Др Кристијан Ристић
Др Жарко Ристић

ПОСЛОВНЕ И ПРЕДУЗЕТНИЧКЕ ФИНАНСИЈЕ

Београд, 2014.

ПОСЛОВНЕ И ПРЕДУЗЕТНИЧКЕ ФИНАНСИЈЕ

Аутори:
Др Кристијан Ристић
Др Жарко Ристић

Издавач:
ЕтноСтил, Београд

За издавача:
Милена Миленковић

Рецензенти:
Проф. др Драгомир Ђорђевић
Проф. др Славко Вукша

Тираж: 30

Штампа: ЕтноСтил - Београд

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.6(0.034.2)
005.915(0.034.2)

РИСТИЋ, Кристијан, 1976-
Пословне и предузетничке финансије [Електронски извор] / Кристијан Ристић, Жарко Ристић. - Београд : Етностил, 2014 (Београд : Етностил). - 1 електронски оптички диск (CD-ROM) : текст, слика ; 12 cm

Насл. са насловног екрана. - Тираж 30. - Напомене и библиографске референце уз текст. - Из садржаја: Закон о спољнотрговинском пословању ; Закон о девизном пословању ; Закон о финансијском лизингу ; Закон о слободним зонама.

ISBN 978-86-6347-031-6
1. Ристић, Жарко, 1944- [аутор] a) Пословне финансије b) Финансијски менаџмент
COBISS.SR-ID 204597516

САДРЖАЈ

ПРВИ ДЕО — ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

1. Пословне финансије 11

1.1. Пословне финансије као модерна теоријска и практична дисциплина 12

2. Финансијски менаџмент 14

3. Финансијски менаџмент versus менаџерске финансије 17

4. „Десет" улога финансијског менаџера 19

5. Финансијски инжењеринг 22

6. Стратегијски менаџмент 25

7. Пословне политике савременог финансијског менаџмента предузећа и банака: сегментација финансијског тржишта 32

8. Финансијски инструменти и ризик 34

9. Хеџинг трансакције на тржишту новца и капитала 36

10. Ризик хартија од вредности 38

11. Берзе 45

12. Берзе, берзанско пословање и берзански посредници 58

13. Тржиште евродевиза 74

13.1 Прање новца 76

13.2. Доларизација: паралелни новац 78

14. Емисија и трговина хартијама од вредности 80

15. Финансијске иновације 89

ДРУГИ ДЕО — МИКРОФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ И ПРЕДУЗЕТНИЧКЕ ФИНАНСИЈЕ

Глава прва — Банкарско пословање и пословне финансије

1. Банке у финансирању репродукције и пословним финансијама 101

2. Финансијски механизам привреде 103

3. Принципи — начела банкарског пословања 105

4. Врсте и облици банкарских послова – предмет банкарског пословања . 107
5. Пословна политика банака 111
6. Пословни односи између банака и њихових комитената 113
7. Финансијско реструктурирање банака и предузећа 114
8. Финансијске организације 117

Глава друга — Пословне финансије и финансијско пословање

1. Пословне финансије предузећа 123
1) Управљање пословним финансијама versus финансијски менаџмент 125
2. Функције пословних финансија 128
3. Финансијско пословање предузећа 131
4. Финансијска ситуација фирме 132
1) Финансијска структура предузећа 133
(1) Финансијска структура и цена извора финансирања 134
2) Новчано тржиште и тржиште финансијских средстава 138
3) Политика обртних средстава и политика ликвидности предузећа 141
(1) Краткорочна и дугорочна финансијска средства 144
4) Финансијска улагања 145
5. Финансијска политика предузећа 147
1) Циљеви и задаци финансијске политике предузећа 150
2) Чиниоци и принципи финансијске политике предузећа 153
6. Финансијска функција предузећа 156
7. Финансијски послови предузећа 159
8. Кодекс пословно финансијских начела 162
1) Полазна начела пословног финансирања 163
2) Начела о финансијској политици 165
3) Начела о успостављању финансијских односа 168
4) Начела о изворима финансирања пословног субјекта 169
5) Начела о коришћењу средстава 173
6) Начела о доношењу одлука из делокруга пословних финансија 175
7) Начела о планирању финансијских токова и финансијске ситуације 177
8) Начела анализе финансијских токова и финансијске ситуације 179
9) Начела о контроли рационалности употребе средстава 180
10) Начела информисања о финансијским токовима и финансијској ситуацији 181
11) Начела организовања финансијске службе 182
9. Правила финансирања: хоризонтална и вертикална 183
1) Вертикална правила финансирања 183
2) Хоризонтална правила финансирања 185
10. Ревизија 186
1) Ревизија рачуноводствених исказа у Југославији 187
(1) Предузеће за ревизију 188

(2) Ревизори ... *189*
(3) Обављање ревизије ... *190*
2) Финансијска експертиза ... 193
11. Оцена бонитета фирме ... 194
1) Наш модел оцене бонитета предузећа ... 196
12. Финансијска способност предузећа ... 200
13. Финансијски информациони систем фирме ... 205
14. Менаџмент информациони систем (МИС) ... 207

