom djelatnošću. Pored prihoda od bavljenja djelatnosti, ostvaruju se prihodi po osnovu prenosa imovine ili dijela u ugovorenim obimima. Vlasnički odnos ostaje i dalje isti, s tim što su vlasničke transakcije i dalje prisutne zavisno od odnosa ponude i tražnje. Ukoliko se formira novi subjekt i po tom osnovu izvrši prenos imovine, ujedno se i vrši prenos vlasništva u srazmjeri postojećeg u privrednom subjektu ili postojeći privredni subjekt ostvaruje 100% vlasništvo nad novoformiranim subjektom. (slučaj "Monet-a" i "Telekoma").

21. "Poništavanje ili izdavanje novih hartija od vrijednosti od strane dužnika, ili bilo kog novog subjekta koji je formiran u skladu sa tačkom 20". Ukoliko se formira novi privredni subjekt sa imovinom i kapitalom koji je istovjetan kao i kod privrednog subjekta – osnivača, onda dolazi do poništavanja postojećih hartija od vrijednosti (akcija) i emisije novih. Kod novoformiranog subjekta, podrazumijeva se, emisija akcija. U sklopu ovog metoda moguće je vršiti novu emisiju akcija ili drugih hartija od vrijednosti sa ciljem da se pribavi dodatni kapital (tzv dokapitalizacija).

Navedene mjere odnosno metode reorganizacije ne isključuju jedna drugu što podrazumijeva primjenu više njih zavisno od subjekta do subjekta i nivoa uticaja na buduće poslovanje privrednog subjekta.

Svaka mjera, bez dileme "ostavlja traga" na buduće poslovanje odnosno na konsolidaciju kao cilj reorganizacije. Njihov uticaj je moguće kvantificirati te se predočavaju preko bilansa uspjeha, imovinskog bilansa, kao i bilansa likvidnosti. U svemu tome veoma je važan bilans investicionih sredstava sa njihovim izvorima.

7.3. Medjuzavisnost metoda i promjene finansijske strukture preduzeća

Navedene metode finansijske konsolidacije (1 – 21) imaju različit uticaj na izmjenu finansijske strukture preduzeća. Dakle, neke metode imaju neutralan uticaj a neke djeluju direktno ili indirektno na izmjenu finansijske strukture.

Neutralan uticaj imaju slijedeće metode: "Zadržavanje dijela ili cijelokupne imovine iz stečajne mase (1), "Raskid ili zamjena opterećenih ili nepovoljnih ugovora ili zakupa" (4), "Odlaganje otplate dugova ili obezbjedjenje otplate u ratama" (5), "Izmjena rokova dospjelosti, kamatnih stopa ili drugih uslova zajma ili instrumenata obezbjedjenja" (6), "Pretvaranje neobezbijedjenih zajmova u obezbijedjene zajmove" (9), "Zalaganje neopterećene imovine" (10), "Izmjene i dopune statuta, opštih akata i drugih dokumenata dužnika" (18)

Indirektni uticaj preko smanjenja troškova a time i gubitka ima metod "Zatvaranje neprofitabilnih pogona ili promjena djelatnosti" (3) podrazumijeva potencijalnu eliminaciju gubitka i prelazak u zonu pozitivnog poslovanja čime se, preko ostvarenja dobitka mijenja odnos sopstvenog i "tudjeg" kapitala. "Otpuštanje zaposlenih" (15) ima sličan uticaj kao i prethodni model.

Metod naznačen kao "Prodaja dijela ili cijelokupne imovine ili prenos imovine na ime izmirenja potraživanja" (2) ima direktan uticaj na izmjenu finansijske strukture. Sami čin prodaje imovine podrazumijeva priliv novčanih sredstava. U slijedećoj iteraciji izmiruju se nastale obaveze i dolazi do smanjenja novčanih sredstava. Izmirenjem obaveza smanjuju se dugovni izvori i pri konstantnoj vrijednosti "sopstvenih izvora" njihova participacija se povećava. Ovaj metod ima za posledicu smanjenje ukupnih izvora sredstava preko smanjenja udjela "tudjih izvora" sredstava. Sledstveno smanjenju izvora sredstava smanjuju se i sredstva odnosno vrijednost imovine firme. Praksa u Crnoj Gori pokazuje da je ovaj metod najčešće prisutan jer je težnja povjerilaca (koji najčešće pokreću postupak stečaja) da naplate svoja potraživanja u što kraćem roku.

"Oprašatanje dugova u cjelini ili djelimično" (7) ima direktni uticaj na smanjenje "tudjih izvora" čime se mijenja finansijska struktura firme kao što je to objašnjeno i za

prethodni metod. Opruštanje dugova, u cijelini, je rijedak slučaj, dok je djelimični oprost dugova prisutan u praksi (tzv nagodba).

“Zamjena založnog prava” (8) isto tako ima direktni uticaj na izmjenu finansijske strukture. Naime, pretpostavlja se da firma ima svoj plasman u drugu firmu i istovremeno ima fiducijsko pravo svojine ili hipoteku u cilju obezbjedjenja plasmana. Aktiviranjem fiducije firma stiče pravo nad imovinom, a gubi plasman i istu ustupa povjeriocu, čime dolazi do smanjenja vrednosti njene imovine i izvora. Smanjenjem, odnosno izmirenjem obaveza prema povjeriocima mijenja se finansijska struktura u korist sopstvenih izvora.

Metod finansijske konsolidacije “Uzimanje novog kredita” (12) je uobičajeni metod koji i u normalnijim uslovima poslovanja predstavlja potrebu kako bi se intenziviralo poslovanje. U slučaju poteškoća u poslovanju, posebno u stečajnim uslovima, ovaj metod je teže primjenljiv. Svakako, uzimanje novog kredita predstavlja promjenu finansijske strukture u smjeru povećanja dugovnih izvora u odnosu na sopstvene izvore finansiranja. Primjena ovog modela podrazumijeva odgovor na pitanja: da li se i za što zadužiti odnosno ići na tzv “finansijsku polugu”, koja je to optimalana finansijska struktura, od čega zavisi finansijska poluga, uticaj finansijske poluge na vrijednost akcija odnosno kapitala i dr.

“Pribavljanje nove investicije” (13) ukoliko je iz sopstvenih izvora, pretpostavlja postojanje dobitka koji se usmjerava u razvojne svrhe odnosno finansiranje u nove projekte koji će u budućnosti odbacivati uvećane dobitke. Uvećani dobici mijenjaju finansijsku strukturu u korist sopstvenih izvora u odnosu na tajde sve do momenta dok se ne pribjegne isplati dividende ili povlačenju dobiti po osnovu uloga. Kada se pribjegne povlačenju dobiti onda se uspostavlja početna finansijska struktura prije investicionih aktivnosti koje produkuju povećane obime poslovanja i njegov rezultat. Ukoliko se pribavljanje nove investicije vrši po osnovu novog kreditnog zaduženja, onda je riječ o promjeni finansijske strukture opisane u prethodnom pasusu.

“Osporavanje ili poništenje potraživanja” (14) mijenja finansijsku strukturu na način što “poništenje” umanjuje vrijednost ukupnih dugovnih izvora dok “osporavanje” ne mijenja finansijsku strukturu sve do “poništenja”. Naime, samo osporavanje popraživanja povjerilaca ne podrazumijeva isknjižavanje obaveza firme sve do konačnog sudskog ishoda. Riječ je o prenosu nespornih (knjigovodstvenih) u sporna

potraživanja povjerilaca odnosno obaveze prema povjeriocima. Samim tim, struktura izvora finansiranja, se ne mijenja. Isti je slučaj kada se dio dugoročnih finansijskih obaveza transferiše u kratkoročne finansijske obaveze koje dospijevaju u tekućoj godini (bilansna pozicija "Tekući dio dugoročnih kredita").

"Ispalata dospjelih potraživanja" (16) podrazumijeva sumu raspoloživih novčanih sredstava i njihovim smanjenjem odnosno isplatama, smanjuje se nivo obaveza prema eksternim subjektima, čime se smanjuje, kako nivo sredstava tako i njihovih izvora (tudjih). Promjena finansijske strukture je posljedica isplata.

"Ustupanje neopterećene imovine za izmirenje potraživanja" (17) je metod koji je približno istovjetan sa "prodajom dijela imovine radi izmirenja potraživanja povjerilaca" (2) samo što je izbjegnuta iteracija prodaje, naplate i isplate. Naravno, uslov je da bi prodajna vrijednost imovine bila ista sa vrijednošću potraživanja zbog kojih se ustupa neopterećena imovina. Čin prodaje prate i drugi troškovi (oglašavanje, procjena i dr) tako da se može prihvatiti i niža cijena ustupanja u odnosu na potencijalnu prodajnu vrijednost. Svakako, ovaj metod eliminiše dio ili cijela potraživanja čime se mijenja finansijska struktura u korist sopstvenih izvora.

"Spajanje ili pripajanje dva ili više lica" (19). Kada je riječ o spajanju dva pravna lica pitanje je odnosa sopstvenih i tudjih izvora finansiranja pojedinačnih firmi. Moguće je da jedna firma ima veći stepen zaduženosti od druge i da spajanjem dva kapitala dodje do promjene finansijske strukture nove firme koja je različita od prethodno uspostavljenih (u pojedinačnim firmama). Međutim, u strukturi sopstvenih izvora, logički je, da dolazi do promjene u vlasničkoj participaciji u korist one firme (vlasnika) koja je imala više sopstvenog u odnosu na tudi kapital. Isti je slučaj u pogledu promjene finansijske strukture kada se radi o pripajanju jednog lica drugom licu s tim što to drugo lice zadržava pravni subjektivitet.

"Prenos dijela ili cijelokupne imovine na jednog ili više postojećih ili novoformiranih subjekata" (20) mijenja finansijsku strukturu prenosioca ako je imovinu prenio uz istovremeno pravo postojećih vlasnika nad kapitalom u novoformiranom privrednom subjektu. To praktično znači da je došlo do smanjenja kapitala subjekta prenosioca i pri istom nivou dugovnih izvora finansijska struktura se mijenja u korist istih. Za razliku od subjekta prenosioca, subjekt primaoc uspostavlja početnu finansijsku strukturu koja bi mogla biti i vjerovatno jeste u stopostotnoj dominaciji sopstvenih

izvora. Novi subjekt, sa takvom finansijskom strukturom, ima mogućnost za novo kreditno zaduženje čime bi mijenjao istu u smjeru uspostavljanja optimalne.

“Poništavne ili izdavanje novih hartija od vrijednosti od strane dužnika, ili bilo kog novog subjekta koji je formiran u skladu sa tačkom 20.” (21) je sličan metod prethodnom s tim što se uključuju akcije odnosno hartije od vrijednosti kojim se adresira pravo vlasnika nad sopstvenim kapitalom u novoformiranom i poništava to pravo u postojećem privrednom subjektu.

7.4. Pretvaranje duga u ulog i promjena finansijske strukture preduzeća

Metod “Pretvaranje duga u akcijski kapital” (11) posebno i detaljno obrazlažemo jer imamo u vidu njegov bitan uticaj na promjenu finansijske strukture firme. Nadalje, ovaj metod je, u praktičnoj primjeni, sa aspekta opredjeljenja povjerilaca, veoma diskutabilan.

Bez dileme, činjenica je da se proces faktičke privatizacije u Crnoj Gori odvija na fer tržišnim odnosima. Međutim, dug ne može imati odbitnu stavku od kupoprodajne vrijednosti, ali može značajnije uticati na vrijednost kupoprodaje u privatizacionom procesu. Preuzimanje duga i konverzija u trajni ulog odnosno u akcijski kapital je jedan od modaliteta za finansijsku konsolidaciju firme.

Prilikom procjene vrijednosti kapitala dugovni izvori čine odbitnu stavku procijenjene vrijednosti imovine. Dakle, razliku čini kapital kao izvedena kategorija vrijednosti imovine i obaveza. Na datoj vrijednosti kapitala formira se nominalna vrijednost akcije u korelaciji sa njihovim brojem. U slučaju poklapanja termina procjene i prodaje, nominalna vrijednost akcije bi predstavljala i početnu tržišnu vrijednost (vrijednost ponude). Dakle, logičan je zaključak da je predmetna transakcija odnosno vrijednost akcije ujključila dug kao odbitnu stavku, te se ne može pribjeći smanjenju vrijednosti akcije za proporcionalni iznos duga.

Međutim, u praksi se dešava i to vrlo brzo, da nominalana vrijednost akcije postane “istorijska” vrijednost jer se ne poklapa termin procjene i prodaje. Kako je vrijeme procjene i prodaje različito, moraju se uvažiti promjene izazvane poslovanjem odnosne firme. Saglasno datim promjenama, mijenja se i vrijednost akcije tj. knjigovodstvena u odnosu na nominalnu što bi značilo da knjigovodstvena vrijednost

akcije predstavlja "ažuriranu nominalnu vrijednost". Prepostavka za to je da su razlike izmedju knjigovodstvene i procijenjene vrijednosti uknjižene prilikom procjene, kao i to da su sve promjene cijelovito i realno obuhvatile poslovna dešavanja u firmi.

Kako kupci kontrolnog paketa akcija insistiraju na razrješenju dugova firme koju namjeravaju kupiti, motivisani izbjegavanjem stecaja, plaćanja kamata i postizanja "dobrog" boniteta, postavlja se pitanje modaliteta istog. Moguća su dva i to:

- preuzimanje duga i
- konverzija duga u ulog

Preuzimanje duga od strane kupca kontrolnog paketa akcija u principu znači sanaciju preduzeća sa aspekta likvidnosti odnosno postizanje optimalne finansijske strukture. Ukoliko prodavac (Fondovi ili država) zahtijeva takvu sanaciju, kupac traži sniženje cijene akcije⁸. Pod pretpostavkom da se to desi, kupac je dužan da unese novčana sredstva u preduzeće koje kupuje odnosno da preuzme dug. To bi sa knjigovodstvenog aspekta značilo povećanje vrijednosti aktive (za unos novca) i obavezu prema kupcu kontrolnog paketa akcija odnosno povećanje kapitala. U slučaju preuzimanja duga promjene se dešavaju na strani izvora sredstava i to samo u analitici (zamjena jednog povjerioca sa drugim). U obje varijante postoji dug koji treba da se konvertuje u ulog.

Praksa je pokazala da postoji i modalitet da je kupac (kontrolnog paketa akcija) u obavezi preuzimanja duga, a da za taj iznos nema pravo na dokapitalizaciju. U tom slučaju primljena novčana sredstva evidentirala bi se kao povećanje na žiro računu i povećanje vanrednog prihoda, dok bi u knjigovodstvu uplatioca to bilo evidentirano povećanjem vanrednog rashoda i smanjenjem žiro računa.

Ukoliko se desi kupovina, kao što se to često dešava, po tržišnoj vrijednosti, odnosno vrijednosti po kojoj se dva subjekta dogovore da izvrše transakciju to

⁸Navodimo primjer Mlina "Muharem Asović" Nikšić, gdje je kupac „Agroglobe“ Novi Sad kupio 42,39% akcija za 1 eur, ali je preuzeo obavezu preuzimanja duga prema zaposlenima cca 500.000 eur i dobavljačima od cca 100.000 eur. Zatim je preuzeta obaveza investiranja uvrijednosti od 750.000 eur od kojih 200.000 nema tretman dokapitalizacije. Prema prethodnom proizilazi da je kupoprodajna vrijednost akcija 800.000 eur. Pored navedenih obaveza, preuzete su obaveze redovne isplate zarada zaposlenim (određeni nivo), zapošljavanje određenog broja radnika i obaveza ostvarenja određenog obima proizvodnje za četvorogodišnji period. Sve skupa, evidentni su direktni i indirektni efekti ugovora sa aspekta prodavaca (Fondova i Zavoda za zapošljavanje Crne Gore).

proizvodi dejstvo promjene u analitici kapitala "nije vlasnik "X" već "Y"". Međutim, prodavac je ugovorno obavezao kupca da prihvati izmirenje postojećih obaveza firme u kojoj postaje većinski vlasnik. Upravo to povlači promjenu u bilansu, odnosno u pasivi subjekta čije su akcije predmet kupoprodaje, a to je, upravo, riječ o dokapitalizaciji.

Drugi modalitet se odnosi na konverziju potraživanja povjerilaca u ulog, koji nije skopčan sa kupovinom akcija.

Sa mikroekonomskog aspekta posmatrano, u oba modaliteta, konverzija duga u ulog je vrlo atraktivna model finansijske konsolidacije, imajući u vidu da su naša preduzeća prezadužena tako da dospjeće anuitetskih obaveza usložnjava njihovu likvidnost i ekonomično poslovanje. U tom cilju, racionalno ponašanje dužnika je usmjereni ka konverziji duga u ulog po nominalnoj vrijednosti. Međutim, interes, kupca kontrolnog paketa akcija ili kreditora se razlikuje od težnje dužnika ili kupca kontrolnog paketa akcija jer on preferira da konvertuje svoje potraživanje odnosno plasman koje će mu obezbijediti prinos koji bi mogao da ostvari sa alternativnom upotrebom tih sredstava.