ТРЕЋИ ДЕО — УПРАВЉАЧКЕ ФИНАНСИЈЕ И КОРПОРАТИВНО ФИНАНСИРАЊЕ

Глава прва — Теоријски приступ финансирању предузећа

1. Системи и облици финансирања ... 213
2. Оперативни модел финансирања ... 215
1) Акумулација предузећа ... 221
2) Финансирање удруживањем средстава ... 222
3) Непосредно кредитирање ... 223
4) Финансирање учешћем ... 223
5) Финансирање обвезницама ... 223
6) Финансирање авансом и претплатом ... 223
7) Финансирање из обавеза ... 224
8) Компензаторско финансирање ... 224
9) Финансирање санације ... 225
10) Цесија: уступање потраживања уговором ... 225
11) Лизинг послови као специјални облик финансирања предузећа ... 226
12) Фондови за кредитирање ... 228
13) Вредносни папири ... 229
14) Кредитно финансирање ... 230
3. Финансијски маркетинг ... 234
4. Финансијско управљање и одлучивање ... 240
1) Стратегијско управљање ... 241
2) Управљање новчаним средствима фирме ... 245
5. Финансијско планирање ... 248
6. Финансијска анализа ... 249
1) Финансијски индикатори и leverage ... 250
2) Ризик и leverage ... 253
3) Финансијски ризици ... 254
(1) Анализа рентабилности ... *254*
4) Финансијска анализа и управљачке финансије ... 255
7. Микрофинансијски коефицијенти ... 264
8. Преломна тачка ... 267

9. Инвестициона политика и финансирање инвестиција фирме 273
1) Форфетинг 274
2) Факторинг 276
3) Лизинг 279
4) Франшизинг 280
5) Лизинг, факторинг и форфетинг у финансијском менаџменту 280
10. Финансијско тржиште у теорији и пракси 283
11. Капитал инкорпорисаног предузећа 286
12. Цена капитала предузећа 290
1) Тржишна цена капитала предузећа 290
2) Буџет фирме 293
13. Финансијски левериџ и цена капитала 294
14. Хартије од вредности (класификација) 298
15. Приноси и цене хартија од вредности 302
16. Хартије од вредности и својинска трансформација 308
17. Улагања у вредносне папире: портфолио инвестирање 315
18. Претварање дуга у акционарски капитал 317
1) Конверзија спољног дуга у улагања: debt / equity swap 322
19. Страна улагања 323
19.1. Слободне зоне 328
20. Компензациони послови 332
21. Везани послови 333
22. Послови малограничног промета 335
23. Директна улагања страног капитала 336
24. Међународне концесије 338
25. Акционарство и менаџерство 339

ЧЕТВРТИ ДЕО — УПРАВЉАЊЕ ПОРЕЗИМА И ОПОРЕЗИВАЊЕ БИЗНИСА

Глава прва — Управљање порезима и фискални ефекти

1. Фискални ефекти на услове привређивања, конкуренцију и јединствено тржиште 349
2. Фискални ефекти на цене 352
3. Фискални ефекти на ликвидност и самофинансирање 355
4. Фискални ефекти на запосленост и квалификациону структуру 356
5. Порези и запосленост 357
6. Фискални ефекти на понуду производних фактора 358
7. Порези, структурне промене и индустријализација 360

8. Фискалитети и алокација инвестиција 363
1) Порези и инвестициони извори 364
9. Порез на добит и трошкови употребе капитала 367
10. Управљање пореском политиком 368
1) Порези и раст предузећа: квоте 368
2) Опорезивање и трошкови финансирања предузећа 373
3) Финансирање предузећа и пореска политика 375
11. Ефекти опорезивања добити фирми на предузетништво и ризик 383
1) Цена уложеног капитала и опорезивање 387
2) Порези и дивиденде 390
3) Порези и структура капитала 391
4) Порези и трошкови стечаја 395
12. Индустријска политика и државна помоћ предузећима 396
13. Опорезивање профита корпорација 405
1) Корпорацијски порези 408
14. Опорезивање камата и дивиденди 412
15. Систем опорезивања малих и средњих предузећа 414
16. Управљање пореским стимулансима 423
1) Порески стимуланси 423
2) Опорезивање off shore бизниса 435
17. Пореска формула економике понуде 445
18. Фискална и еколошка политика 456
19. Порез на додату вредност 464

ПЕТИ ДЕО — МЕЂУНАРОДНО ПОСЛОВНО ФИНАНСИРАЊЕ

Глава прва — Девизни курс

1. Валуте и девизе 477
1) Спољна и унутрашња вредност валуте 477
2) Прецењене и потцењене националне валуте 478
2. Промене девизног курса 478
1) Депресијација и девалвација 479
2) Апресијација и ревалвација 479
3. Девизни курсеви 481
1) Фиксни и девизни курсеви 481
2) Флексибилни девизни курсеви 483
3) Флуктуирајући девизни курсеви 484
4) Руковођени флексибилни девизни курсеви 485
5) Вишеструки девизни курсеви 486
6) Равнотежни девизни курсеви 487

4. Међународни монетарни фонд и светска банка 488
5. Међународно удружење за развој и међународна финансијска корпорација 495

Глава друга — Спољнотрговинско и девизно пословање

1. Закон о спољнотрговинском пословању 497
2. Закон о девизном пословању 506
3. Закон о финансијском лизингу 517
4. Закон о слободним зонама 524

Глава трећа — Платни биланс

1. Појам и значај платног биланса 530
2. Структура и шема платног биланса 532
1) Шема биланса плаћања југославије (агрегатни приказ промета):.....535
3. Биланси са иностранством 537
1) Спољнотрговински биланс 537
2) Биланс трансакција.....537
3) Девизни биланс.....538
4. Обрачунски биланс 540

ШЕСТИ ДЕО — ЕКОЛОШКИ МЕНАЏМЕНТ

1. Економија природе..... 543
2. Управљање ''зеленом* економијом 544
3. Екологија и економија 546
4. Еколошки порези..... 549
5. Еколошко опорезивање 551
6. Еколошки менаџмент..... 556
7. Еколошка стратегија светских компанија..... 559
8. Реформа еколошке политике..... 561

П Р В И Д Е О

ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

Чиновници и лопови, војници и балетни плесачи, школски учитељи и полицајци, грчки музеји и готичке куле, цивилне листе и ранг листе — све те необичне творевине, као из бајке, садржане су у јединственом семену — у порезима.

Маркс

1. ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

Пословне финансије, односно предузећа проучавају систем новчаних токова у друштвеној репродукцији. кружно кретање новчаних средстава у сфери производње, размене, расподеле, потрошње. финансијске односе између предузећа (фирми) и осталих економских субјеката у привреди и ванпривреди и финансијске односе унутар фирме (између појединих организационих делова и техно–економских сегмената фирме), прикупљање, чување, расподелу и употребу финансијских средстава и финансирање текућих и развојних потреба и програма предузећа. Целокупно пословање новчаним средствима, обављање послова прикупљања и пласирања финансијских средстава. извршавање задатака финансијске функције, спровођење финансијске политике, обављање послова финансијске евиденције. финансијске анализе и финансијске контроле и финансијско планирање и управљање репрезентује финансијско пословање предузећа. У том контексту. финансије предузећа (corporate–Tmance) еволуирале су у пословне или управљачке финансије (menagerial finance).[1]

У склопу финансијске теорије фирме, проф. Краљ истиче важност:[2]

- теорнја о финансијској функцији предузећа,
- теорија о новцу и новчаном систему,
- теорија о активном и пасивном финансирању предузећа (кредитни систем. придобијање средстава, инвестирање у предузећу. улагање у процесе. поновно улагање и потрошња. неповратни н повратни одливи као пласирање вишкова, одиосно разне финансијске инвестиције).
- теорије о преображавању средстава (кружно и спнрално кретање. оптимпрање везивања средстава с нагласком на ликвндности).
- теорије о расходима за финансирање и резултатима и финансијској полузп (рентабилност. финансичност, максимирање имовине у дугом року),
- теорије о структурама средстава и обавезама према изворима средстава (капитал и дугови). и о финансијским „конструкцијама”.
- теорије о доношењу одлука са становишта временске преференције новца. ризпка и неснгурности (квантитативни приступ). стабло одлучивања, симулације и сл.
- развојне теорије с финансијским видовима раста (унутрашњн раст. спајање).

---

1 Опширније: W. Hingley i F. Osborn, Financial Management, Oxford, 1989. i C. W. Smith (Ed.). The Modern Theory of Corporate Finance, Mc Graw - Hill. N. York. 1990.

2 Др.И. Краљ. Финансијско управљање и финансијско пословођење у условима тржишне привреде, Књиговодство 8–9/УО. ст. 135.

- теорије о полптицн организације као подлога за вођење финансијске политике (полазишта за одлучивање).
- теорнје о финансијским стратегијама као делу финансијске политике (стратешко финансијско одлучивање).
- теорије о опорезивању и доприносима у јавним финансијама са становишта предузећа.
- теорије о финансијском управљању. као утицањем и овлаћпвањем осталих организација на основу новца (холдинзи и сл.).

1.1. ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ КАО МОДЕРНА ТЕОРИЈСКА И ПРАКТИЧНА ДИСЦИПЛИНА

У савременој теорији и пракси користе се многобројни термини, који су еквивалентни и међусобно замењиви: пословне финансије, финансијско управљање, управљачке финансије, финансијски менаџмент, корпоративне финансије. менаџерске финансије, финансије предузећа, микро финансије, финансијско пословање, пословна финансијска анализа, финансијска економија фирме, пословно финансирање репродукцње итд. Но, ове термине треба схватити као синониме, међу којима се ппак највише експлоатише термин финансијски менаџмент / пословне финансије. У том склопу, пословне финансије се дефинишу (1) као управљање новчаним пословнма пословног ентитета, односно привредног субјекта (Адам), (2) као функција обезбеђивања да су новчани фондови расположиви у адекватним износима када су потребни и као функција прикупљања и обезбеђивања финансијских средстава ради^дугорочних улагања. као и за оперативне расходе (Росенберг) и (3) као обезбеђивање новца за комерцијалне сврхе (Bannock, Baxter i Rees).[3]

Бројне анализе, које се баве проблемима рачуноводства и финансија, показују да се пословне финансије најбрже развијају у области пословне економије.[4] Оне су. најпре, биле окупиране проблемима оснивања нових фирми, консолидовања и спајања фирми и емитовања вредносних папира корпорација. Објашњавала су се, исто тако. финансијска тржишта заједно са вредносним папирима са којима се трговало.