Pored odgovora na pojedina pitanja ili dileme koje smo postavili, postavlja se osnovno: koja je to minimalna vrijednost duga po kojoj bi kupci kontrolnog paketa akcija ili povjerioci prihvatali kupoprodaju (diskont) odnosno konverziju dugova firme u ulog.

Polazna pretpostavka pri odlučivanju u ovoj transakciji je tačnost parametara na kojima se zasniva cash flow analiza koja se koristi kao osnov za vrednovanje budućih prinosa firme. Slijedeća pretpostavka je da je vrijednost dugova realna odnosno usaglašena.

Cash flow analiza nužno podrazumijeva projektovanje fizičkih i finansijskih učinaka i po tom osnovu sastavljanje projektovanog bilansa stanja i uspjeha. Bilans uspjeha se nadogradjuje sa pojedinim pozicijama kako bi se dobila vrijednost neto novčanog toka. Simulirali smo navedenu projekciju, kako slijedi:

u 000 €

r/b	Pozicija	G o d i n a				
		1	2	3	4	5
A	Rashodi	3.522	3.592	3.770	3.956	4.153
B	Prihodi	3.998	4.078	4.283	4.96	4.721
C	<i>Dobit – bruto</i>	476	486	513	540	568
1	Porezi	95	97	103	108	114
D	<i>Neto ak. - dobit</i>	381	389	410	432	454
E	<i>Bruto akumulacija</i>	399	407	428	449	472
2	Ulaganja u os. sreds.	10	0	0	0	0
3.	Pov. o.b.s. i sm. kr. kr	137	137	137	137	137
F	NETO NOV. TOK	252	270	291	312	335

Dugovi kod procjene se usaglašavaju uporedjujući evidencije dužnika i povjerilaca te primjenom analitičkog postupka i odredbi pojedinih zakonskih propisa koji regulišu tu oblast, izvodi se njihova realna vrijednost.

Na bazi stvarnog stanja procijenjenih pozicija bilansa stanja (nulta godina), te projektovanih tokova u bilansu uspjeha sastavljena je projekcija bilansa stanja za period od pet godina, s tim da se sav neto tok gotovine raspodjeljuje u obliku dividendi. Slijedi imovnski bilans:

r/b	Pozicija	G o d i n a					
		0	1	2	3	4	5
1	Stalna sredstva	1.498	1.496	1.470	1.466	1.424	1.403
2	Obrtna sredstva	45	182	319	456	594	731
A	POSLOV. AKTIVA	1.543	1.678	1.789	1.902	2.018	2.134
3	Neto aktiva- kapital	1.495	1.630	1.741	1.854	1.970	2.086
4	Obaveze	48	48	48	48	48	48
B	POSLOV. PASIVA	1.543	1.678	1.789	1.902	2.018	2.134

Koristeći raspoložive podatke izračunava se stopa prinosa na rizični i ukupni kapital, s tim što stopa prinosa na rizični kapital predstavlja odnos neto novčanog toka i neto imovine, a stopa prinosa na ukupni kapital predstavlja odnos neto novčanog toka prema vrijednosti ukupne aktive.

r/b	Pokazatelji	G o d i n a				
		1	2	3	4	5
1	St. prinosa na rizič. kapital	17	17	17	17	17
2	St. prinosa na uk. kapital	17	16	16	16	17

Evidentno je da su stope prinosa na rizični i ukupni kapital stabilne. Međutim, njih je potrebno komparirati sa diskontnom stopom koja je primijenjena kod cash flow-a. Primijenjena je diskontna stopa od 19%. Pri tom proizilazi da je stopa prinosa na rizični kapital manja od zahtijevane stope koju bi mogli označiti kao minimalnu sa aspekta zahtjeva investitora.

U cilju odredjenja isplativosti konverzije uveli smo slijedeće pretpostavke:

- cjelokupni dug firme se konvertuje u ulog po nominalnoj vrijednosti
- ostalih obaveza firma nema
- neto imovina predstavlja razliku izmedju ukupne aktive i obaveza
- dividenda (bivših) povjerilaca se formira na način što se odredi procentualno učešće konvertovanih potraživanja u kapitalu

Obračun pripadajuće dividende (bivšim) povjeriocima je slijedeća:

r/b	Pokazatelji	G o d i n a				
		1	2	3	4	5
1	Neto nov. tok – divid.	252.000	270.000	291.000	312.000	335.000
2	Divid. (biv) povjerilaca	7.700	8.400	9.000	9.700	10.500
3	Real. vr. konv. akcija	46.300			(Rezidual 55.250)	

Evidentno je da je realna prinosna vrijednost akcija 46.400 € i manja je od nominalne vrijednosti konvertovanog duga. Realna prinosna vrijednost akcija čini tok dividende koji će "bivši" povjeroci prisvajati u budućnosti, uključujući i dio rezidualne vrijednosti koji predstavlja budući tok beskonačnih prinosa (na tok dividende i rezidualne vrijednosti primijenjena je zahtijevana stopa povraćaja – diskontna stopa od 19% kako bi se nominalna vrijednost prevela na realnu sadašnju vrijednost dividende).

Kako je realna prinosna vrijednost akcija manja od nominalne vrijednosti konvertovanog duga potrebno je utvrditi koeficijenat konverzije, a on predstavlja odnos nominalne vrijednosti konvertovanih akcija i realne prinosne vrijednosti akcija. U prepostavljenom slučaju koeficijenat konverzije iznosi 1,0345. Ukoliko dobijenim koeficijentom pomnožimo nominalnu vrijednost duga koji se želi konvertovati dobijamo realnu vrijednost konverzije, a to je 49.700 €.

Dakle, da bi povjerioci bili indiferentni kod izbora izmedju povlačenja dugova i konverzije istih u akcije, odnos nominalnih vrijednosti akcija i dugova treba da bude 1,0345. Još preciznije, minimalna vrijednost po kojoj bi povjerilac prihvatio konverziju jednog € potraživanja u akcije je 1,0345 €.

Ako je utvrđen nivo nominalne vrijednosti akcija koji treba da bude priznat kroz konverziju duga u ulog, a da pri tom povjerilac bude indiferentan (sa aspekta očuvanja realne vrijednosti duga) postavlja se pitanje "ekstra" prinosa na konvertovane akcije. Poučeni prethodnim, najpoželjnije je konvertovati potraživanje u ulog kada je realna prinosna vrijednost akcijskog kapitala veća od nominalne vrijednosti duga. Ali se postavlja pitanje: za koliko?. To zavisi od nivoa realne kamatne stope na plasmane bez rizika i stope premije na rizik za odgovarajuću djelatnost. Pored toga, nivo konverzije zavisi i od alternativne upotrebe novca koji bi obezbijedio određeni nivo prinosa. Reperna veličina može biti i prosječna stopa prinosa koju banke odobravaju na orloženu štednju do jedne godine.

Pri pretpostavci da se povjerilac odluči za konverziju svojih potraživanja u ulog navedena iteracija bi se obavila za iznos od 49.700 € a ne za nominalnu vrijednost od 48.000 €. U pasivi bilansa stanja u nultoj godini izvori sredstava su slijedeći:

- Kapital	1.495.000 €
- Dugovni izvori	48.000 €
- Svega	1.543.000 €

Konverzijom potraživanja povjerilaca u akcijski kapital formirao bi se kapitalni gubitak od 1.700 € i sastavni je dio ukupnog kapitala, a finansijska struktura bi bila slijedeća:

- Kapital	1.544.700 €
- Dobitak/Gubitak	(1.700) €
- Svega	1.543.000 €

7.5. Operativni pristup reorganizacije i promjene finansijske strukture preduzeća

Mogućnosti za reorganizaciju

Reorganizacija, u užem smislu tog pojma, koja se zastupa Zakonom o insolventnosti privrednih društava, znači i podrazumijeva primjenu poslovnih mjera kojim se stečajni dužnik oporavlja, odnosno izmiruje dospjele obaveze prema povjeriocima, na način da pri tom sačuva predstečajni pravni status i poslovni subjektivitet. Rješavajući teškoće u koje je zapao stečajni dužnik putem reorganizacije u duhu citiranog Zakona, odnosno predmetnim planom stvara dobre šanse (i predpostavke)

da se poslovni sistem konsoliduje na trajnim osnovama. Na ovom mjestu identifikovaćemo prostor u kome stoje mogućnosti za prethodno rečeno na način kako slijedi.

a - 1 Preduzeće "X", kao poslovni sistem, ima diversifikovanu fizičku strukturu u obliku sazvežđa više poslovnih jedinica.

a - 2 Ne postoji poslovna međuzavisnost unutar poslovnog sistema, tako da eventualno isključenje nekih od jedinica iz sadašnjeg skupa ne pogoršava uslove poslovanja ostalim.

a - 3 Reorganizacija koja se zastupa planom reorganizacije, pored sanacione uloge prevashodno, ima i razvojni karakter, koji se bliže prezentira saglasno konceptu "Tržišni položaj i razvojne mogućnosti".

a - 4 Predmetno preduzeće ima višestruko vrijedniju imovinu od obaveza prema povjeriocima. Pri tome ona je raspoređena po jedinicama iz utrživog skupa, te je sasvim izvjesna mogućnost sticanja finansijskih sredstava u potrebnom obimu prodajom dijela te imovine.

a - 5 Unovčavanjem dijela imovine, odnosno njenim pretvaranjem iz jednog oblika u drugi (novčani), otvara se prostor za investiranje u nove sadržaje koji sada imaju razvojni karakter svojom komplementarnošću sa osnovnim kapacitetom preduzeća, pored prioritetnih sanacija postojećih nedostataka u njemu.

a - 6 U bližoj interpretaciji, koncept saopšten u prethodnom stavu znači:

1. Prodaja imovine referisana na jedan (određeni) skup jedinica iz sastava preduzeća
2. Vrijednost imovine iz prethodnog stava koja se može postići na tržištu, je veća od obaveza prema povjeriocima,

3. Preostala sredstva iz prodaja će se opredijeliti:
 - na najnužniju sanaciju preostalih objekta i opreme u kapacitetima preduzeća,
 - nabavku opreme
 - izobrazbu kadrova (razvoj kadrova),
 - marketing i komercijalnu funkciju.
4. Nedostajuća sredstva i ambiciozniji ulazak sa investicijama na lokalitetu odnosno kapacitetu "Y" moguće je osigurati partnerstvom sa eksternim investorima uz aktivni nastup sa adekvatno osmišljenim konceptom.
5. Konačno, Plan reorganizacije, čije su mogućnosti prezentirane u prethodnim tačkama, i pored uloge uređenja potraživanja i prava povjerilaca i obaveza dužnika u stečaju, je inicijalni dokumenat za razvojne aktivnosti neposredno nakon njegovog usvajanja.

Realizacija plana je vremenski limitirana prodajama imovine namijenjene za njegove svrhe i prema sadašnjim uslovima i procjenama trajaće tri godine.

Metode i sredstva za realizaciju plana reorganizacije

Sprovođenje reorganizacije i promjena finansijske strukture preduzeća prepostavlja sprovodjenje sljedećih metoda:

1. Zadržavanje (najvećeg) dijela imovine iz stečajne mase,
2. Prodaja dijela imovine iz stečajne mase bez založnog prava,
3. Raskid nepovoljnih zakupa,
4. Odlaganje otplate dugova, odnosno otplata prema dinamici
5. Izmjene kamatnih stopa prema rokovima dospjelosti iz dinamike otplate po Planu,
6. Pretvaranje neobezbjedjenih u obezbijeđene zajmove,
7. Pribavljanje nove investicije,
8. Osporavanje i poništavanje potraživanja koja nijesu pravno valjana,
9. Otpuštanje zaposlenih,
10. Isplata (dijela) dospjelih potraživanja,
11. Izmjene i dopune Statuta, opštih akata privrednog društva i drugih dokumenata o osnivanju ili upravljanju,

12. Druge mjere koje će biti generirane iz primjene prethodnih a koje su u skladu sa ograničenjima iz ovog plana ili iz postupka za njegovo odobravanje.

Dakle, plan reorganizacije, računa na skup navedenih mjeru u kombinaciji, podrazumijevajući da su u skladu sa zahtjevima za njegovo odobrenje i sa odredbama Zakona o insolventnosti privrednih društava.

Metod kombinacije mera iz saopštenog skupa već funkcioniše u dosadašnjem toku stečaja na način što je jedan broj primijenjen (realizovan) ili je u toku:

- za prodaju dijela imovine iz stečajne mase već je oglašavana licitacija,
- raskinuti su nepovoljni zakupi,
- odložena je otplata dugova,
- osporena su i poništena potraživanja koja nisu pravno valjana,
- otpušten je dio zaposlenih
- dio (manji) potraživanja je isplaćen.

Metod reorganizacije sa saopštenim mjerama oslanja se (i kompatibilan je) na mogućnosti sa kojima raspolaže poslovni sistem.

Prepostavke konsolidacije

Izlazak stečajnog dužnika iz tog statusa realizacijom Plana reorganizacije na način blisko prezentiranom modelu, poslovni sistem ulazi u konsolidovano stanje kojim se stvaraju prepostavke za uspješno poslovanje na trajnim osnovama sa kapacitetima:

- "X"
- "Y"
- "Z"

Ostale prepostavke i uslovi poslovanja u konsolidovanom stanju, koji će se generirati Planom reorganizacije, izvjesno se mogu ostvariti u sljedećem:

1. Formiranje investicionog fonda, čiji obim, nakon izmirenja obaveza prema povjeriocima, iznosi 2,12 miliona €.
2. Investiciona sredstva u navedenom iznosu, formiraju se, pored ostatka od prodaje dijela imovine, i iz potraživanja, amortizacije i profita koji se očekuje u predviđenom periodu.

3. Kvantifikacije (fizičke i finansijske) i preciznija tehnička određenja investicionih pozicija će se uraditi posebnom tehno-ekonomskom elaboracijom i dokumentacijom.
4. Preuzimanje kapaciteta "V" i "G" iz režima zakupa će se obaviti u narednoj godini i isti će se uključiti u poslovanje sistema "X" a.d.
5. Postupno povećanje korišćenja kapaciteta, saglasno realizaciji investicija i unapređenju organizacije poslovnog sistema, sa cca 30% na 40% odnosno 50%, računa se u naredne tri godine
6. Optimizacija modela organizovanja poslovnog sistema u smislu unapređenja efikasnosti poslovanja identifikacijom ekomske odgovornosti u njegovim jedinicama stavljući ih u status profitnih centara.
7. Optimizacija iz prethodnog stava podrazumijeva uređenje područja zaposlenosti na način da je primjereno režimu korišćenja kapaciteta i troškovnoj izdržljivosti pojedinih (ekonomskih) jedinica.

Projekcija poslovanja

Projekcija bilansa uspjeha u planu reorganizacije radi se za period od pet godina. U prvom redu sagledavaju se realni fizički učinci koje je privredni subjekt u mogućnosti da ostvari, zatim cjenovni odnosi kako na strani inputa tako i na strani outputa. Pored toga sagledavaju se investicioni zahtjevi kako bi se odredio nivo kamate kao tošak finansiranja. Ukoliko nema investicionih zahtjeva koji bi se finansirali iz "tudjih" izvora nužno je istu obračunati za vrijeme otplate duga.

Pretpostavili smo potrebu za investicionim sredstvima u iznosu od 2,12 miliona €. Investiciona sredstva u navedenom iznosu, formiraju se, pored ostatka od prodaje dijela imovine, i iz potraživanja, amortizacije i profita koji se očekuje u predvidjenom periodu. Dakle, u navedenom primjeru ne računa se na finansiranje iz eksternih izvora i po tom osnovu nema kamate. Prodajom imovine, uz diskont od 20%

procijenjene vrijednosti i na period od tri godine, raspoloživa sopstvena sredstva iznose 3.818 hiljada €.

Kamata, u ovom primjeru, je obračunata na "potraživanja povjerilaca" koja se namjeravaju izmiriti u trogodišnjem periodu i za navedeni vremenski period pretpostavlja se da se sprovede plan reorganizacije.

Simulacija navedene projekcije je, kako slijedi:

PROJEKTOVANI BILANS USPJEHA

r/b	POZICIJA	0	1	2	3	4	5
A.	PRIHODI	500.800	829.410	1.243.320	1.375.790	1.419.395	1.485.790
B.	Direktni troškovi	355.300	500.417	795.014	866.564	915.580	940.410
C.	OPER REZUL	145.500	328.993	448.306	509.226	503.815	545.380
D.	Ostali troškovi	154.330	292.830	370.976	388.402	312.900	318.200
E.	PRETP. DOBIT	(8.830)	36.163	77.330	120.824	190.915	227.180
G	Porez na dobit	0	5.425	11.600	18.124	28.637	34.080
H	NETO DOBIT	(8.830)	30.738	65.730	102.700	162.278	193.100

U okviru ostalih troškova obuhvaćeni su i: troškovi amortizacije kao i kamate za vrijeme otplate duga ili, potencijalno, kredita.

Bilans likvidnosti

Na bazi projektovanog bilansa uspjeha i obezbjedjenja dodatnih informacija kao što su: predvidjene prodaje pojedinih imovinskih pozicija sa vrijednostima, dospjela potraživanja stečajnog dužnika, te dospjele obaveze stečajnog dužnika i to po klasama odnosno prioritetima, zatim troškovi sprovodjenja stečajnog postupka, sastavlja se bilans likvidnosti.