У еволуцији пословних финансија[5] јављају се и финансијске иновације. које се огледају кроз увођење нових финансијских берзанских инструмената. емисију великих блокова вредносних папира са фиксним приносом и имовинских вредносних папнра. Растућа потреба за спољним изворима финансирања фирми наметнула је пословним финансијама

---

[3] D. J. H. Adam. Longman Concise Dictionarv of Business English. Longman. London. 1985. sl. 165.. J. M. Rosernberg. Dictionary of Banking and Financial Services, J. Wiley and Sons. N. York, 1985. st. 104.. G. Bannock, R. E. Baxter i R, Rees, The Penguin Dictionary of Economics, Penguin Books. Harmondsworth. 1973. st. 53.C

[4] R. Ch. Meyer. J. R. McGuigan i W. J. Kretlow. Contemporary Financial Managment, West Publishing Company. St. Paul, 1982. st.l0-11.

[5] J. F. Westan i E. F. Brigham, Managerial Finance, Easlborne. 1978 st. 13–14 i J. C. Van Hore, Financial managment and Policy. Prentice–Hall, N. York. 1982. st. 2–6.

проучавање проблема ликвидности и екстерног финансирања и тгројних извора финансирања дугорочних улагања.[6] Следи, затим. растући интерес за вредносне папире. за улогу инвестиционих банкара за очување здраве финансијске структуре. за анализу новчанпх токова фирми (cash flows) и њиховог планирања и буџетирања.

Рачунарска технологија и нова техника избора капиталних инвестиционих пројеката продубиле су теоријска и емпиријска истраживања у оквиру ефикасне политике алокације ресурса фирмн и политике буџетирања капитала. Симултано. развијају се финансијски модели залиха. готовине. потраживања и фиксних средстава, као и економетријски модели у области микрофинансијског управљања и модели за вредновање фирми (вредност корпорација). У односу на иновационе концепте вредновања фирме започела су критичка преиспитивања структуре капитала и политике дивиденди фирме. Модиглиани и Miller су. у том контексту, објаснили да на ризик појединначног облика средстава (активе) не треба гледати као иа могућа одступања од очекиваног приноса на уложена средства (капитал) већ пре у односу на његов маргинални допринос укупном ризику портфеља средстава. Диверсификацији теорије пословних финансија допринео је и нагли развој **теорије портфеља**, као и **трговања имовином и обавезама (дугови) на финансијским тржиштима**. Markowitz је развио теорију портфеља и њену примену у области финансијског управљања, док је Sharpe–ов модел показао да сви пословни ризици фирме нису релевантни за инвеститоре и деоничаре фирме. Модел Black–а и Sholes–а је пак доказао да се вредновање финансијских потраживања може оборити помоћу цена опционих финансијских аранжмана.[7] „Појава и функционисање тржишта опција за деонице омогућило је инвеститору да куповином деоница заснује позицију без ризика. То су чинили помоћу хеџинг поста (hedging), уписујући опције на свој сток деоница. На ефикасним финансијским тржиштима принос по основу такве позиције била би стопа без ризика".[8] На основу Ван Хомове формуле за вредновање различитих типова опција отпочела је пракса вредновања **конвертибилних вредносних папира** (convertibile securities) и **дугорочних опција** (warrants). „Примена модела опцијских финансијских пословних аранжмана свакако је једна од најкомплекснијих области савремених пословних финансија и управљања".[9]

Снажни инфлаторни трендови током 1970–тих и 1980–тих година утицали су на **процес иновације финансијског управљања**, нарочито код зајмодаваца дугорочних зајмова, који **напуштају политику фиксних камата** и прелазе на тзв. **варијабилне каматне стопе**. Изобличавање рачуноводствених псказа профита и. на тој основп, пореза, трошкова амортизације и трошкова замене због утицаја инфлације на реалност финансијских извештаја допринело је **расту ризика** у области капиталних улагања и финансијских одлука. вредновања фирми. трошкова екстерног

---

6 Др Ж. Ристић и мр Б. Љутић, Финансије предузећа, Привредни преглед, Београд. 1990. ст. 272.
7 J. C. Van Horne. Fundamentals of Financial Management. Prentice — Hall London. 1986. st. 36–39.
8 Др Ж. Рпстић и мр Б. Љутпћ. оп. цит..ст. 275.
9 Ибидем. ст. 275.

финансирања, каматних стопа на краткорочне кредите и дугорочне обвезнице. рестрпктивне монетарне политике и експанзивне фискалне политике. У том контексту. рачуноводство као најзначајнија информациона основа пословних финансија уз берзанске и тржишне управљачке информације постаје најпоузданије.[10] А то заједно са растућим ризиком у новим технологпјама и нивоом несигурности у пословању срнрми имплнцира унапређење технике предвиђања и прогнозирања у финансијском пословању на принципу компјутеризованих модела финансијске аналптике. управљања. планирања и прогнозирања. Иновација финансијског менаџмента у бизнис управљању предузетничким економијама јесте императив тренутка.

2. ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

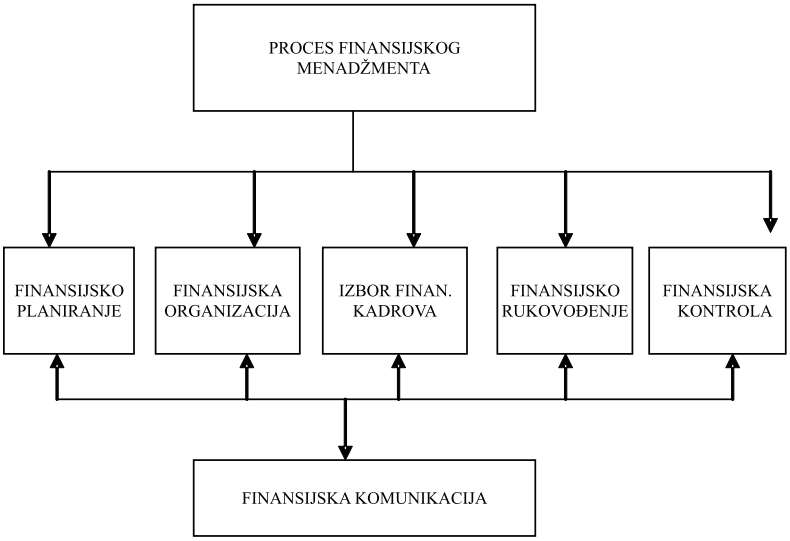
Финансијски менаџмент јесте један од есенцијалних људских активности савременог света. Као такав. финансијски менаџмент се обично дефинише као **процес креирања финансијских услова за ефнкасно постизање одабраних финансијских цнљева**.[11] Затнм је за сваког финансијског менаџера циљ исти: стварање профита; зато се и менаџерство тиче **ефикасности н ефективности**. У том контексту, сваки финансијски менаџер мора да познаје пет „чувених" функција финансијског менаџмента, и то: (1) Финансијско **планирање**, (2) Финансијска **организација**, (3) Избор финансијских **кадрова**, (4) Финансијско **руководство** и (5) Финансијска **контрола**. Ове тзв. функције симултано детерминишу процес финансијског менаџмента, који се графички може представити на следећи начин:

Финансијске комуникације су овде потребне да се одреде финансијски циљеви предузећа, да се начине финансијски планови, да се организују људски и финансијски ресурси, да се одаберу финансијски кадрови за остварење постављених финансијских циљева и да се врши финансијска контрола у обављању финансијских послова.[12] Комуникације су, стога, од изузетне важности у свим фазама финансијског менаџмента, пошто интегришу све менаџерске функције.

У теоријн финансијског менаџмента већ је приметно да је највећа шанса за повећање продуктивности у знању у области финансијског менаџмента, финансијског маркетинга и финансијског инжињеринга, при чему се под продуктивношћу подразумева ефективност и ефикасност у

[10] W. J. Fred. Developments in Finance Theory, Financial Management 10/81. st. 5–22.
[11] Опширније: R. C. Merlon, Continuos–Time Finance, Basil Blackwell. Oxford, 1990.
[12] Упоредп: D. A.Seh (Ed.). Readings in Strategic Management. Macmillan Press. London. 1989.

обављању финансијског посла (задатка) са што мањим обимом ангажованих средстава.



Из тих разлога, с правом се поставља питање да ли је финансијски менаџмент наука или уметност. У теорији и пракси. **финансијско менаџерство јесте уметност, али и организовано знање (наука)**. У науци о финансијском менаџменту. и знање и уметност су међусобно комплементарни, зато је и задатак финансијског менаџера да обезбеди финансијска улагања у предузећу и да та улагања трансформише кроз менаџерску функцију н профит. При томе, финансијско предузетништво тежи стварању вредности путем одговарајуће бизнис политике. инпцијативе и ризика.[13]

У савременим тржишним економнјама управљање пословним финансијама јесте сложен и атрактиван задатак из простог разлога што оплодња финансијског капитала по максималној стопи рентабилности. односно по највише могућој стопи добити репрезентује централни мотив предузетништва. На критеријуму рентабилностн у финансијском управљању предузећа срактички се базира целокупан процес пословног, развојног и финансијског менаџерства.[14] Стога је и финансијски менаџмент један од главних задатака пословодства фирме (компаније) у креирању и остваривању политике финансијског пласмана капитала предузећа и ликвидности фирме. „Менаџерска револуција" је изведена оног тренутка када је својина над капиталом одвојена од компетенција вођења предузећа. А то пак значи да је одвојена компетенција власника од компетенције професионалних управљача, односно менаџера.[15]

---

[13] Др М. Зечевић. Менаџмент, Институт за интернационалнн менаџмент, Београд. 1991. ст. 11

[14] Упореди: M. Schlosser. Cooporate Finance. Prentice — Hall, N. York, 1989.

[15] M. E. Porter, Competative Strategy, F. P., N. York. 1990. и E. B. Flipo, Personal Management, McG. HBC. N. York. 1984.