Bilans likvidnosti nije obavezno sastaviti za period od pet godina ukoliko se i za taj period ne predviđa sprovodenje plana reorganizacije. Naime, ukoliko je projektovano da se plan reorganizacije sprovede npr za tri godine obavezno se isti sastavlja najmanje za taj period. Međutim, smatramo da se isti treba sastaviti za period u kojem je sačinjena projekcija bilasa uspjeha.

PROJEKTOVANI TOK (BILANS) LIKVIDNOSTI

R/B	POZICIJA	0	1	2	3	4	5
		20xx.	20xx.	20xx.	20xx.	20xx.	20xx.
A.	PRILIVI	883.080	1.658.268	1.397.660	798.288	221.508	252.330
1.	Prodaja imovine	636.350	1.568.300	1.272.700	636.358	0	0
2.	Dospjela potraživ	205.000	0	0	0	0	0
3.	Amortizacija	41.730	59.230	59.230	59.230	59.230	59.230
4.	Dobit (neto)	0	30.738	65.730	102.700	162.278	193.100
B.	ODLIVI	883.080	1.322.364	310.000	100.000	0	0
5.	Obezbijedj potr	219.300	0	0	0	0	0
6.	Prior. potraživ	488.985	0	0	0	0	0
7.	Glavna potraž.	165.965	1.074.705	0	0	0	0
8.	Neobezb potraživ	0	128.359	0	0	0	0
9.	Kamate	8.830	19.300	210.000	0	0	0
10.	Ob za spr stečaja	0	100.000	100.000	100.000	0	0
C.	NETO PRILIVI	0	335.904	1.087.660	698.288	221.508	252.330
11.	Invest ulaganja	0	335.904	1.087.660	698.288	0	0

Na osnovu toka likvidnosti evidentno je privredni subjekt ostvaruje neto prilive u svim godinama sprovodjenja plana reorganizacije kao i u vijeku projekcije. Višak priliva u odnosu na odlive (neto prilivi) se upotrebljava u investicione svrhe.

U slučaju da se primijeni metod «Pretvaranje duga u akcijski kapital» odnosno konverzija duga u ulog, privredno društvo bi, pored duga, bilo rasterećeno i kamata te obaveza za sprovodjenje stečaja. To bi značilo da bi profit (neto dobit) u bilansu uspjeha bio veći za iznos kamata. Neto prilivi u toku likvidnosti bi bili uvećani za vrijednost konvertovanih potraživanja, kamata i obaveza za sprovodjenje postupka stečaja. Međutim, postavlja se pitanje interesa povjerilaca za konverziju. Navedena

dilema se otklanja postupcima, kako je to prethodno detaljnije objašnjeno. Suštinski, to su:

- Koriguje se neto novčani tok prema gore navedenom
- Izračunava se stopa prinosa na rizični i ukupni kapital,
- Izračunava se pripadajuća dividenda «bivših povjerilaca» te se
- Utvrđuje realna vrijednost konvertovanog kapitala

Projektovani bilans stanja i promjena finansijske strukture

Projekcija bilansa stanja, u konkretnom slučaju, a u zavisnosti od primjene metoda reorganizacije, mijenja strukturu sredstava i njenih izvora. Naime:

- Prodaja dijela imovine ima za posljedicu smanjenje stalne imovine i obezbjedjenje novčanih sredstava za izmirenje dospjelih obaveza, što sveukupno ima za posljedicu smanjenje sredstava i izvora sredstava preduzeća. Prodaja dijela imovine, nakon izmirenja dospjelih obaveza iz različitih izvora, služi kao izvor za finansiranje investicionih aktivnosti čime se utiče na rezultat poslovanja, a time preko dobiti i na promjenu strukture sredstava i njenih izvora
- Amortizacija utiče, isto tako, kao i u prethodnom stavu
- Nivo dobit čini sastavni dio priliva i njime se izmiruju nastale obaveze, a u slučaju kada se u cijelosti izmire obaveze, povećavaju nivo obrtnih sredstava i sopstvenog kapitala
- Naplata potraživanja, zavisno od perioda naplate i stvorenih obaveza, čini dio priliva i upotrebljavaju se za izmirenje obaveza, a u slučaju da su u cijelosti izmirene, povećavaju nivo obrtnih sredstava i sopstvenih izvora

Sveukupno, u ovom slučaju, dolazi do promjene finansijske strukture, kako je to prezentirano u bilansu stanja koji slijedi:

Pozicija/Period	-1	0	1	2	3	4	5	u 000 €
Stalna imovina	10.502	9.824	8.533	8.289	8.292	8.233	8.174	
Obrtna imovina	205	205	0	0	0	222	474	
AKTIVA	10.707	10.029	8.197	8.289	8.292	8.455	8.648	
Kapital	8.630	8.826	8.533	8.289	8.292	8.455	8.648	
Obaveze	2.077	1.203	0	0	0	0	0	
PASIVA	10.707	10.029	8.197	8.289	8.292	8.455	8.648	

Analizirajući finansijsku strukturu firme u startnom periodu (-1) moglo bi se zaključiti da nije narušeno vertikalno pravilo finansiranja. Naime, princip sigurnosti mјeren odnosom sopstvenog i ukupnog kapitala i odnosnom sopstvenog i tudjeg kapitala, je zadovoljavajući ako se ima u vidu opšte pravilo odnosa 50 : 50%.

U slučaju da firma ostvaruje gubitke ili nizak nivo dobiti u odnosu na uložena sredstva odnosno kapital, ciljna funkcija firme je narušena odnosno narušen je princip rentabilnosti jer je stopa prinosa na sopstveni kapital nezadovoljavajuća.

Iz prethodnog primjera proizilazi slijedeće:

- preduzeće ima ukupan kapital 10.707.000 € od čega je 19,4% tudji (2.077.000 €), a 89,60% sopstveni (8.630.000 €)
- kamata na kreditna sredstva je 10% godišnje
- očekivana stopa prinosa na akcijski kapital je 16%
- preduzeće ostvaruje gubitak (ili neto dobit je jednaka iznosu kamate)

Iz ovog odnosa stopa kapitalizacije odnosno prosječana cijena kapitala je

$$C_k = \left(\frac{2.077.000}{10.707.000} * 0,10 \right) + \left(\frac{8.630.000}{10.707.000} * 0,16 \right) = 0,23 = 23\% \quad (23)$$

Kako je kamata na pozajmljeni kapital u prethodnoj (-1) godini ($2.077.000 *0,10 = 207.700$) veća od bruto dobitka, odnosno nivo bruto dobitka nije dovoljan da pokrije iznos kamata nije moguće izvesti tržišnu vrijednost preduzeća i vrijednost akcijskog kapitala. U nultoj godini je to isti slučaj, jer firma ima negativan rezultat. Već u prvoj godini, zbog izmirenja dijela potraživanja povjerilaca preko prodaje dijela imovine, a samim tim i smanjenja iznosa kamata, preduzeće ostvaruje bruto dobit. Međutim, sve dok je ukupna tržišna vrijednost preduzeća dobijena iz odnosa neto dobiti za vlasnike ukupnog kapitala (neto dobit za akcionare + kamata na angažovana kreditna sredstva) manja od ukupne vrijednosti duga, tržišna vrijednost akcijskog kapitala nema pozitivnu vrijednost.

Na kraju prve godine, iako je izmiren cijelokupni dug po osnovu glavnice, ostaje nivo duga po osnovu kamata od 210.000 €. Nivo kamata je veći od nivoa neto dobiti za vlasnike kapitala, što znači da tržišnu vrijednost preduzeća i akcijskog kapitala nije moguće izračunati. Međutim, podmirenje kamate je obezbijedjeno iz više izvora, jer su neto prilivi nivoa 336 hiljada € i upotrebljavaju se za investicione aktivnosti. Iz tog razloga se može prihvatiti ostvareni nivo dobiti i nivo opterećujuće kamate u toj godini, kao osnov za obračun zahtijevanih vrijednosti, što pokazuje slijedeći pregled:

1. Predkamatna dobit	55.463	€
2. Kamata na kredit	19.300	€
3. Oporeziva dobit (1-2)	36.163	€
4. Porez na dobit (3 x 9%)	5.425	€
5. Neto dobit za akcionare	30.738	€
6. Neto dobit za vlas kapitala(2+5)	50.038	€
7. Stopa kapitalizacije	0,23	
8. Vrijednost preduzeća (6/2)	220.600	€
9. Vrijednost duga	0	€
10. Vrijednost akcijskog kapitala (8-7)	220.600	€
11. Stopa prinosa na akcij kapital (5/10)	13,93%	

Po podmirenju svih obaveza, kako otplate i kamate, vrijednost firme na kraju pete godine bi bila slijedeća:

1. Brutto dobit	227.180	€
2. Kamata na kredit	0	€
3. Oporeziva dobit (1-2)	227.180	€
4. Porez na dobit (3 x 9%)	34.080	€
5. Neto dobit za akcionare	193.100	€
6. Neto dob za vlasn kapitala(2+5)	193.100	€
7. Stopa kapitalizacije	0,16	
8. Vrijednost preduzeća (6/2)	1.206.875	€
9. Vrijednost duga	0	€
10. Vrijednost akcijskog kapitala (8-9)	1.206.875	€
11. Stopa prinosa na akcij kapital (5/10)	16,00%	

U prethodnoj situaciji preduzeće ima mogućnost novog zaduženja, ali sa aspekta vlasnika akcionarskog kapitala, to bi podrazumijevalo ostvarenje veće dobiti od prikazane. Dakle, sa rastom zaduženja korenspondira veće ostvarenje dobiti sve dok stopa prinosa na akcijski kapital ne bude „ugrožena“ (ispod 16%).

Ukoliko je zaduženje takvog nivoa da odbacuje veće ukupne prinose od prinosa na sopstveni kapital, pri nepromijenjenoj kamatnoj stopi, onda dolazi i do povećanja stope prinosa na akcijski kapital i to je tzv „leverage efekat“

8. RAČUNOVODSTVENI ASPEKT PROMJENE FINANSIJSKE STRUKTURE

8.1. MRS i finansijska struktura

MRS 7 Izvještaj o tokovima gotovine definiše nužnost pružanja informacija o promjenama u gotovini odredjenog privrednog subjekta tako da je isti u obavezi da pripremi Izvještaj o tokovima gotovine (u skladu sa navedenim standardom) i prezentuje ga kao sastavni dio svojih finansijskih izvještaja za svaki vremenski period za koji se finansijski izvještaji prezentiraju. Konkretnije, a u vezi finansijske strukture, izvještaj o tokovima gotovine pruža informacije koje omogućavaju korisnicima (eksternim i internim) da procijene promjene u neto imovini firme. Ovaj standard definiše termine kao što su: gotovina, ekvivalenti gotovine, tokovi gotovine, poslovne aktivnosti, investicione aktivnosti te aktivnosti finansiranja. Iz ugla promjena finansijske strukture poseban aspekt se stavlja na termin aktivnosti finansiranja. Naime, aktivnosti finansiranja su aktivnosti koje rezultiraju promjenama veličine i sastava kapitala i zaduživanja firme.

Navedeni standard zahtijeva odvojeno objelodanjivanje tokova gotovine nastalih od aktivnosti finansiranja upravo zbog toga da se mogu predvidjeti prava na buduće tokove gotovine ulagača koji čine izvor pribavljanja kapitala firmi. Tokovi gotovine koji proizilaze iz aktivnosti finansiranja su:

- Prilivi od emitovanja akcijskog kapitala i drugih instrumenata kapitala
- Prilivi gotovine od emitovanja obveznica, zajmova, zapisa, mjenica, hipoteke i drugih kratkoročnih ili dugoročnih pozajmljivanja
- Odlivi ili gotovinske isplate vlasnicima radi sticanja sopstvenih akcija
- Odlivi po osnovu povraćaja pozajmljenih sredstava
- Odlivi po osnovu obaveza za finansijski lizing i
- Odlivi po osnovu troškova transakcija

Sagledavajući važeću bilansnu šemu novčanih tokova u Crnoj Gori, prilivi od dividende su svrstani u gotovinske tokove iz aktivnosti investiranja dok su odlivi po osnovu dividendi svrstani u gotovinu generisanu iz poslovnih aktivnosti. Međutim, odlivi gotovine za isplaćene dividende se mogu klasifikovati kao tokovi iz aktivnosti finansiranja jer predstavljaju troškove sticanja finansijskih resursa. Ukoliko se

navedeni odlivi tretiraju kao komponentu odliva iz poslovnih aktivnosti, namjera je da se pomogne korisnicima izvještaja da se utvrdi mogućnost firme da isplati dividende iz tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti.

U cilju podrobnijeg razumijevanja promjena u tokovima gotovine i promjena u strukturi kapitala, poslužili smo se slijedećim hipotetičkim primjerom:

Bilans stanja na početku perioda je slijedeći:

Rb	Pozicija	Iznos (€)
1.	Aktiva	6.660.000
2.	Pasiva	6.660.000
2.1.	Dugoročne obaveze	4.030.000
2.3.	Akcijski kapital	1.250.000
2.4.	Nerasporedjena dobit	1.380.000

Predmetna firma je imala slijedeće aktivnosti:

- 250.000 € je pribavljen po osnovu emisije kapitala, a dodatnih 250.000 po osnovu pozajmice
- Izvršena je nabavka opreme za 1.260.000 € (dugoročni kredit) od čega putem finansijskog lizinga za 900.000 € s tim što su dospjele obaveze po istom 90.000 €
- Ostvaren je dobitak prije oporezivanja 3.350.000 €, porez na dobitak je 9% odnosno 300.000 €, a neto dobitak je 3.050.000 €.
- Isplaćene su dividende u vrijednosti od 1.200.000 €

Inovirani bilans na kraju perioda bi bio slijedeći:

Rb	Pozicija	Iznos (€)
1.	Aktiva	9.120.000
2.	Pasiva	9.120.000
2.1.	Dugoročne obaveze	4.390.000
2.3.	Akcijski kapital	1.500.000
2.4.	Nerasporedjena dobit	3.230.000

Tokovi gotovine iz aktivnosti finansiranja bi bili slijedeći:

Prihodi od emisije akcijskog kapitala	250.000
Prihodi od dugoročnih pozajmica	250.000
Plaćanja po osnovu finansijskog lizinga	(90.000)
Isplaćene dividende	(1.200.000)
Svega	(790.000)

Mnoge investicione aktivnosti i aktivnosti finansiranja nemaju direktni uticaj na tekuće tokove gotovine iako utiču na strukturu kapitala i imovine firme. Takve transakcije se tretiraju kao negotovinske transakcije. Primjeri negotovinskih transakcija su:

- Sticanje sredstava bilo direktnim preuzimanjem obaveze ili putem finansijskog lizinga
- Sticanje subjekta putem emisije kapitala i
- Konverzija duga u kapital.

Upravo smo ovim primjerom dokazali da negotovinska transakcija finansijskog lizinga nema uticaja na tok gotovine osim u dijelu koji se odnosi na osnovnu otpaltu za dati period. Još bolji primjer za to je konverzija duga u ulog. Ovaj model smo već tretirali u prethodnim poglavljima i ukazali na njegov značaj, kako sa aspekta

promjene vlasničke strukture, tako i sa aspekta njegovog uticaja na aktivnosti finansiranja odnosno na tokove gotovine (aktivnost finansiranja).

Uvest ćemo pretpostavku da je isplata dividende tretirana kao tok gotovine iz poslovnih aktivnosti, ali prije toga prepostaviti ćemo da je tok gotovinskih aktivnosti slučaj koji sada prikazujemo:

Rb	Tokovi gotovine iz poslovnih aktivnosti	Iznos
1	Gotovinski prilivi od kupaca	20.150.000
2	Gotovinske isplate dobavljačima i zaposlenima	19.150.000
3=(1+2)	Gotovina iz poslovanja	1.100.000
4	Plaćene kamate	(100.000)
5	Porez na dobitak	(900.000)
6	Neto gotovina iz poslovnih aktivnosti	100.000

Uključenjem isplate dividendi u tokove gotovine poslovnih aktivnosti došlo bi do promjene iz pozitivnog u negativan tok, kako je to prikazano u narednom tabelarnom pregledu:

Rb	Tokovi gotovine iz poslovnih aktivnosti	Iznos
1	Gotovinski prilivi od kupaca	20.150.000
2	Gotovinske isplate dobavljačima i zaposlenima	19.150.000
3	Gotovinske isplate dividendi	(1.200.000)
4=(1+2+3)	Gotovina iz poslovanja	(100.000)
5	Plaćene kamate	(470.000)
6	Porez na dobitak	(900.000)
7	Neto gotovina iz poslovnih aktivnosti	(1.450.000)

U ovom primjeru dokazujemo da se jednostavnom klasifikacijom isplati dividendi u tokove gotovine iz poslovnih aktivnosti dobija rezultat kojim se generiše nedovoljnost gotovine iz poslovnih aktivnosti, tako da korisnici informacija mogu zaključiti da firma nije u mogućnosti da isplati dividende iz poslovnih aktivnosti.