У савременим финансијама предузећа финансијски менаџмент јесте важан сегмент из разлога што симултано одговара бар на три основна питања: (1) Која средства стоје на располагању фирми, како их формира и како до њих долази. (2) Какав је и колики ниво срондова предузећа и каква је њихова структура и (3) Како се формирају фондови фирме. Задатак финансијског менаџерства, у том склопу. огледа се у усклађивању финансијских операција предузећа (текућа ликвидност и инвестиције. односно доток и алокација готовине, и трансакције реалних средстава) и тржишта капитала (вредновање предузећа и комерцијализација акција). „Ако. наиме. акционарско друштво има за циљ максимизацију средстава акционара, онда мора предузеће максимирати своју тржишну вредност. Тржишна вредност зависи од садашњих приноса и садашње вредности очекиваних будућих приноса, који, опет, зависе, између осталог, од фактора дисконтирања (каматне стопе) и расподеле ризика будућих приноса.[16] Зато је и важно питање **повезивања профита, ризика и времена код финансијског менаџмента** у области (1) **Финансирања предузећа у различитим фазама жнвотног циклуса фирме,** (2) **Оптималне структуре капитала фирме**, (3) **Вредновања предузећа**, (4) **Дивиденде и цене акција и приноса**, (5) **Готовинских токова и ликвидности** и (6) **Финансијског планирања и капиталског буџетирања**.

Финансијски менаџмент мора познавати читаву палету финансијских инструмената за финансирање нових приватних, јавних и мешовитих предузећа,[17] као што су капитални улог (трајна неповратна средства), субвенције, кредити, фондови за развој, ризико капитал, лизинг, заједничка улагања и акције. која би, на основу профита и ризика. повећала своју имовину. За нова предузећа важан је однос сопствених и туђих средстава. избор између различитих финансијских алтернатива. однос између финансијских обавеза и предузетничког профита, ниво ризичног капитала. учешће хипотекарних и ломбардних кредита са реалним имовинским покрићем. цена капитала и задуживања. извор финансирања раста предузећа. вертикална и хоризонтална финансијска структура капитала предузећа у развоју. однос између раста предузећа и његове капитализације, однос између jun bonds–а (обвезнице за ризичне инвестиције. zero bonds–а (одбијање камате као дисконта од именске вредности акција) н sale and lease back (финансирање с најмом — продаја имовине и најам исте имовине). **формирање финансијске ннфраструктуре за финансирање раста предузећа** (ревнзијска служба или аудитивно предузеће и предузеће за финансирање ризичног капитала).

---

16 Др Б. Ковач, Финансијска структура и политика предузећа у постсоцијалистичком друштву, у др З. Пјанић н др .И. Бајец (Ред.) „Тржиште, капитал, својина”. Економика, Београд. 1991. ст. 192.

17 Упореди: J. M. Samnels. F. M. Wilkes н R. E. Brayslow, Management of Company Finance, London. Champan and Hall,1990. и T. S. Maness, Introduction to Corporate Finance, Mc Graw — Hill, N. York. 1988.

3. ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ VERSUS МЕНАЏЕРСКЕ ФИНАНСИЈЕ

Менаџерске финансије и финансијски менаџмент дефинпшу се на различите начине: или као уметност или као **наука управљања новцем** у смислу **стицања, трошења**,[18] **улагања и оплодње**. У модерној литератури пише се (1) о менаџерској економнји финансијских услуга где спадају банке, финансијске компаније, штедионице н штеднокредитне асоцијације, кредитне уније, (2) о финансијским институцијама, где спадају брокерске фирме, компаније за животно осигурање и консалтинг фирме. (3) о финансијским пословима, где спадају послови инвестирања, послови животног осигурања, послови хартија од вредности, послови личног финансијског планирања, послови продаје непокретне имовине. (4) о пословима .... менаџмента, где спадају послови управљања готовином, послови финансијског планирања, послови кредитирања, послови инвестиционе анализе, послови прибављања кредита и послови задуживања, и (5) о пословима међународних финансијских институција, где спадају пословне, инвестиционе и финансијске активности компанија и држава.[19] У том контексту, проф. Иванишевић наводи шему Хамптона, која објашњава и илуструје поједине области финансија:

Различите области финансија и финансијског менаџмента[20]

ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ	ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ И ИНВЕСТИЦИОНЕ АНАЛИЗЕ
– Користе се у федерацијама. државама и локалним владама	– Користе их индивидуални и институционални инвеститорп
– Проучавају порезе и друге прпходе	– Мере ризик у трансакцијама са хартијама од вредности
– Теже непрофитним циљевима	– Мере очекивани прннос
ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ФИНАНСИЈЕ	МЕЂУНАРОДНЕ ФИНАНСИЈЕ
– Проучавају банке. осигуравајуће компаније и пензионе фондове	– Студирају економске трансакције између држава и појединца на међународном плану
– Студирају штедњу и информацње о капитапу	– Односе се на токове између држава

ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ		
Студира финансијске проблеме нндивидуалннх фирми	Тражи изворе јефтинпх средстава	Тражи рентабилне пословне активности

[18] Упореди: A. G. Puxty i J. C. Dodds. Financial management. Chapman and Hall, London. 1991. st. 3–11. и L.J. Gitman. Principles of Managerial Finance, Harper Collins, New–York. 1991. st. 4–11.

[19] G. A. Aragon, Financial Management, Bacon, Boston, 1989. st. 5–7.

[20] Др М. Иванишевић, Финансијски менаџмснт у нас, Књиговодство 6/96. ст. 28 и J. J. Hampton, Financial Desision Making, Prentice–Hall, New Yersy, 1989. st. 4–7.

По Соломон–у, финансијски менаџмент у правилу пружа научно валидну основу за одговор на питања (1) Коју **врсту средстава** предузеће треба да прибави, (2) Колики **укупан обим средстава** предузеће треба да има и (3) Како потребна средства треба да буду **финансирана**.[21] Укупан обим финансијских улагања зависиће од расположиве алтернативе за улагање капитала и од услова за прибављање капитала из појединих извора, док ће цена капитала из појединих извора зависити од квалитета и квантитета његовог инвестирања.[22] У финансијском менаџменту, најпре, полази се од тога „да је пре улагања капитала у предузеће потребно извршити анализу његовог постојећег финансијског положаја и активности, због чега се прво расправљају основни елементи финансијске анализе: показатељи ликвидности, активности, финансијске структуре, рентабилности и тржишне вредности, а затим пословни и финансијски ризик и leverage. У истој групи проблема разматрају се извештаји о **токовима финансијских средстава**, као и **планирање новчаних токова**, односно **готовине**.

Значајну компоненту употребе капитала представља проблем **улагања у обртна средства**. па је због тога посебна пажња посвећена начелима управљања: **нето обртним средствима, готовином, потраживањима** од купаца и **залихама**.

Најзначајннји проблем алокације капитала јесу **дугорочна улагања**. односно инвестиције, што је захтевало да се расправља о "плану капиталних улагања, методама за оцену ефикасности инвестиција и инвестиционим одлукама у условима ризика. Битну компоненту тих излагања чини избор адекватног инвестиционог критеријума, као што су **цена капитала** и **стандардна стопа приноса**.

Одлуке о улагању капитала не могу се посматрати одвојено од одлука о финансирању. Услов за доношење одлука о финансирању је **добро познавање финансијског тржишта**, односно **тржишта новца и капитала**. Полазећи од функције тог тржишта, могуће је расправити **појединачне изворе финансирања и његове цене**. Цене појединачних извора финансирања представљају основу за утврђивање просечне цене капитала предузећа. која служи као инвестициони критеријум и као елемент у теорији процењивања."[23]

У финансннјској пракси, обично се разликују три екстерна тока путем којих се расположива средства преливају у предузећа која их траже. „Један од тих токова иде преко **финансијских посредника**, као специјализованих ннституција које прикупљају штедњу и средства нуде онима којнма су потребна. Други ток користи **финансијиско тржиште** као организовану форму на коме они који нуде и траже средства могу да обављају финансијске трансакције. Ово тржиште се може поделити на **тржиште новца и тржиште капитала**. Трансакција са инструментима краткорочног дуга, односно са хартијама од вредности са кратким роком доспећа. које се могу лако уновчити

---

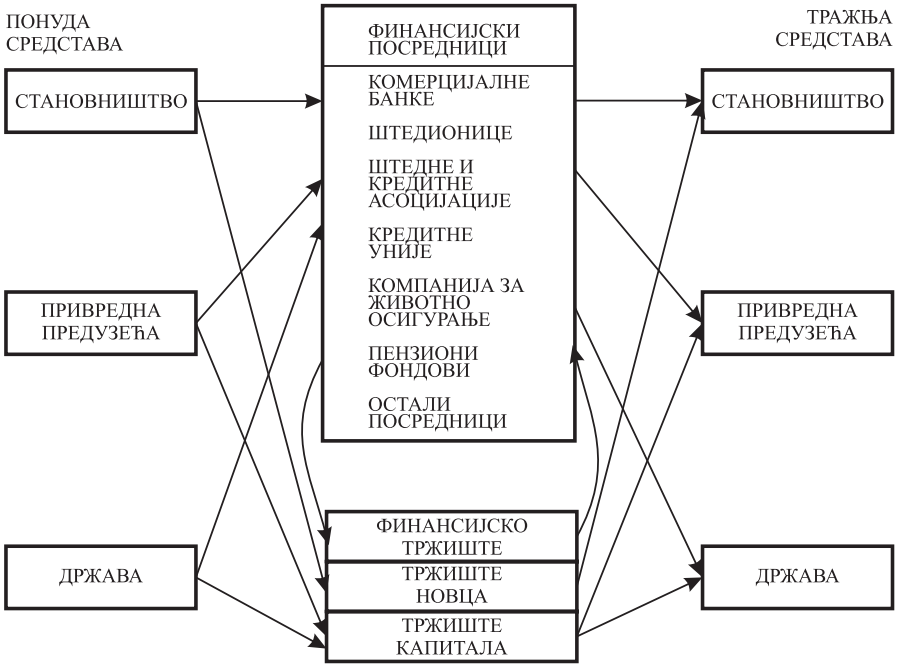
21 E. Solomon, The Theory of Financial Management, Columbia University Press, New York, 1963. st. 5–6.

22 Група аутора. Basic Financial Management, Prentice–Hall, New Jersy. 1991.