Opšti zaključak iz sprovedene analize je da klasifikacija isplate dividendi u tokove gotovine iz poslovnih aktivnosti mnogo strožja u odnosu na klasifikaciju iste u tokove gotovine iz aktivnosti finasiranja. Ne spori se činjenica da klasifikacija u bilo koja od ova dva oblika finansiranja ne mijenja ukupnu finansijsku poziciju date firme u smislu nivoa neto uvećanja odnosno smanjenja gotovine i njenih ekvivalenta.

MRS 32 Finansijski instrumenti – Objelodanjivanje i prikazivanje. Ovaj standard definiše pojam i obuhvat finansijskog instrumenta na način da isti predstavlja svaki ugovor po osnovu kojeg nastaje i finansijsko sredstvo jednog pravnog lica i finansijska obaveza ili instrument kapitala drugog pravnog lica.

Finansijsko sredstvo je svako sredstvo koje je: gotovina, instrument kapitala drugog pravnog lica, ugovorno pravo na primanje gotovine ili drugog finansijskog sredstva ili na razmjenu finansijskog sredstva ili finansijske obaveze kao i ugovor koji se izmiruje instrumentima sopstvenog kapitala koji je derivatni ili nederivatni instrument.

Finansijska obaveza se tretira kao ugovorna obaveza da se preda gotovina ili drugo finansijsko sredstvo drugom pravnom licu ili da se razmijeni sa drugim pravnim licem kao i ugovor koji se izmiruje ili može da se izmiri instrumentima sopstvenog kapitala koji je derivatni ili nederivatni instrument.

Instrumentom kapitala se smatra svaki ugovor kojim se dokazuje preostali interes u imovini pravnog lica nakon odbitka njegovih obaveza.

Osnovna dilema koja se postavlja je da li neki instrument predstavlja instrument kapitala a ne finansijsku obavezu. Razriješenje ove dileme riješeno je na način da je finansijski instrument instrument kapitala ako se ispuni uslov da instrument ne uključuje finansijsku obavezu izdavanja gotovine ili drugog finansijskog sredstva, zatim da ne uključuje ugovornu obavezu da se razmijene finansijska sredstva ili finansijske obaveze. A ako se instrument izmiruje instrumentima sopstvenog kapitala pravnog lica on se tretira kao derivatni ili nederivatni instrument.

Ključno obilježje po kojem se finansijska obaveza razlikuje od instrumenta kapitala jeste postojanje ugovorne obaveze jedne strane da isplati gotovinu ili drugo finansijsko sredstvo drugoj strani. Pored ovog, za koji bi se moglo reći da je zakonski oblik odnosno odredba, suština finansijskog instrumenta uslovjava njegovu klasifikaciju u bilansu stanja pravnog lica. Dakle, suština i zakonski oblik instrumenta treba da budu uskladjeni, mada to nije uvijek slučaj. Primjera radi, neki finansijski instrumenti imaju zakonski oblik sopstvenog kapitala, ali su po svojoj suštini obaveza. Navodimo primjer prioritetnih akcija za koje je predviđen obavezan otkup od strane emitenta za fiksni iznos i na određiv budući datum. Ove akcije ne predstavljaju instrument kapitala, već finansijsku obavezu. Suprotno tome, ugovor koji izmiruje pravno lice koje izdaje fiksni broj instrumenata sopstvenog kapitala u zamjenu za fiksni iznos gotovine ili drugog finansijskog sredstva predstavlja instrument kapitala.

Ovaj standard podrobnije definiše objelodanjivanje i prikazivanje sticanja sopstvenih akcija. Naime, ako pravno lice ponovo stekne instrumente sopstvenog kapitala, ti instrumenti („Otkupljene sopstvene akcije“) odbijaju se od kapitala. Naime, korporacije često otkupljuju sopstvene akcije na otvorenom tržištu. Isplata novca da bi se otkupile akcije smanjiće imovinu korporacije i dioničarsku (akcionarsku) glavnici za isti iznos. Jedan od razloga takve kupovine jeste obezbjedjenje potrebnih akcija radi prenosa na menadžere i zaposlene u skladu s opcijama na akcije ili bonusnim planovima. Ostali razlozi mogu biti i želja za povećanjem prikazanih zarada po akciji ili podsticaj tekućoj tržišnoj cijeni akcija.

„Trezorske akcije“ se mogu definisati kao djelovi sopstvenog akcionarskog kapitala firme koje su prvo bile emitovane, a kasnije ih je ta firma emitent otkupila, i pri tom ih nije poništila ili trajno povukla. Takve akcije se drže u trezoru i nemaju pravo na dividende, nemaju pravo glasa ili udjela na imovinu prilikom likvidacije firme. Suštinska stvar u vezi trezorskih akcija je ta da one ne predstavljaju imovinu. Kod otkupa trezorskih akcija firmi, zbog isplate jednom ili većem broju akcionara, eliminiše ili smanjuje dio vlasničke glavnice. Dakle, otkup trezorskih akcija treba da se posmatra kao smanjenje akcionarske glavnice, a ne kao kupovina imovine. Upravo zbog ovog razloga račun „trezorske akcije“ treba da se pojavi u bilansu kao negativan iznos u poziciji „Aкционарски капитал“. Sa aspekta roka otkupa i isplate

otkupljenih sopstvenih akcija, te promjena u cijeni akcija, u narednom dijelu, dajemo primer.

Pretpostavit ćemo da je preduzeće „A“ odlučilo da kupi obične akcije od preduzeća „B“ na koje se ne isplaćuju dividende tako da je sadašnja vrijednost cijene jednaka promptnoj ili aktuelnoj tržišnoj cijeni na dan sklapanja ugovora. Međutim, dogovoren je da se transakcija obavi nakon isteka dvije godine. Dakle, u pitanju je 1.000 akcija nominalne vrijednosti jedinične akcije 100 €, što bi u ukupnoj vrijednosti iznosilo 100.000 €. Nakon dvije godine tržišna cijena akcije je povećana na 106 €, a ugovorena prodaja odnosno fiksna cijena kupoprodaje je 104.000 €. U ovom slučaju važi pravilo da će se izvršiti isplata gotovine za akcije te je u pitanju tzv „brutto fizičko izmirenje“. Radi potpunije slike prezentacije ovog MRS pretpostavit ćemo da je cijena akcije nakon isteka od godine dana porasla na 110 €.

U računovodstvenom smislu, evidencija kod preduzeća „A“ bi podrazumijevala da će doći do smanjenja kapitala (pozicija „Kapital“ na dugovnoj strani) u iznosu od 100.000 € uz istovremeno evidentiranje obaveze za isti iznos. Za iznos od 4.000 koji predstavlja kamatu odnosno razliku izmedju nominalne i tržišne vrijednosti, firma će evidentirati troškove kamata i uz istovremeno povećanje obaveza.

Kako je došlo do povećanja cijene akcija na tržištu, nakon godine dana, preduzeće „A“ će zabilježiti povećanje sredstava od 10.000 € uz istovremeno evidentiranje dobitka u bilansu uspjeha. U slijedećoj godini došlo je do smanjenja tržišne cijene akcija na 106 € po akciji, preduzeće „A“ će zabilježiti gubitak od 4.000 € odnosno

$$(110 * 1.000) - (106 * 1.000) = 4.000$$

te će ovaj iznos evidentirati kao gubitak (dugovna strana) uz umanjenje konta „sredstva“.

Kako je prošlo do vremena isplate dvije godine od ugovorenog roka, firma će izmiriti svoju obavezu uz istovremeno smanjenje gotovine.

Iz ugla MRS, nas je zanimala mogućnost prenosa revalorizacionih rezervi u nerasporedjenu dobit ili njihovo korišćenje za pokriće gubitka. Ovo posebno jer nijedan zakon ne uredjuje status i namjenu revalorizacionih rezervi privrednog društva. Nadalje, [Pravilnik o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru](#) („Sl list CG“ 5/2011) za privredna društva i druga pravna lica (član 24) ne reguliše

materiju upotrebe revalorizacionih rezervi osim načina njihovog formiranja (1). Ako je to tako, moglo bi se zaključiti da se revalorizacione rezerve mogu koristiti za pokriće gubitka ili prenos u dobitak.

MRS 16 nam pruža detaljnije obrazloženje formiranja i upotrebe revalorizacionih rezervi jer se isti odnosi na nekretnine, postrojenja i opremu, a isto tako MRS 38 koji se odnosi na nematerijalnu imovinu. Oba standarda se odnose na naknadno mjerenje. Naknadno mjerenje ili odmjeravanje podrazumijeva uporedjenje određenih vrijednosti, prvo bitno uspostavljenih sa novo uspostavljenim. Novo uspostavljene vrijednosti bilo nekretnina, postrojenja i opreme ili nematerijalne imovine podrazumijeva evidenciju utvrđenih razlika na način da se koriguje nabavna i ispravka vrijednosti ili da se nabavna vrijednost svede na novouspostavljenu vrijednost odnosno fer tržišnu vrijednost.

Iz prethodnog proizilazi da revalorizacione rezerve obuhvataju pozitivne efekte promjena fer vrijednosti u odnosu na nabavnu vrijednost odnosno sadašnju vrijednost ili cijenu koštanja.

MRS razlikuje realizovane i nerealizovane revalorizacione rezerve. Revalorizaciona rezerva se smatra realizovanom kada se nekretnina, postrojenja i oprema ili nematerijalna imovina rashoduje ili otudji. U tim slučajevima se revalorizaciona rezerva može prenijeti u nerasporedjenu dobit ili poslužiti za pokriće gubitka. Pored ovog, naš je stav da se revalorizaciona rezerva može smatrati realizovanom i sa korišćenjem sredstava u firmi i to u iznosu razlike izmedju amortizacije obračunate na fer tržišnu vrijednost i amortizacije utvrđene na prvo bitnu vrijednost. Dakle, realizovane revalorizacione rezerve se mogu prenijeti na nerasporedjenu dobit dok nerealizovana revalorizaciona rezerva ostaje na računu revalorizacionih rezervi kao sastavni dio ukupnog kapitala. Ono što je posebno bitno je da se na iznos realizovanih revalorizacionih rezervi treba obračunati odložena poreska obaveza koja u Crnoj Gori iznosi 9%.

Suština prethodnog u odnosu na finansijsku strukturu i njegovu promjenu je da promjena iste utiče na promjenu odnosa u sopstvenom i tzv „tudjem“ kapitalu po dva osnova i to:

- Po osnovu uspostavljanja nove fer vrijednosti kojom se u slučaju veće fer vrijednosti u odnosu na sadašnju, mijenja finansijska struktura u korist sopstvenih izvora i
- Po osnovu prenosa dijela revalorizacionih rezervi u nerasporedjeni dobitak odnosno pokriće gubitka čime se mijenja unutrašnja struktura ukupne neto imovine odnosno kapitala i iskazuju bolje preformanse uspješnosti poslovanja. Pored ovog, nesporna je činjenica da prenos dijela revalorizacionih rezervi utiče na povećanja dobitka, a ukoliko bi uslijedila njegova isplata ili isplata dijela dobitka, onda se mijenja finansijska struktura u korist povećanja učešća pozajmljenog kapitala. Time se želi reći da, neutralno od poslovnog ili ukupnog dobitka odnosno profita, može doći do promjene finansijske strukture uslijed isplate profita koji u suštini ne predstavlja profit iz poslovanja.

Raspodjela profita kao faktor promjene finansijske strukture uključuje i odredjena ograničenja za njegovu isplatu. Naime, u cilju zaštite integriteta osnovnog kapitala društva, uobičajeno je da se zakonima propisuju odredjena ograničenja u raspodjeli profita društva. Ovo pitanje je predmet Druge direktive EU. I Zakon o privrednim društvima u članu 62 stav 1. određuje donju granicu ispod koje se ne mogu zahvatati i uračunavati sredstva kao osnova za utvrđivanje iznosa profita namijenjenog za raspodjelu akcionarima. Prema ovoj odredbi ako na poslednji dan poslednje finansijske godine neto imovina društva, prema godišnjem izvještaju, iznosi ili bi nakon raspodjele profita akcionarima iznosila manje od vrijednosti kapitala društva zajedno sa rezervama koje se ne mogu raspodjeljivati prema zakonu ili statutu društva, društvo ne može vršiti raspodjelu profita akcionarima. Izuzetak je da bi raspodjela profita bila moguća samo u slučaju potpunog ili djelimičnog povraćaja akcionarima njihovog uloga, uslijed čega mora uslijediti smanjenje kapitala. Smanjenje kapitala u ovom slučaju podrazumijeva poništenje određenog broja akcija akcionara kojima je vraćen dio uloga ili cijeli ulog.

Evidentno je da je relevantna vremenska tačka na osnovu koje se određuje stanje i medjusoban odnos navedenih kategorija u bilansu stanja (neto imovina, profit,

rezerve), poslednji dan poslednje finansijske godine. Dakle, iz odredbi Zakona o privrednim društvima, može se zaključiti da nije moguće drugim aktima (statutom) utvrditi isplatu dividendi tokom poslovne godine (medjudividenda). Preciznije, dividenda se može isplaćivati samo iz godišnje dobiti društva i time mijenjati finansijska struktura.

Promjenu finansijske strukture prate i odredbe zakona kojim se određuje gornja granica iznad koje se ne mogu i uračunavati sredstva kao osnova za utvrđivanje iznosa profita namijenjenog za raspodjelu akcionarima. Tako član 62. Stav 2. navedenog zakona predviđa da iznos namijenjen za raspodjelu akcionarima ne može prelaziti iznos profita ostvaren na kraju poslednje finansijske godine, uvećan za prenijeti profit iz prethodne godine i raspoloživi iznos rezervi, umanjen za gubitke koji su prenijeti iz prethodne godine i za iznose određene za rezerve. Dakle, kao polazna osnova za utvrđivanje ukupnog iznosa namijenjenog za raspodjelu akcionarima utvrđuje se iznos profita ostvaren na kraju poslednje finansijske godine. Tako utvrđen iznos, nakon oporezivanja, mora se umanjiti za iznos gubitaka prenijetih iz prethodne godine i sredstava rezervi, u skladu sa zakonom i statutom. Iznos profita dobijen nakon ovih umanjenja može se uvećati za prenijeti profit iz prethodne godine i sredstava tzv slobodnih rezervi, što zavisi od poslovne politike društva.

Dividenda definisana Zakonom o privrednim društvima je isplata profita društva njegovima akcionarima. Ovom definicijom određuje se dividenda kao pravo akcionara, koje predstavlja isplatu dijela profita društva. Iz ove odredbe može se izvesti pravilo da se dividenda ne može isplaćivati na teret osnovnog kapitala, već samo iz godišnjeg profita društva. Zato se dividenda ne može tretirati kao kamata na akcije, jer bi se tada plaćala i za slučaj da društvo nema profita.

8.2. Finansijski izvještaji i finansijska struktura

Osnovni zahtjev koji računovodstvo treba da ispuni jeste sastavljanje izvještaja o poslovnim dogadjajima koji su se desili u određenom poslovnom periodu. Sagledavajući važnost i sadržinu izvještaja, izdvajaju se finansijski izvještaji. Osnovna podjela finansijskih izvještaja je na:

- Interne i
- Eksterne

Interni finansijski izvještaji su namijenjeni za potrebe menadžmenta preduzeća, dok su eksterni finansijski izvještaji namijenjeni zadovoljenju informacionih potreba stejkholdera a to su korisnici finansijskih izvještaja van preduzeća kao što su: vlasnici, dobavljači, kupci, investitori, povjerioc, poreski organi, statistički zavod, državne agencije, privredna udruženja i dr. Različitost njihovih interesa ogleda se u slijedećem:

- Investitori se interesuju o finansijskoj podobnosti preduzeća da im povrati uloženi novac, kao i to da li preduzeće može uspješno da apsorbuje dodatna ulaganja
- Zajmodavce interesuje da li će uloženi kapital u preduzeće da obezbijedi planirani profit odnosno kamatu
- Dobavljači zahtijevaju informacije na osnovu kojih mogu da procijene da li će u roku moći da naplate svoja potraživanja
- Zaposlene zanima informacija o sposobnosti preduzeća da im obezbijedi sigurnost radnog mesta i stabilnost zarada
- Vladu i vladine organizacije interesuje sagledavanje ukupne privredne aktivnosti, utvrđivanje poreske politike i druge privredne regulative
- Kupce interesuje sigurnost snabdijevanja odnosno plasmana

Pluralizam interesa i ispreplijetanost uticaja stejkholdera u funkcionalisanju preduzeća, uslovljava postojanje različitih ciljeva i grupa ciljeva preduzeća. Njihov međusobni odnos može biti komplementaran, indiferentan ili konkurentan. Pojedinačni i/ili grupni interesi stejkholdera u odnosu na ciljeve preduzeća i između sebe mogu takođe stajati u prethodnim odnosima, mada ne rijetko u međusobnoj koliziji. Efikasno upravljanje realizacijom višestrukih ciljeva preduzeća i pluralizam interesa

stekholdera podrazumijeva njihovu usklađenost ili bar usklađenost u što većoj, zadovoljavajućoj mjeri(3).

Imajući u vidu da su različiti interesi korisnika finansijskih izvještaja, usložnjava se forma i sadržina izvještaja. Tome doprinosi i globalizacija privrednih aktivnosti tako da se nameće potreba za poboljšanjem kvaliteta finansijskih izvještaja u smjeru izjednačavanja računovodstvenih načela, principa i standarda na osnovu kojih se sastavljaju.

Organizacije kojima je povjerenno donošenje i propisivanje jednakih standarda odnosno načela finansijskog izvještavanja za sva preduzeća, odnosno donošenje Medjunarodnih računovodstvenih standarda su:

- Odbor za medjunarodne računovodstvene standarde (IASB)
- Medjunarodna federacija računovodja (IFAC)

U Crnoj Gori, po [Zakonu o računovodstvu i reviziji](#)(„Sl. list RCG“, br 69/05 od 18.11.2005 i „Sl. list“ 80/08) pravna lica sastavljaju finansijske izvještaje po Medjunarodnim računovodstvenim standardima (MRS), odnosno po Medjunarodnim standardima finansijskog izvještavanja (MSFI) koji je proglašio IASB i usvojio i objavio nadležni organ koji je od odgovarajućeg organa Medjunarodne federacije računovodja (IFAC) dobio pravo na prevod i objavljivanje.

Prema [MRS 1](#) „Finansijski izvještaji opšte namjene su izvještaji koji su namijenjeni zadovoljavanju potreba korisnika koji nijesu u mogućnosti da zahtijevaju od entiteta da sastavlja izvještaje namijenjene njihovim određenim (pojedinačnim) informacionim potrebama (5). Cilj finansijskih izvještaja je da pruže informacije o finansijskom položaju, uspješnosti i promjenama u finansijskom položaju preduzeća, jer na osnovu tih informacija, stekholderi donose ekonomске odluke vezane za preduzeće- [MRS 1](#) proisuje koje informacije moraju biti pružene korisnicima a to su:

- Informacije o imovini
- Informacije o obavezama
- Informacije o sopstvenom kapitalu – glavnici
- Informacije o prihodima i rashodima uključujući dobitke
- Informacije o tokovima gotovine.

Informacije o imovini, obavezama i sopstvenom kapitalu su obuhvaćene u bilansu stanja. Promjene koje su se desile na kapitalu obuhvaćene su u posebnom izvještaju („Izvještaj o promjenama neto imovine – kapitala“). Informacije o prihodima i rashodima su sadržane u bilansu uspjeha odnosno računu dobitka i gubitka, dok se tokovi gotovine daju u posebnom izvještaju.

Navedena tri finansijska izvještaja (bilans stanja, bilans uspjeha i izvještaj o tokovima gotovine) služe kao osnova za analizu poslovanja i donošenja bitnih odluka. Primjera radi, na osnovu skupa informacija o finansijskoj poziciji preduzeća i poslovnim rezultatima može se donijeti odluka o investiranju odnosno kupovini hartija od vrijednosti tog preduzeća. Za ovu vrstu odluke najbitniji je indikator – sposobnost preduzeća da generiše tokove gotovine u budućnosti. Međutim, finansijski položaj preduzeća je pod uticajem njegove finansijske strukture, likvidnosti, solventnosti i sposobnosti da na pravi način upravlja raspoloživim resursima kao i da se uspješno prilagodi nastalim promjenama na tržištu. Kada je riječ o finansijskoj strukturi onda se prevashodno misli na strukturu imovine, kao i strukturu izvora sredstava, tako da finansijski izvještaji trebaju biti koncipirani da u dovoljnoj mjeri prikažu finansijsku strukturu.

Elementi finansijskih izvještaja, prema konceptualnom okviru, kojima se mjeri i ocjenjuje finansijski položaj u bilansu stanja su:

- Sredstva
- Obaveze i
- Kapital.

Sredstvo je resurs koji kontroliše preduzeće i od kojeg se očekuje priticanje budućih ekonomskih koristi (6). Polazeći od navedenih karakteristika, prednost u priznavanju sredstva se daje ekonomskoj u odnosu na pravnu suštinu (vlasništvo). Dakle priticanje ekonomskе koristi je ključnije od vlasništva za priznavanje sredstva u bilansu stanja. Ovaj ključni faktor priznavanja kao sredstva utiče na promjenu finansijske strukture.

Obaveza je sadašnja obaveza preduzeća proizišla iz prošlih dogadjaja čije će izmirenje dovesti do odliva sredstava koja sadrže ekonomskе koristi u preduzeću. Dakle, da bi se obaveza mogla priznati i iskazati u bilansu stanja, ona mora izazvati

u budućnosti odliv sredstava a priznaje se kao sadašnja obaveza. Izmedju ove dvije vrste obaveza postoje razlike koje se ogledaju u tome što je izvjesnost realizacije sadašnje obaveze realnija, dok buduća obaveza ne mora biti realizovana na način kako je to predvidjeno. Iz nerealizacije obaveze mogu nastati penali što indirektno mijenja finansijsku strukturu – preko smanjenja nivoa raspoloživog dobitka.

Kapital je preostali interes u sredstvima preduzeća nakon odbitka svih njegovih obaveza (7). Iz ovog proizilazi činjenica da visina kapitala zavisi od mjerena sredstava (imovine) i obaveza preduzeća, dok oblik i sadržina kapitala obično zavisi od pravne forme samog preduzeća. Međutim, za korisnike finansijskih izvještaja je bitno da kapital bude prikazan u svim stawkama koje ga čine, kako bi mogli sagledati i ocijeniti njegovu strukturu. Na teret kapitala se obično formiraju rezerve, koje mogu biti zakonske i slobodne, a sa ciljem da se obezbijedi zaštita povjerilaca i od gubitka preduzeća.

Obaveznost pripreme i dostavljanja finansijskih iskaza u Crnoj Gori regulisana je Zakonom o računovodstvu i reviziji gdje su pravna lica dužna da pripreme godišnje finansijske iskaze i konsolidovane iskaze sa stanjem na dan 31. decembra poslovne godine, odnosno na dan registracije statusnih promjena (spajanje, pripajanje, podjela) i na dan donošenja odluke o dobrovoljnoj likvidaciji pravnog lica. Rok za dostavljanje finansijskih izvještaja je 28. februar tekuće za prethodnu godinu. Bitnije od prethodnog, je da je istim zakonom regulisano da su akcionarska društva i druga pravna lica koja emituju hartije od vrijednosti i druge finansijske instrumente kojima se trguje na organizovanom tržištu, kao i matično društvo, dužna da dostavljaju finansijske iskaze i za kvartalni period. Takvi izvještaji se dostavljaju Komisiji za hartije od vrijednosti, pored Centralnog registra privrednog suda odnosno Uprave prihoda.

U kontekstu prethodnog, Zakonom o hartijama od vrijednosti definisana je obaveza emitenta za kontinuirano izvještavanje na način da je emitent dužan da izvještava komisiju, osnivače emitenta, druge vlasnike istih hartija od vrijednosti i javnost uopšte o informacijama koje:

- Omogućavaju procjenu finansijske pozicije emitenta ili njegovog dijela
- Mogu izazvati nelojalno trgovanje tim hartijama od vrijednosti
- Potencijalno mogu uticati na tržišnu cijenu tih hartija od vrijednosti

Nadalje, navedeni zakon je regulisao obavezu dostavljanja kopije godišnjeg računa, nakon njegovog usvajanja na skupštini akcionara i kopiju izvještaja revizora u skladu sa zakonom.

Najbitnije u svemu prethodnom je da li su navedene računovodstvene informacije koje se objavljaju u finansijskim izvještajima pouzdane, relevantne, razumljive i uporedive.

Pouzdanost podrazumijeva da investitor (kao eksterni korisnik finansijskih izvještaja) mora biti siguran da se može osloniti na tu informaciju. Navedena informacija mora biti istinita i provjerena, nezavisno ili od strane revizora. Iz prakse koja se pokazala u Crnoj Gori, bez obzira na dostavljanje ravizorskog izvještaja, mnoge finansijske informacije nijesu pouzdane. Često se dešava ili se dešavalo da revizor oličen u jednom licu izvrši reviziju ništa manje nego 250 finansijskih izvještaja za jednu poslovnu godinu.

8.3. Promjene na neto imovini (kapitalu) - izvještaji

Mnoge firme sastavljaju izvještaje kao što su:

- Izvještaj o zadržanim dobitima
- Izvještaj o promjenama neto imovine – kapitala

Prvi izvještaj nije obavezujući dok drugi jeste. Izraz „zadržani dobiti“ odnosi se na dio akcionarske glavnice koji je nastao zbog profitabilnosti poslovanja. Zadržani dobiti se povećavaju ostvarivanjem neto dobiti, a smanjuju neto gubicima i izglasavanjem dividendi. U nekim slučajevima firma može otkriti da je učinjena značajna greška prilikom određivanja neto dobiti u prethodnoj godini. Budući da se neto dobit zatvara računom zadržanih dobitaka, pogreška u neto dobiti će uzrokovati i pogrešku u zadržanim dobitima. Takvo ispravljanje koje se naziva „Ispravka greški prethodnog perioda“, prikazano je u Izvještaju o promjenama na kapitalu. Ovo usklajivanje se rijetko pojavljuje u finansijskim izvještajima akcionarskih društava jer su isti podvrgnuti godišnjoj reviziji, koju sprovode ovlašćeni revizori. Takva se usklajivanja češće pojavljuju u finansijskim izvještajima privatnih firmi koje nijesu podložne godišnjoj reviziji (društva sa ograničenom odgovornošću).

Proširenje izvještaja o zadržanim dobicima se obezbjeduje Izvještajem o promjenama neto imovine – kapitala, koji istovremeno sadrži poziciju promjena o zadržanim dobicima („Ispravka greški prethodnog perioda“). Takav izvještaj o promjenama neto imovine – kapitala, obrzbjeduje podatke o promjenama tokom perioda i to na svim računima akcionarske glavnice.

Prva pozicija navedenog izvještataja pokazuje početni saldo na svim računima akcionarske glavnice. Promjene koje nastaju na sopstvenom kapitalu se prema uzrocima, dijele na dvije grupe:

- Prvu čine promjene koje su posljedica:
 - Povećanja nastalih po osnovu naknadnih (u odnosu na početni kapital) ulaganja vlasnika – emisija
 - Smanjenja nastalih po osnovu povlačenja kapitala od strane vlasnika (redukcija nominalne vrijednosti ili poništenje sopstvenih akcija)
- Drugu grupu promjena čine:
 - Povećanje uslijed zadržane dobiti
 - Smanjenje uslijed pokrića gubitka i
 - Povećanja ili smanjenja koja su nastala po osnovu prihoda i rashoda koji se neposredno obuhvataju preko kapitala

Uticaj zadržane dobiti je već objašnjen uz napomenu da podrazumijeva formiranje otvorenih rezervi iz dobiti. Pokriće gubitka smanjuje sopstveni kapital jer dovodi do smanjenja nerasporedjene dobiti odnosno rezervi kao djelova sopstvenog kapitala.

Prihodi i rashodi koji neposredno dovode do povećanja sopstvenog kapitala su:

- Prihodi i rashodi po osnovu revalorizacije
- Kursne razlike nastale po osnovu učešća u kapitalu u zavisna preduzeća sa sjedištem u inostranstvu

Informacije koje pruža Izvještaj o promjenama na kapitalu su:

- Ispravka greški prethodnog razdoblja
- Promjena fer vrijednosti finansijske imovine raspoložive za prodaju
- Realizovani dobici /gubici od finansijske imovine raspoložive za prodaju
- Ostali gubici/dobici priznati direktno kapitalu i rezervama
- Visina neto dobiti/gubitka u tekućoj godini
- Povećanje/smanjenje osnovnog kapitala te
- Prenos dobiti u rezerve

Nakon evidencije ovih promjena, u Izvještaju se iskazuje završni saldo na svim računima akcionarske glavnice.

8.4. Posebni oblici analize finansijskih izvještaja

Specifični ili posebni oblici analize finansijskih izvještaja su (8):

- Analiza za potrebe redovnih akcionara
- Analiza za potrebe dugoročnih kreditora
- Analiza za potrebe povlašćenih akcionara
- Analiza za potrebe kratkoročnih kreditora

Analiza za potrebe redovnih akcionara. Redovni akcionari i potencijalni ulagači u redovne akcije, prvenstveno zahtijevaju informacije o tome kolike su zarade kompanije. Kako oni ulažu u akcije, od njihovog posebnog interesa su zarade po akciji i dividende po akciji. **Zarade po akciji** izračunavaju se dijeljenjem dobiti koja se odnosi na redovne akcije s ponderisano prosječnim brojem redovnih akcija u prometu tokom godine. Pad zarada po akciji, po pravilu, bi trebalo da prati i pad tržišne vrijednosti običnih akcija. **Odnos cijene i zarada** (ili p/e odnos) se određuje dijeljenjem tržišne cijene po akciji s godišnjim zaradama po akciji. Međutim, perspektiva budućih zarada predstavlja najvažniji faktor koji utiče na p/e odnos kompanije. Za neke akcionare dividende su od primarne važnosti dok su za druge od sekundarne važnosti Drugim riječima, neki akcionari prvenstveno investiraju da bi imali redovni prihod od dividendi, dok drugi ulažu u akcije nadajući se da će ostvariti kapitalne dobitke porastom tržišnih cijena. Stoji i pravilo da ako je kompanija profitabilna i zadržava svoje zarade za širenje poslovanja, novim aktivnostima će

ostvariti rast neto dobiti i na taj način usloviti da svaka akcija više vrijedi. Međutim, prilikom uporedjenja alternativnih mogućnosti ulaganja nužno je povezati zarade i dividende po akciji sa tržišnom vrijednošću akcija. Dividende po akciji dijeljene sa tržišnom cijenom po akciji daju stopu prinosa na akcijski kapital tako da prinos od dividendi predstavlja značajan faktor za one investitore čiji je cilj maksimiziranje prihoda od dividendi. Pored navedenih pokazatelja, često se koristi pokazatelj **profitabilnost ulaganja** koji govori o sposobnosti menadžmenta da produktivno koristi raspoložive resurse. Dakle, ovaj pokazatelj je mjerilo sposobnosti menadžmenta da ostvari povrat na sredstva pribavljena iz svih izvora. Kada se uzmu svi izvori u razmatranje i stave u odnos sa ostvarenjem poslovne dobiti, onda je riječ o **profitabilnosti ukupne imovine**. Ocjena o profitabilnosti, kao i ostalih navedenih pokazatelja, se izvodi u vremenu i u komparaciji sa pokazateljima sličnih kompanija. Svakako, poželjan pokazatelj je i **profitabilnost glavnice redovnih akcionara** koji se dobija samjeravanjem odnosa neto dobiti i prosječne glavnice redovnih akcionara. Ovaj pokazatelj je potrebno uporediti sa kamatnom stopom koja se odnosi na dugoročne kredite ili sa dividendnom stopom koja se plaća povlašćenim akcionarima. Primjera radi ako je profitabilnost glavnice redovnih akcionara veća od kamatne stope na pozajmljeni novac odnosno kredit riječ je o **polugi**, čiji izraz znači da treba koristiti posudjeni novac za vodjenje poslovanja. Međutim, poluga može djelovati kao „mač sa dvije oštice“ u smislu da takvi učinci mogu biti povoljni ili nepovoljni za imaoce običnih akcija. Primjera radi, ako profitabilnost ukupne imovine padne ispod prosječne kamatne stope na pozajmljeni kapital, poluga će smanjiti neto dobit i profitabilnost glavnice redovnih akcionara. Jedan od pokazatelja upotrebe poluge je **odnos glavnice** odnosno koliki dio imovine finansiraju akcionari a koliki dio kreditori. Upravo ovaj pokazatelj govori o finansijskoj strukturi sa aspekta izvora finansiranja. Iz ugla redovnih akcionara, nizak odnos glavnice donijet će maksimalnu korist istim ako menadžment može ostvariti stopu profitabilnosti imovine koja je veća od kamatne stope koja se plaća kreditorima. Nizak odnos glavnice može biti vrlo nepovoljan kad profitabilnost imovine padne ispod kamatne stope koja se plaća kreditorima.

Analiza za potrebe dugoročnih kreditora. Uobičajena mjera sigurnosti kreditora jeste odnos poslovne dobiti koja se koristi za plaćanje kamata i godišnjeg troška kamata. Ovaj parametar se naziva **odnos pokrića kamata**. Dugoročni kreditori su

zainteresovani i za podatke o ukupnoj imovini te njenim finansiranjem preko zaduživanja. Naime, procenat imovine finansiran zaduživanjem mjeri se stepenom zaduženosti, a on se izračunava djeljenjem ukupnih obaveza s ukupnom imovinom. S aspekta kreditora, što je stepen zaduženosti manji ili odnos glavnice veći to je stvoren veći stepen zaštite od kreditora.

Analiza za potrebe povlašćenih akcionara. Primarna mjera sigurnosti ulaganja u povlašćene akcije je sposobnost preduzeća da isplaćuje povlašćene dividende. Najbolja mjera ove sposobnosti je odnos neto dobiti i iznosa godišnjih povlašćenih dividendi. Ovaj parametar se naziva „pokriće povlašćenih dividendi“. Međutim, bitno je naglasiti da tržišna cijena povlašćenih akcija ima tendenciju inverzne funkcije s kamatnim stopama. Naime, kada kamatne stope rastu, cijene povlašćenih akcija imaju tendenciju pada i obrnuto.

Analiza za potrebe kratkoročnih kreditora prvenstveno je usmjerena na likvidnost zajmoprimeca tako da su bitni pokazatelji: novčani tok iz poslovnih aktivnosti, neiskorišćene kreditne linije, tekući odnos, brzi odnos i koeficijenti obrta zaliha i potraživanja.

9. Završna razmatranja

U teorijskom i praktičnom smislu uočeno je da promjena jednog oblika svojine u drugi, ili promjena vlasničke strukture, uslovjava promjenu političke strukture. Dakle, politička struktura uslovjava promjenu vlasničke strukture. "Reforme usnjerene prema tržišnom socijalizmu isključivale su privatno vlasništvo" ([Brus, 1978](#)). Sa ekonomskog aspekta "privatno vlasništvo se smatra prepostavkom za funkcionisanje tržišta" ([Hajek, 1940](#)). Raspadom socijalizma i komunizma otvorena je mogućnost za promjenu strukture vlasništva, te se postavlja pitanje adekvatne privatizacione strategije. U konkretnom, privatizaciona strategija podrazumijeva skup mjera i postupaka koje sprovode institucije sistema. Dva su osnovna koncepta privatizacionog postupka: prodaja ili besplatna podjela, ili kombinacija oba. Sa aspekta brzine privatizacije, besplatna podjela obezbjeduje brzu privatizaciju. Brza privatizacija ne obezbjeduje efikasnu strukturu vlasništva, ili ne mijenja istu u smjeru promjene, odnosno povećanja sredstava i njihovih izvora. Radi se o promjeni vlasničke ali ne i finansijske strukture. Uticaj interesnih grupa u samom preduzeću može biti jako izražen i to preko koalicije menadžmenta i radnika (akcionara). Prodaja vlasništva strateškim investitorima ima najviše prednosti sa aspekta efikasnosti i razvoja preduzeća, te poslijedično tome i promjenu finansijske strukture.

Posebnu pažnju zaslužuju institucije i institucionalne promjene u kontekstu efikasnosti i brzine privatizacije. "Neformalne institucije, kao što su konvencije i tradicije, mijenjaju se sporije, odnosno osporavaju efikasnost i brzinu privatizacije" ([North, 1992](#)). Naslijedjenost radničkog upravljanja i nadležnost radničkih savjeta u promjeni vlasništva usporio je promjenu vlasničke strukture. "Spoljni investitori su na taj način bili "uspješno" spriječeni da participiraju u vlasništvu, što se negativno odražavalo na restrukturiranje i modernizaciju preduzeća" ([Račić i Cvijanović, 2005](#)). Nasuprot ovom stavu, iskristalisalo se mišljenje ([A. Marković](#)) da je privatizacija sprovedena s kraja osamdesetih i početkom devedesetih godina aktuelna i danas, navodeći "da su sve ostale (osim radničke privatizacije) bile šansa za tzv "pljačku", odnosno da preduzećima treba vratiti neki oblik samouprave u cilju stabilnog razvoja. Nadalje, A Marković navodi da je putem njegove privatizacije nastavila Slovenija, te da u Hrvatskoj postoje uspješna preduzeća koja nijesu slijedila metode privatizacije novijeg karaktera i modela.

Nesavršenost upravljanja i rukovodjenja se dovodi u vezu sa vlasničkom strukturom ukoliko je većinski vlasnički udio države, zaposlenih i privatizacionih fondova. Ovakva struktura je prisutna, ili se formira u početnim fazama transformacije drugih oblika svojine u privatnu. Svakako, brzina privatizacije koju jedna zemlja sprovodi prevodenjem tranzitornog vlasništva na vlasništvo strateških investitora, opredjeljuje i ostvarenje rezultata poslovanja date firme. Iz ovog ugla, tvrdnja je da uspješnost firme postaje manja ukoliko je razudjenija vlasnička struktura. Da li je baš tako? Praksa u Crnoj Gori je nerijetko demantovala ovaj pojavnji proces.

Razmatranje strukture kapitala je, nesporno, vezano za poslovnu strategiju firme te politikom dividendi, odnosno prinosa na kapital. Otvara se i dilema da li struktura kapitala ima efekta na vrijednost firme. Po ovom osnovu, te po osnovu odnosa duga i sopstvenog kapitala, razvilo se više teorija koje karakteriše zajednička dilema "da li se zadužiti i do koje mjere, koja je to optimalna struktura kapitala, da li povećanje duga i do kojeg nivoa ima finansijskog efekta na ukupno poslovanje ?". Bolje rečeno, formirali su se stavovi o strukturi kapitala kao što su: tradicionalni pristup, [Miler Modiljani](#) teorija, agencijski model i pristup asimetričnih informacija. U ovom radu, opredjeljenje autora je na tradicionalnom pristupu gdje "firma može ili treba da smanji svoje troškove kapitala i poveća svoju ukupnu vrijednost povećanjem leveridža". Nadalje, zastupa se efekat ukupnog leveridža kao kombinacija finansijske i poslovne poluge, te da troškovi kapitala zavise od strukture kapitala firme i shodno tome, da postoji optimalna struktura kapitala.

Suprotno prethodnom pristupu, stav autora je da Miler – Modiljani teorija nije prihvatljiva iz razloga, jer vrijednost firme, koja se ne zadužuje nije ista sa vrijednošću firme koja se zadužuje, ili bolje reći, vrijednost firme nije ista neutralna od finansijske strukture. Dalje obrazloženje za ovu teoriju stoji u tome da se uticaj jeftinijeg finansiranja zaduživanjem kompenzira rastom zahtijevane stope povraćaja na sopstveni kapital, jer se samim zaduženjem proizvodi veći rizik na sopstveni kapital.

Teorija izbora uključuje troškove bankrota firme i agencijske troškove te se isti kompenziraju sa poreskim olakšicama. Procjena je da se navedeni troškovi kreću od oko 20% vrijednosti firme. Neutralno od stava obradjivača ove teze, potencira se

doprinos ovog modela u definiciji faktora koji utiču na izbor optimalne strukture kapitala.

Pristup asimetričnih informacija polazi od postavke da postoje asimetrične informacije izmedju menadžera i spoljnih investitora, posebno u pogledu informacija o razvoju firme. Kako menadžeri imaju kvalitetne informacije isti preferiraju finansiranje razvoja preduzeća preko dodatnog zaduženja umjesto dodatne emisije akcija, kako dodatnu zaradu ne bi morali dijeliti novim akcionarima.

Tradicionalno shvatanje je da preduzeće ima veće šanse da ostvari pozitivan finansijski rezultat ukoliko je struktura kapitala pomjerena ka sopstvenom kapitalu. Ukoliko je struktura kapitala više pomjerena ka pozajmljenom kapitalu, ugrožava se autonomija preduzeća u smislu nezavisnosti vodjenja sopstvene poslovne politike. U teoriji i praksi se otvorila dilema šta je dominantno u određivanju strukture pasive, odnosno koja je to optimalna struktura. Smatra se da je optimalna struktura kapitala ako je postignut odnos 50 : 50% sopstvenih i tudihih izvora. Međutim, praksa pokazuje da strukturu kapitala određuje organski sastav sredstava i stopa inflacije, te visina rentabilnosti i likvidnosti ([Rodić, 1991](#)).

U vezi sa optimalnom strukturom kapitala vezuje se i pojam "leveridž", kojim se utvrđuje najbolji model za maksimiziranje rezultata i zaštite od rizika, te se razlikuje: poslovni leveridž, finansijski leveridž i kombinovani leveridž. Tako se poslovni leveridž utvrđuje preko odnosa marginalnog i poslovnog dobitka, dok se finansijskim leveridžom mjeri efekat pozajmljenih izvora finansiranja na rentabilnost. Potenciraju se dva bitna faktora i to: prvi, apsolutna razlika izmedju stope prinosa na ukupna sredstva i prosječne kamatne stope, kao cijene pozajmljenih sredstava, i drugi, struktura kapitala preduzeća, tj odnos sopstvenih i pozajmljenih sredstava. U odnosu na vrijednost firme, smatra se da je optimalana struktura kapitala postignuta u onom trenutku kada se postigne maksimalna vrijednost firme ili da je maksimalna vrijednost firme postignuta onda kada se uspostavi optimalna struktura kapitala. Na praktičnom primjeru dokazano je da pri odnosu duga i sopstvenog kapitala 50 : 50% postiže maksimalna vrijednost firme. Nadalje, preko praktičnog primjera pokazano je da neto dobit za vlasnike kapitala raste sa povećanjem vrijednosti duga i to sve do uspostavljanja optimalne strukture kapitala. Razlog ovom upravo leži u postojanju poreskih olakšica.

Postavilo se pitanje, a i tražen je odgovor da li organizaciona forma društva ima uticaja na formiranje adekvatne strukture kapitala i da li forma ima uticaj na istu u smislu povećanja sopstvenih u odnosu na tужje izvore. Ovo iz razloga što novi preduzetnici često imaju dilemu koju formu trebaju izabrati i šta to, u osnovnom smislu, znači sa aspekta prednosti ili nedostataka u funkcionisanju i finansiranju firme. Svakako, ima se u vidu da je akcionarsko društvo "čista forma" podoban oblik organizovanja firme, posmatrajući je sa aspekta dugog roka, odnosno razvojnog aspekta. Početni oblik organizacije je imantan formi društva ograničene odgovornosti (faza starta firme), dok rast i razvoj podrazumijeva promjenu društva ograničene odgovornosti u akcionarsko društvo. U bilo kojem obliku organizovanja firme imperativno se postavlja zadatak kako strukturirati finansijske izvore da bi se na racionalan način obezbijedilo finansiranje poslovnih aktivnosti.

Svakako, optimizaciju izvora finansiranja treba posmatrati u medjuzavisnosti sa podbilansom poslovnih sredstava, jer pojedini oblik aktive ili imovine, treba biti finansiran adekvatnim izvorima. Opšti je zahtjev da se tekuća aktiva finansira kratkoročnim izvorima, a permanentna aktiva dugoročnim kreditima i kapitalnim fondovima preuzeća.

Što se tiče odnosa sopstvenih i tужjih izvora, opšte je pravilo da se optimalnom strukturu kapitala smatra ona struktura koja izjednačava odnos sopstvenih i tужjih izvora. A da li je moguće prekoračenje zaduženja iznad 50% navedenog odnosa? Odgovor na ovo pitanje je da preuzeće koristi tужja sredstva u onoj mjeri ukoliko sa istim može ostvariti nivo dobiti koji je veći od nivoa kamate.

Kako ne postoji tačan nivo optimalne finansijske strukture, realno se prepostavlja da je optimalna ona struktura kapitala koja maksimizira tržišnu vrijednost firme, ili preuzeće postiže optimalni nivo zaduženja i strukturu kapitala sve dok cijene njegovih akcija na tržištu ne počnu da padaju.

Početnu, konstitutivnu, finansijsku strukturu mijenja finansijski rezultat, odnosno dobitak jer je isti sastavni dio sopstvenog kapitala. Isto tako, raspored finansijskog rezultata mijenja uspostavljenu finansijsku strukturu. U slučaju isplate dividendi, prethodno uspostavljena finansijska struktura se mijenja u smjeru povećanja pozajmljenih izvora u ukupnim. Pored poslovnog rezultata, uticaj na promjenu finansijske strukture imaju i poslovne aktivnosti. Primjera radi, prekomjerna nabavka

materijalnih inputa uz kreditno zaduženje povećava učešće pozajmljenih izvora u ukupnoj strukturi pasive. Svakako, mijenja se i struktura aktive u smjeru povećanja obrtnih sredstava u odnosu na osnovna. Inflacija, isto tako utiče na promjenu finansijske strukture. Visok nivo potraživanja, uz inflaciju, obara njihovu vrijednost i umanjuje finansijski rezultat, te preko njega slijedi i promjena strukture izvora finansiranja. Promjene cijena inputa i outputa su važan faktor promjene finansijske strukture. Uslovi privredjivanja su jedan od faktora promjene finansijske strukture, kao što bi to moglo biti povećanje poreza i doprinosa. Menadžerska struktura ima veoma važnu ulogu u strukturiranju kapitala. Isti se pojavljuju u dvostrukoj ulozi – menadžeri kao profesionalci i menadžeri kao vlasnici. Menadžerima profesionalcima odgovara takva struktura kapitala u kojoj dominira sopstveni kapital u odnosu na na tudi, koristeći njegovo uvećanje kroz zadržanu dobit i usmjerenje u razvojne svrhe. Nadalje, isti preferiraju na uvećanje sopstvenog kapitala kroz povećanje uloga postojećih i privlačenje novih ulagača. Menadžeri u svojstvu vlasnika preferiraju na korišćenje dugova kao izvora finansiranja, te ostvarenje profita saglasno zahtijevanoj stopi. Pored navedenih faktora promjene finansijske strukture, u našim uslovima privredjivanja, veoma važnu ulogu ima i stav kreditora prema već uspostavljenoj finansijskoj strukturi i novom zaduženju. Kako je hipoteka i fiducija glavni osnov obezbjedjenja, bilo kratkoročnih ili dugoročnih kredita, veća je mogućnost promjene finansijske strukture kod onih firmi kod kojih dominira stalna u odnosu na obrtnu imovinu.

Tranzicija, kao ekonomski mehanizam, je proces koji ima ulogu unapredjenja tržišta i u postojećim tržišnim privredama. Pored ovog, tranziciju karakteriše i realokacija resursa iz jednih sektora u druge (reorganizacija). Tranziciju prati i dezorganizacija, koja proizvodi pad privrednih aktivnosti u određenom vremenu. Privatizacija, u širem smislu, uvodi proces eksternalizacije nekih djelatnosti sa javnog u privatni sektor. U užem smislu, privatizacija podrazumijeva pretvaranje jednog vlasništva u drugi. Sve te promjene podrazumijevaju zasnivanje tržišta roba i usluga, gdje cjenovni mehanizam ima ključnu ulogu u alokaciji resursa. Dakle, sama privatizacija podrazumijeva mnoštvo drugih promjena, odnosno reformi poput reforme javnih servisa, reforme društvenih ustanova, reforme socijalnog osiguranja te sekpcioniranje navedenih promjena, što u osnovi znači sinhronizaciju aktivnosti u svim segmentima. Izostanak sinhronizovanih aktivnosti rezultira pojavi crnog tržišta,

spontanu privatizaciju, inflaciju i paralelnu valutu. Tako, pojedini ekonomisti, zbog izostanka sveobuhvatnih aktivnosti, dovode u pitanje cijelokupan proces tranzicije, navodeći da je proces privatizacije u siromašnim i tranzicionim zemljama smisljeni scenario od MMF- a, svjetske i zapadnih banaka, kao bitnih kreditora privrede pojedinih zemalja ([Štiglic](#)). Naime, zahtijeva se snimak stanja, izrada tipiziranog programa, privatizacija jakih preduzeća, liberalizacija i tržišno određenje cijena, a sve to u kratkom roku, što liči na rasprodaju koja proizvodi teške posledice po jednu privedu, kao što je pojava visoke nezaposlenosti, porast cijena, koncentracija bogatstva u rukama malog broja ljudi, korupcija i dr.

Nasuprot prethodnom mišljenju, P Druker ([Druker, 1969](#)) pojам privatizacije vezuje za eliminaciju vlasništva preduzeća i grana od strane države, zatim redukciju državnog intervencionizma, te jednakost domaćih i stranih investitora, uključujući i smanjenje stopa poreza. Ovakav koncept je nazvan "neoliberalizam", za koji Ira Jackson smatra da je "ideologija bez morala". Izraženiji kritički stav prema neoliberalnom konceptu ima J. Stiglitz ([Stiglitz, 2001](#)), koji navodi da tržište ne može potpuno i sveobuhvatno obavljati svoju regulativnu i korektivnu funkciju ukoliko relevantne informacije nijesu dostupne svim akterima na tržištu (teorija asimetričnih informacija). Makroekonomski teoretičar [G. Kolodko](#) navodi da je postojalo uvjerenje da će rast zemalja u tranziciji biti brži u odnosu na onaj koji se desio, Tako je ekonomski pad Poljske privrede predviđen da će trajati jednu godinu, a ostvaren je u tri godine (1991 – 1993) i to po ukupnoj stopi od 12%. Prema njegovom mišljenju tranzicija je proces koji podrazumijeva recesiju, depresiju i oporavak. Recesija i depresija su, po njegovom mišljenju i istraživanju, trajale veoma dugo, što nije samo proizvod nasledja ili spoljnih šokova, već proizvod uticaja institucionalne infrastrukture, jer tempo privatizacije ili liberalizacije nije presudan, već način koordinacije ova dva procesa sa institucionalnom izgradnjom. Dakle, Kolodko je još 2002 godine sugerirao vladama zemalja u tranziciji da trebaju: stvoriti institucionalnu infrastrukturu za mala i srednja preduzeća, sveobuhvatno restrukturirati finansijski sektor, uvesti institucionalnu pomoć malim i srednjim preduzećima, voditi politiku dohodaka i povećanja vrijednosti imovine preko investicija, te uvoditi integraciju sa svjetskom ekonomijom. I J Kornai ([Kornai, 2006](#)) je ukazivao na šest glavnih karakteristika koje su pratile proces transformacije u regionu Centralne Istočne Evrope od kojih se izdvaja nužnost transformacije u svim sferama kako političkoj

tako i ekonomskoj. Ono što Kornai potencira u kritici transformacije je da se restrukturiranje dogodilo u sveri raspodjele i potrošnje, a ne i proizvodnih učinaka, da je praćeno padom zaposlenosti i povećanjem nezaposlenosti kao i siromaštvo, te da je prisutan brz bankrot preduzeća, nasuprot njegovoj prethodnoj stalnosti. Naglašava da je sprovedeno restrukturiranje uslovilo brzu promjenu cijena nasuprot stalnim, te prisustvo korupcije.

Preomjene finansijske strukture uslijed transformacije svojine u Crnoj Gori registrovali smo uticajem procjene društvenog kapitala i pimjenom pojedinih modela transformacije i privatizacije. Sve primjenljive modele transformacije grupisali smo u one koji mijenjaju strukturu kapitala (vlasničkog) a da se ne mijenja njegova veličina i u one koji imaju uticaja na povećanje vrijednosti kapitala, a samim tim i uslovjavaju promjenu strukture izvora finansiranja.

Što se tiče procjene vrijednosti kapitala, sagledali smo njen uticaj kroz povećanje sopstvenih izvora u odnosu na eksterne, ili tudje izvore, što je stvorilo mnogim preduzećima kreditni bonitet. Medutim, takva procjena je imala i za posljedicu obračun većih troškova amortizacije što se odražavalo na smanjenje dobitka ili povećanje gubitka, odnosno promjenu strukture kapitala prema većoj participaciji eksternih izvora. Uskladjivanje već jednom procijenjenih vrijednosti uslijedilo je uslijed inflacije i porasta cijena nekretnina, tako da su se ovom iteracijom stvarale revalorizacione rezerve, koje su se koristile za pokriće nagomilanih gubitaka.

I prelazak sa jedne na drugu valutu je imalo odraza na promjene u finansijskoj strukturi (konverzija din u dem), jer je računovodstvena operacija uticala na nerealan iskaz sopstvenih i eksternih izvora finansiranja. Empirijskim istraživanjem utvrdili smo da je sopstveni kapital pojedinih firmi devalvirao za cca $\frac{1}{2}$ (primjena pariteta 1 dem = 20,00 din umjesto 12,39 din). Nakon sprovodenja tzv prve faze privatizacije (procjena, primjena modela izdavanja dionica pod povlašćenim uslovima, prenos netransformisanog kapitala na fondove i privatizacija po svaku cijenu, posebno manjih preduzeća), počeli su se pojavljivati problemi u poslovanju kao što su enormni gubici, zastoji u radu i štrajkovi. Posebno se, u procesu privatizacije, pojavio problem povećanja dugova, jer su isti vješto skrivani od menadžerskih struktura (predstvanika radnika i fondova).

Ni sami modeli transformacije i privatizacije nijesu imali većeg uticaja na promjenu finansijske strukture. Od mogućih devet modela, svega tri su imala uticaja na promjenu finansijske strukture u korist povećanja sopstvenih izvora (prodaja pod povlašćenim uslovima radi povećanja kapitala, ulaganje kapitala domaćih i stranih fizičkih lica u preduzeće, pretvaranje potraživanja prema preduzeću u trajni ulog). Međutim, ni ovi modeli nijesu imali znatnijeg uticaja na promjenu finansijske strukture, jer nijesu primjenjivani, osim izdavanja akcija pod povlašćenim uslovima u cilju dokapitalizacije. I ovaj model je podrazumijevao priliv sredstava po osnovu otplate na rok od dest godina, te usklajivanje iste po osnovu rasta cijena na malo, što je podrazumijevalo i povećanje zarada. Emitovanje i prodaja akcija (bez popusta) je dobro osmišljen model, ali je i on izostao jer je vezan za već uspostavljenu svojinsku strukturu u preduzeću. Isto tako, ovaj model nije dao posebne rezultate zbog nerazvijenosti sekundarnog tržišta hartija od vrijednosti, visokih rizika i problema u provjeri profitabilnosti preduzeća. Ni ponudjena rješenja, odnosno modeli privatizacije, shodno Zakonu o privatizaciji iz 1999 godine, nijesu bitnije mijenjala finansijsku strukturu preduzeća u smjeru povećanja kapitala. Od sedam, odnosno devet ponudjenih modela, to su obezbjedjivala samo dva - upis novih akcija putem dokapitalizacije i zamjena duga za akcije.

Spor i dug process tranzicije u Crnoj Gori uslovio je da u period 1990 – 1997 godine BDP opadne sa 1.259 miliona na 763 miliona \$. Unutar tog perioda karakterističan je pad BDP od 1990 do 1994 godine za cca po 10% godišnje (u odnosu na prethodnu godinu). Sve je to praćeno i ekspanzivnim rastom sive ekonomije. U periodu 1992 – 1996 godine izvršena je dokapitalizacija od svega 215 miliona €, što čini 9% procijenjenog akcijskog kapitala (4,4 mljr €). U tom procesu, a na osnovu Zakona o privatizaciji iz 1996 godine, primjenjuje se model MVP, koji je uspješno okončan 2002 godine i u kojem je učestvovalo oko 390 hiljada gradjana ili 90% od ukupnog broja punoljetnih lica. Međutim, njih 248 hiljada je svoje vaučere uložilo u privatizacione fondove. Ovim programom obuhvaćeno je 221 preduzeće, čija je procijenjena vrijednost kapitala iznosila 4 mlrd €, a na gradjane je prenijeto 1,1 mlrd €. Privatizacioni fondovi su svoj status usaglasili sa Zakonom o investicionim fondovima (2004), a uslijed pada standarda stanovništva došlo je do prodaje vaučera navedenim fondovima (njih šest), te je nastupila još veća koncentracija vlasništva u odnosu na očekivanu disperziju. Privatizacioni fondovi su bili više

usmjereni na sticanje kontrolnog paketa akcija, kako bi sproveli tzv “restrukturiranje” firmi u smjeru prodaje dijela nefunkcionalne imovine i to povezanim firmama, da bi tim činom ušle u stanogradnju kao unosne djelatnosti.

Tržišna privatizacija na konceptu tenderske privatizacije uljučivala je kupoprodajnu cijenu, socijalnu i investicionu komponentu. Naravno, investiciona komponenta je imala direktnog odraza na poboljšanje finansijske strukture preduzeća, dok je kupoprodajna cijena imala uticaj na povećanje likvidnosti tranzitornih vlasnika (fondova i države). Period 2000 – 2009 godine bi se mogao okarakterisati kao period intenzivnije privatizacije. Ostvareni su značajni prilivi tranzitornih vlasnika (700 mlrd €), dok je predviđeni obim investicija iznosio oko 970 miliona € (obično na 3 do 5 godina). Uslijed intenzivnije privatizacije, stvorena je nova korporativna struktura, u kojoj je privatni sektor participirao oko 65% BDP-a. Sprovedena je tz “velika” privatizacija, a izostala “mala”. Sveukupan proces tranzicije nije praćen, pored ostalog, i reformom infrastrukture. Intenzivniji proces privatizacije državne imovine motivisan je idejom da će ista podstići strane direktnе investicije, kako bi se povećao kvalitet proizvoda i usluga, dobila nova tehnologija i novi brendovi. U periodu 2006 - 2009 to se i desilo, jer je investirano oko 2,4 mlrd €, mada je dobar dio investicija usmjeren na kupovinu atraktivnih lokacija, odnosno kupovinu nekretnina. Uslijed toga dolazi i do promjene u participaciji pojedinih djelatnosti u formiranju BDP-a. Gradjevinarstvo se po tome ističe, u smjeru povećanja participacije, kao i trgovina, dok preradivačka industrija i proizvodnja električne energije smanjuje participaciju (sa 17% u 2001 godini na 10,6 % u 2009 godini). Nadalje, trgovina dominira sa 12% u stvaranju BDP-a. Da je došlo do promjene privredne strukture govori podatak da se oko 60% BDP-a stvara aktivnostima preduzeća koje stvaraju usluge. Pravilo da tranzicija podrazumijeva recesiju, zatim depresiju i oporavak, govori i podatak da je ostvarena zaposlenost u Crnoj Gori iz 1990 godine tek dostignuta 1997 godine (156 hiljada lica) i u kojoj dominira državna administracija sa preko 50 hiljada zaposlenih.

Sveukupni proces transformacije i privatizacije uslovio je da se formira imovinski bilans privrede Crne Gore od cca 13,5 mlrd €, pokriven sa 5,9 mlrd € sopstvenog i 7,6 mlrd € eksternog kapitala. Koeficijenat zaduženosti je iznad prosjeka (126,7%) mјeren odnosom pozajmljenog i sopstvenog kapitala, dok su stalna sredstva pokrivena sa trajnim – sopstvenim kapitalom

Razvoj tržišta kapitala je u veoma visokoj korelaciji, odnosno medjuzavisnosti sa finansijskom strukturom. Iz tih razloga, u šestom poglavlju razmotrili smo, u prvom redu, teorijski aspekt tržišta kapitala, kao dijela finansijskog sistema. Značaj tržišta kapitala, kao preduslova razvoja tržišne privrede je nabolje obrazložio J. Stiglitz navodeći: „Ukoliko je kapital srce kapitalizma, onda je dobro organizvano tržište kapitala srce dobrog funkcionisanja kapitalističkog sistema“. Posmatrano u retrospektivi, razvoj finansijskog tržišta je imao fazni karakter, jer u prvoj fazi dolazi do snažnog razvoja tržišta novca, zatim ekspanzija tržišta državnih obveznica, da bi u zreloj fazi razvoja jedne zemlje uslijedila ekspanzija tržišta akcija. U literaturi, svojevremeno, postavljena je teza da je tržište kapitala neophodno za operacionalizaciju deficitnog finansiranja države ali da nije apsolutno neophodno za finansiranje privrede. Kasnije se ispostavilo da je tržište kapitala pogodan mehanizam za tržišnu alokaciju svježeg kapitala u one privredne grane i kompanije koje ostvaruju visoke stope prinosa. Dakle, nesporna je činjenica da hartije od vrijednosti predstavljaju izvor finansiranja firmi, ali je činjenica da su relativno mlada teorijska i empirijska istraživanja o ponašanju učesnika na tržištu, a pojavljuje se i problem procjene vrijednosti kao i tržišne cijene hartija od vrijednosti – akcija. Kako se tržišna cijena akcija konkretnog emitenta mijenja u vremenu, te da zavisi od uspješnosti poslovanja, njena vrijednost je odredjena očekivanjima koja imaju investitori u pogledu poslovanja firme.

Različiti su teorijski pristupi ili koncepti u procjeni tržišne vrijednosti, odnosno određenju tržišne vrijednosti akcija. Koncept efikasnosti tržišta, čiji je tvorac E.F. Fama ([Fama, 1991](#)), zastupa tezu da se sve relevantne informacije trenutno i u potpunosti uključuju radi određenja cijene akcija, čime se investitorima osigurava ostvarenje prosječnog prinosa na tržištu. Zbog toga, investitori nijesu u stanju da ostvare iznad prosječni prinos. Kada je riječ o zemljama u razvoju, koje karakteriše potencijal rasta i razvoja, teorija zastupa stav da su učesnici na tim tržištima lošije informisani od ulagača na razvijenim tržištima. Zbog nepotpune informisanosti ulagači donose manje racionalne odluke, te je zbog nesigurnosti u odlučivanju manji obim trgovanja uz veće transakcione troškove. Hipotezu efikasnog tržišta osporavaju zastupnici tehničke i fundamentalne analize, koja se oslanja na istorijske podatke, tako da je savršena efikasnost praktički nemoguća. Koncept biheviorističkih finasija zastupa tezu da svi investitori nemaju jednake ciljeve, te zbog toga ignoriraju tržišne

informacije i vjeruju u ispravnost svojih ocjena. Markowitz portfolio teorija ([Markowitz, 1959](#)) fokusirana je na pronalaženje optimalne kombinacije portfelja, te da izbor hartija od vrijednosti ne zavisi samo od visine njenog budućeg povrata, već i od njenog rizika. Markowitz u svom modelu uključuje novu, treću, varijablu – medjuzavisnost kretanja pojedinih hartija od vrijednosti koje se nalaze unutar portfelja. Teorija tržišta kapitala ([Sarpa W, 1964](#)) definiše uslove i pokazatelje kada je tržište kapitala u ravnoteži, te da pravedna tržišna cijena akcija zavisi od njihovog rizika, a da je pri tom nužno odrediti nultu varijantu investicije koja nema rizika. Dakle, autor definiše očekivanu stopu povraćaja, kao zavisnu veličinu od povraćaja bezrizičnih hartija od vrijednosti i premije rizika konkretnog emitenta.

Prethodno navedene teorije o tržištu kapitala navele su nas da sagledamo kretanja na tržištu kapitala u Crnoj Gori i to u kontekstu vlasničkih hartija od vrijednosti, a u medjuzavisnosti sa promjenom finansijske strukture. Bliže rečeno, istraživali smo koliko je primarna emisija obezbijedila finansiranje, odnosno dokapitalizaciju firmi, koliko je konverzija duga u kapital imala odraza na promjenu strukture kapitala, te koliko se preko zadržane dobiti finansirala privreda, nasuprot isplati dividendi. Primarna emisija, u periodu 2004 – 2009 godine je obezbijedila priliv novčanih sredstava priveredi Crne Gore u iznosu od 66,3 milona €, dok je pretvaranje duga u akcijski kapital izvršeno u vrijednosti od 153,9 milona €. Zadržana dobit i njena konverzija u akcijski kapital izvršena je u vrijednosti od 47 milona €, dok je po osnovu zatvorene ponude putem emisije finansirano oko 201,7 miliona €. Pretvaranje rezervi u kapital izvršeno je u vrijednosti od 136,3 milona €. Sveukupno, u navedenom periodu finansiranje privrede putem emisije iznosilo je 775,3 miliona €, od čega se na primarnu emisiju odnosilo 434,6 miliona €. Analizom prometa na berzama u Crnoj Gori utvrdili smo da primarno tržište ima malo učešće, za razliku od sekundarnog. Tako je u 2009 godini primarno tržište učestvovalo sa 2,3 miliona €, ili 2,3%, a sekundarno sa 402 miliona €, ili 99,42%. Kako je primarna trgovina minorna i to u dužem vremenskom periodu, odnosno u periodu 2004 – 2009 godine (svega 66,4 miliona € po osnovu primarne emisije), zaključili smo da tržište kapitala nije ključan izvor finansiranja privrede.

Minoran obim prometa na crnogorskim berzama, objašnjavamo kombinovanim uticajem više faktora, od kojih smo izdvojili: skup proces emisije HOV, manji podsticaj države da se emitenti uvrste u kotaciju na berzi, nedovoljna transparentnost

finansijskih izvještaja, izražen uticaj menadžerske strukture na zadržavanje već uspostavljene finansijske strukture, odnosno netransparentnost poslovanja preduzeća i dr. Tako dr M. Popović navodi da ne funkcionišu korekcije sa tržišta kapitala u odnosu na menadžment, a posebno u manjim firmama. Navodeći razloge, autor naglašava: „Prvo, zato jer se radi o manjim firmama, koje tržište kapitala ne može ispratiti, čije cijene akcija ne zavise od informacija o fundamentalnim faktima o preduzeću, jer takve informacije i ne postoje, uslijed čega ne postoji mogućnost „kažnjavanja“ menadžmenta kada vrijednost akcija počne padati“ ([M. Popović, 2010](#)). I stav većih investitora je doprinio da tržište kapitala ne funkcioniše na primjeru način, kako je to prisutno na razvijenom tržištu. Naime, isti ne procjenjuju rizičnost investicije na bazi varijabilnosti očekivanih prinosa i rizika, više su okrenuti kupovini akcija onih firmi koje su imovinski atraktivne (zemljište, objekti) za buduće transakcije, bilo prodaju imovine ili stanogradnju, i nadasve ne vode računa o kombinaciji portfelja kako bi isti optimizirali.

Prethodno nam je sugerisalo da na praktičnom primjeru pokažemo kako se mjeri rizičnost portfelja sa kojim jedno preduzeće raspolaze uspostavljajući vezu izmedju, udjela u portfelju, očekivanih prinosa i standardne devijacije. Nakon elaboracije fundamentalne i tehničke analize u predviđanju očekivanih trendova na tržištu kapitala, pristupili smo njenoj operativnoj primjeni u smislu određenja cijene hartija od vrijednosti odnosno akcija. Uzeli smo u razmatranje jednog konkretnog emitenta i na bazi fundamentalne i tehničke analize utvrdili vrijednost njegove akcije. Pri tom imali smo podatak da je emitentna vrijednost jedne akcije bila 500€, a knjigovodstvena vrijednost 612,97 €. Cijena jedne akcije na berzi (zadnji promet) je iznosila 1.859 €, a dosezala je cijenu i od 5.226,66 € (2004 godine). U operativnoj primjeni, izveli smo sve potrebne pokazatelje i trendove na bazi rezultata poslovanja emitenta i to za period 2005 – 2010 godine. Za navedeni period uporedili smo kretanje cijene akcije emitenta i tržišni indeks (Monex 20), a na osnovu linearног trenda. Sagledali smo i uporedili stope prinosa i to na osnovu mjesecnih kretanja za navedeni period, te dobili prosječnu godišnju stopu prinosa emitenta od 19,8%, i prosječnu godišnju stopu prinosa tržišta od 40%. Regresijom smo izračunali rizičnost akcije emitenta u odnosu na tržište i dobili β koeficijenat 0,1, a podešeni β koeficijenat 0,4, što znači da je prinos akcije emitenta, tokom vremena, reagovao u pozitivnom smjeru za 0,4 nego samo tržište reprezentovanom u berzanskom indeksu

MONEX 20. Primjenjujući CAMP model izračunali smo zahtijevanu stopu prinosa odnosnog emitenta koja iznosi 20,4%. Međutim, u CAMP model smo uključili tržišnu stopu prinosa izračunatu metodom geometrijske sredine (koja podrazumijeva reinvestiranje u svakom posmatranom mjesecnom periodu, tj. po složenom kamatnom računu) i dobili zahtijevanu stopu prinosa od 15,8%. Pri tako zahtijevanim stopama prinosa (20,4% i 15,8%) i ostalim parametrima, primjenjujući Gordonov model rasta, dobili smo da vrijednost akcije emitenta iznosi 368 €, odnosno 541 €. Na osnovu dobijenih vrijednosti i uporedjenja, kako sa nominalnom i aktuelnom tržišnom vrijednošću, zaključili smo da aktuelna tržišna cijena ne korenspondira sa cijenom utvrđenom na bazi potencijalnog rasta dividende, uključujući sistematske i nesistematske rizike. Slijedeći istraživačku praksu, u procjeni cijene akcija, projektivali smo buduće poslovanje emitenta i buduću isplatu dividendi koristeći metod trenda analize za kraći i aktuelni vremenski period (01 mart 2010 – 01 septembar 2011) vezan za kretanje cijene akcije. Kako smo utvrdili da je prosječni pad cijene akcije 24 € mjesечно, odnosno 288 € godišnje, sadašnju tržišnu cijenu akcije od 1.858 € umanjili smo za projektovani godišnji pad i dobili cijenu tzv današnju cijenu akcije (1.570 €). Uz zahtijevanu stopu prinosa od 20,45 (required rate return) i diskontovanje sadašnje vrijednosti utvrdili smo da je aktuelna tržišna vrijednost, odnosno cijena akcije 1.333 €, te da ona realnije odražava vrijednost akcijskog kapitala subjekta, nego što je to sadašnja tržišna vrijednost.

Razvoj finansijske strukture je tumačen na način da promjene iste zavise od pojedinih oblika organizovanja firme. Pored oblika organizovanja firme, razvoj finansijske strukture je uslovjen organizacionim i upravljačkim zahtjevima i rješenjima, kontrolom učešća u ostvarenom rezultatu, transferom vlasništva, poreskim uslovima i pozicijom firme u okruženju. Istraživačkom praksom, po obliku organizovanja, utvrdili smo da su u Crnoj Gori dominantna lična preduzeća (70%), a da po veličini ostvarenog prihoda dominiraju društva kapitala, odnosno forma društva ograničene odgovornosti i akcionarska društva (90%). Shodno tome, a u zavisnosti faza razvoja firme (start, rast i razvoj), identifikovali smo izvore finansiranja kao što su: lična štednja, bogati pojedinci, razvojni fondovi, rizični kapital te javno izdavanje akcija. Nadalje, zavisno od veličine biznisa (mali, srednji i veliki), identifikovali smo dominantne oblike finansiranja, kao što su bankarski krediti, direktni plasmani te javna ponuda. Nadalje, identifikovali smo finansiranje firmi zavisno od roka dospjeća,

načina obezbjedjenja i oblika ugovaranja. Osnovne oblike finasiranja smo identifikovali kroz eksterne i sopstvene, a od sopstvenih potenciramo na finansiranje iz zadržane dobiti, finansiranje iz amortizacije te finansiranje iz rezervi.

Finansiranje rizičnim kapitalom je elaborirano i u kontekstu prednosti koje pružaju "private equity" i "venture capital" u odnosu na kreditni kapital. Prema načinu odlučivanja o investiciji, finansiranje vlasničkim kapitalom zahtijeva ocjenu budućeg potencijala, a kreditnim ocjena sigurnosti vraćanja kredita. Prema kriterijumu raspoloživosti novca za firmu, iznos vlasničkog kapitala je neograničen, za razliku od kreditnih sredstava koja su ograničena. Isto tako, pravo na upravljanje i kontrolu je neograničeno koje obezbjedjuje vlasnički kapital, dok je navedeno pravo ograničeno kod kreditnog potencijala. Način izlaska iz firme se obezbjedjuje prodajom uloga kod vlasničkog kapitala, a kod kredita povraćajem sredstava. Samo u 2006 godini finansiranje iz fondova rizičnog kapitala u Evropi je iznosilo oko 4,4 mlrd \$ što ukazuje na potencijalni značaj ovog izvora finansiranja. Kao jedan od novijih oblika finansiranja pojavljuje se i zakup (operativni i finansijski). Zakup iznajmljenim sredstvima je poseban i popularan oblik finansiranja skupe imovine poput aviona, željezničke opreme i dr. Prednosti finansiranja zakupom se očituju i u poreskim olakšicama u odnosu na klasični oblik kupovine. Procjena finansiranja zakupom u odnosu na finansiranje dugom vrši se uporedjenjem sadašnje vrijednosti tokova novca te prednost finansiranja pojedinog oblika zavisi od dosezanja niže sadašnje vrijednosti gotovinskih odliva umanjenih za prilive. Operativnom analizom, pri određenim pretpostavkama (nivo kamate, visina poreske stope i visina diskontnog faktora), prikazan je metodološki postupak proračuna prednosti odnosno povoljnosti jednog oblika finansiranja u odnosu na drugi (finansiranje zakupom i finansiranje dugom).

Postupci i procedure finansijske konsolidacije u crnogorskom privrednom ambijentu precizirani su Zakonom o insolventnosti društava, odnosno Zakonom o stečaju. Posebno smo potencirali značaj pojedinih metoda finansijske konsolidacije na promjenu finansijske strukture firme. Od 21 metode, njih 7 imaju neutralan uticaj na promjenu finansijske strukture, dok dva metoda imaju indirektan uticaj preko ostvarenja dobitka (zatvaranje neprofitabilnih pogona, otpuštanje zaposlenih). Opruštanje dugova u cjelini ili djelimično, zamjena založnog prava, uzimanje novih kredita, pribavljanje nove investicije, osporavanje ili poništenje potraživanja,

ustupanje neopterećene imovine za izmirenje potraživanja, spajanje ili pripajanje dva ili više lica, prenos dijela ili cijelokupne imovine na postojeće ili novoformirane subjekte, izdavanje novih hartija od vrijednosti, te konverzija duga u ulog imaju direktni uticaj na promjenu finansijske strukture društva odnosno firme koja je u teškoćama. Odlučivanje o transakciji konverzije duga u ulog podrazumijeva cash flow analizu, te proračun stope prinosa na rizični i ukupni kapital. Preko projektovanog neto novčanog toka određuje se pripadajuća dividenda "povjerilaca" i određuje realna vrijednost konverzije, a ista se upoređuje sa nominalnom vrijednošću duga. Ukoliko je realna vrijednost konverzije manja od nominalne vrijednosti duga, utvrđuje se koeficijenat konverzije na bazi kojeg se određuje prihvatljivost zamjene duga za vlasništvo u kapitalu.

Operativnim pristupom reorganizacije u hipotetičkom slučaju, utvrdili smo mogućnosti promjene finansijske strukture preduzeća. Naravno, dokaz konsolidacije i promjene finansijske strukture je projektovanje bilansa uspjeha, bilansa likvidnosti i bilansa stanja. Potrebno je odrediti stopu kapitalizacije, kako bi se izvela vrijednost preduzeća, te vrijednost akcijskog kapitala, odnosno stopa prinosa na akcijski kapital. I konačno, potreba za novim zaduženjem opravdava se uslovom da isto odbacije veće prinose od prinosa na sopstveni kapital, te pri nepromijenjenoj kamatnoj stopi na dug, da dodje do povećanja stope prinosa na akcijski kapital odnosno da se postigne tzv "leverage efekat".

Računovodstveni aspekt finansijske strukture podrazumijeva uvažavanje pojedinih međunarodnih standarda (MRS 7 – Izvještaj o tokovima gotovine, MRS 32 – Finansijski instrumenti, MRS 16 – Nepokretnosti, postrojenja i oprema, MRS 38 – Neopipljivi djelovi stalne imovine). Pored navedenih MRS, ukazuje se na značaj finansijskih izvještaja (internih i eksternih) u odnosu na finansijsku strukturu, te kontinuiranog izvještavanja. Značajnost se posebno odnosi na izvještaje o promjenama na netto imovine te posebnih oblika analize finansijskih izvještaja (analiza za potrebe redovnih akcionara, analiza za potrebe dugoročnih kreditora).

10. Literatura

1. *Arnold, Jasper H.*: III. "How to Negotiate a Term Loan", Harvard Busiens Review 60, p 131 – 138, March – April, 1982
2. *Bakaert, Geert, Campbell R. Harvey*: „Foreign Speculators and Emerging, Equity Markets“, Journal of finance, 55 (2), p 565-613, 200
3. *Brown G.*: „Volatility, sentiment nad trades“, Financial Analysts, Journal 55. No.3, 1998
4. *Braley R.A, Myers S.C.*: „Principles of Corporate Finance“, McGraw Hill, In, 1991
5. *Brus W.*: „Geschichte der Wirtschaftspolitik in Osteuropa“, Koln: bund-Verlag, 1987
6. *Campbell K., Jerzemowska M.*: „The capital Structure Desicions of Companies in a Ttransitional Economy: The Case of Poland“, Enterprise in Transition, 3 rd international Conference, Faculty of Economics, Split, DAAAM International Wien, 1999
7. *Crouhy Michael, Galai Dan, Mark Robert*: „Risk Management“, p 39, New York, McGraw – Hill, 2001
8. *Cvijanović V., Kušić S.*: „Izravna strana ulaganja kao izvori finansiranja investicija: komparacijska analiza tranzicijskih ekonomija s primjerom Republike Hrvatske“, Finansijska teorija i praksa, 4: 879-891, 2002
9. *Demirguc-Kunt, Asli, Ross Levine*: „Stock Market Development and Financial Inttermediation: Stylized Facts“, p 291-321, World Bank Economic Review, 10(2), 1996
10. *Druker P.*: „Doba diskontinuiteta“, 1969
11. Elementi finansijskih izvještaja, Konceptualni okvir MRS
12. *Fama Eugene F.*: „Efficient capital markets: II“, Journal of Finance, 46 (5), p 1575 – 1617, 1991
13. *Frydman R., Rapaczynski A.*: „Privatisation in Eastern Europe: Is the State Withering away?“, Budapest, 1994
14. *Hayek F.A.*: „The Socialist Calculation: The Competitive Solution“, Economica, 26:1255-149, 1940
15. *Harris M., Raviv A.*: „The theory of capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics, Croatia, Ljubljana, 1996
16. *Dr Ivanišević Milorad*: „Finansijska struktura preduzeća“, Savremena praksa br 3/94, specijalni prilog „Upravljanje finansijama u savremenim tržišnim poslovima“
17. *Kolodko Grzegorz.*: „Globalizacija i catching-up: Od recesije do rasta u tranzicijskim gospodarstvima“, Ekonomsko – poslovni mjesecnik Ekonomist br. 7-8/2000

18. *Kornai J.*: „The Principles of Privatization in Eastern Europe“. U: Harvard Institute of Economic Research, Harvard University (ur.), Discussion Paper No. 1567, Cambridge (Mass.), 1991
19. *Kornai J.*: „The Socialist System: The Political Economy of Communism“, Princeton, New Jersey, 1992
20. *Kornai, Janoš*: “Velika transformacija Centralno Istočne Evrope: Uspon i pad”, 2006
21. *Dr. Kovač Bogomir*: "Tržište kapital svojina", I.P. Ekonomika, Beograd 1991
22. *Krkoska L.*: „Foreign Direct Investment Financing of Capital Formation in Central and Eastern Europe“, European Bank for Reconstruction and Development (ur.) Working paper No. 67, 2001
23. *Kušić S., Cvijanović V.*: „Competititveness of Croatian Economy in the Light of EU Integration“. p 41-54, U Economic Cooperation in South Easterb Europe: Transition Progress and Accesion to European Union, ASECU – Association of South Eastern Europe Economic Universities, Belgrade, Serbia and Montenegro, 2003
24. *Lo, Andrew W., A. Craig MacKinlay*: „A Non – Random Walk Down Wall Street“, Princeton: Princeton University press, 1999
25. *Prof. Dr Malinić D. Slobodan*: „Upravljačko računovodstvo i obračun troškova i učinaka“, Univerzitet u Kragujevcu Ekonomski fakultet
26. *Marković A.*, Intervju „Kako bih ja riješio krizu“ Lider Press, 2009
27. *Markowitz H.*: „Portfolio selection – Efficient diversification of investment“, John And Willey, 1959
28. *Markowitz H.*: „Portfolio selection“, Portfolio Selection, Journal of Finance, 7, p. 77-91, 1959
29. *McConnell, John J., James S. Schallheim*: “Valuation of Asset Leasing Contracts”, Journal of Financial Economics 12, p. 237 – 261, August 1983
30. *Meigs & Meigs*: „Računovodstvo temelj poslovnog odlučivanja“, Mate Zagreb, deveto izdanje.
31. *Mesarić Milan*: “Dugoročna neodrživost tržišnog fundamentalizma i neoliberalnog kapitalizma”, Ekonomski pregled 9-10. Zagreb, 2006
32. *Miller, Merton H., Charles W. Upton*: “Leasing, Buying, and the Cost of capital Services”, Journal of finance 31, p 787 – 798, June 1976
33. *Miškin, F.*: „Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijsko tržište“, Datastatus, Beograd, 2006
34. MRS 1, Prezentacija finansijskih izvještaja
35. *North D.*: „Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung“, Tübingen: Mohr – Siebeck, 1992
36. *Dr Popović Milenko*: „Privredni rast Crne Gore, Analiza, dijagnoza, alternativa“, 2010
37. Pravilnik o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru za privredna društva i druga pravna lica: „Sl. list CG“ 5/2011

38. *Račić D.*: „Privatization, Institution Building and market Development: The Case of Croatia“, p 43-77, U: Krušić, S. (ur.), Path-Dependent Development in the Western Balkans – The Impact of Privatization, Frankfurt, 1993
39. *Dr Radonjić Dragan*: „Komentar Zakona o privrednim društvima“ CID, Podgorica, 2003.
40. *Prof Dr Rodić , Jovan*: “Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća”, Savremena administracija, Beograd, 1991
41. *Ross S.A., Westerfield, Jaffe J.*: „Corporate Finance“, Irwin, Inc, 1996
42. *Sharpe W.*: „Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk“, Journal of Finance 19, №.4, 1963
43. *Shefferin Steven M.*: „Rational Expectations“, Cambridge: Cambridge University Pres, 1996
44. *Slovin, Myron B. Marie E. Sushka, John A. Polonchek*: “Corporate Sale – and Leasebacks and Shareholder Wealth”, Journal of Finance 45, p 289 – 299, march 1990
45. *Stiglic Jozef*: “Protivnjecnosti Globalizacije”, Beograd, 2001.
46. *Štiglic Džozef*. Intervju za „The Observer“, 2001
47. Zakona o društvenom kapitalu: „Službeni list SFRJ“, br. 84/89 i 46/90
48. Zakonom o investicionim fondovima: „Sl. list RCG“ br. 49/04 od 22. jula 2004
49. Zakon o privrednim društvima: „Sl list RCG“ br 06/02, 17/07, 80/08
50. Zakon o preduzećima: „Sl list SFRJ“ 77/88 i 40/89
51. Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine: „Sl Glasnik RS“ br 48/91 i 75/91
52. Zakon o svojiskoj i upravljačkoj transformaciji: „Sl list RCG“ 2/92 i 27/94
53. Zakon o insolventnosti privrednih društava: „Sl list RCG“ br 06/02
54. Zakon o hartijama od vrijednosti: „Sl. list RCG“ br. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06
55. Zakon o privatizaciji privrede: „Sl list RCG“ br 23/96, 6/99, 59/00, 42/04
56. Zakon o računovodstvu i reviziji: „Sl. list RCG“, br 69/05 od 18.11.2005 i „Sl. list“ 80/08
57. *Vidučić , Ljiljana*: „Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala“, Ekonomski pregled, 52 (7-8) 784-800, 2001
58. *Prof dr Škarić – Jovanović Kata*, Konceptualni okvir MRS, Primjena MRS, Knjiga 2
59. *Wai, Tun U., Hugh Patrick*: „Stock and Bond Issues and Capital Markets in Less Developed Countries“, p 253-305, IMF Staff Papers, 20 (2), 1973
60. *Weingartner, H. Martin*: “Leasing Asset Lives and Uncertainty: Guides to Decision Making”, p5 – 12, Financial Management 16, Summer 1987,