23 Др М. Иванишевић. оп. цит., ст. 30

обављају се на **тржишту новца**. док се куповина н продаја дугорочних хартија од вредности, акција и обвезница, врши на **тржишту капитала**. На крају. трећи ток преливања штедње у улагања захтева директне аранжмане, односно непосредне уговорне односе између оних који штеде и оних који улажу. што посебно карактерише **краткорочне кредите и улагања**.[24] Сложена међузависност понуде и тражње финансијских средстава. финансијских посредника и тржишта може се приказати уз помоћ Schall–a и Haley–a:

Финансијски посредници и тржишта



4. „ДЕСЕТ" УЛОГА ФИНАНСИЈСКОГ МЕНАЏЕРА

У теорији финансијског менаџмента постоји три групе менаџерског посла или три организациона сета понашања идентификованих са позицијом финансијског менаџера, и то: (1) интерперсоналне улоге. (2) информативне улоге и (3) одлучивачке улоге.

[24] Ибидем. ст. 31.

Финансијски менаџер може бити дефинисан као личност која за „нешто” одговара у компанији. Поред „топ” менаџера, који је „огрнут” формалним ауторитетом, који покрива целину корпорације (фирме). финансијски менаџер ради као „премијер” корпорацијских финансија и „министар” корпоративног финансирања. Од његовог формалног ауторитета долази статус и неприкосновеност у „законском” регулисању међуљудских односа и информација.[25]

Минтзбергова теорија менаџмента избацила је на површину тезу о менаџерским улогама и менаџерским групама послова. „Три групе послова и десет улога менаџера” јесте међународно прихваћено правило које важи за финансијски менаџмент.

У структури тзв. интерперсоналне улоге егзистирају три менаџерске улоге које су деривиране из формалног ауторитета и мониторинга међуљудских односа, и то: (1) фигуративна улога, (2) лидерска улога и (3) везна улога. Сама позиција „главног” у фирми упућује да менаџери морају извршавати и обавезе церемонијалне, протоколарне природе. Готово 12% времена менаџер потроши на „церемоније” (пријеми, пословни ручкови, пријатељска познанства, прославе, инаугурације, посете, сусрети), а 17% на преписке протоколарне природе. У овој улози финансијски менаџер сригурира, пошто се налази на позицији номиналног лидера. Одговорност у корпорацији значи у исто време и чињеницу да еу менаџери одговорни за рад људи у фирми, што конституише њихову лидерску улогу. Формални ауторитет даје менаџеру потенцијалну снагу и лидерски амблем који се користи на директни или индиректни начин (у зависности од тога да ли ангажује запослене или мотивише раднике). Везна улога рефлектује контактирање менаџера са спољним окружењем изван вертикалне хијерархијске линије команди у компанији, које обезбеђује „грађење” менаџерског сопственог информационог механизма и неформалних, приватних пословних веза са срачунатим есректима.

Поред интерперсоналне улоге, субординације на хијерархијској лествици и мреже екстерних контаката, финансијски менаџер се као „нервнп центар” компаније, који не мора да зна све; у принципу. довољно је да зна више од оних. који су „испод” њега. Као лидер менаџер има формални ауторитет и „лак” приступ „потчињенима”. а „везни” контактн му обезбеђују огромну количину екстерних информација за брзо и ефикасно одлучивање. и „моћну” персоналну базу података (која га чинп јединим информисаним ....). Стављање информација у „процес” (погон) јесте кључ менаџерског посла. У савременом бизнис свету топ менаџери 40% троше сопственог „контакт времена” на активностима посвећених ексклузивним трансмисијама информација и 70% на њихове „долазеће” поште инсрормативне природе. Овде су присутне три улоге менаџерског посла. и то: (1) мониторска улога, (2) днсеминаторска улога и (3) потпаролска улога.

Менаџери увек „осматрају” окружење и испитују „везне” линије и своје „потчњене”. и примају „иетражене” информације, нарочито из развијених

[25] Др Б. Љутић, Основи финансија за менаџере, Панда Граф. Београд, 1996.

тзв. личних контаката. Менаџер скупља информације у мониторској улози и тиме стиче „природну” предност у компанији. У информативном процесу на мониторску улогу надовезује се и наставља тзв. дисеминарска улога менаџера. Ради се. у основи. о дистрибутерској улози путем које менаџери пласирају „одређене” информацнје из структуре „привилегованог” информисања. Коначно, менаџер има „обавезу” да држи говор на консреренцијама за штампу с циљем да пзнесе релевантне информације из своје бизнис средине. које доносе пословну и пропагандну корист. Менаџери су „принуђеии” да задовоље и утицајне људе и јавност информацијама из свог пословног окружења. У томе се испољава њихова портпаролска улога.

У пракси, менаџери играју најзначајнију улогу у процесу одлучивања и доношења одлука. Као нервни центар компаније, финансијски менаџер мора да донесе кључну одлуку која детерминише развојну стратегију фирме. У том контексту, постоје четири „одлучивачке” улоге, и то: (1) предузетничка улога, (2) помиритељска улога, (3) алокаторска улога и (4) преговарачка улога. Предузетничка улога је најзначајнија улога менаџера у којој долази до изражаја базични захтев побољшања пословања фирме и прилагођавања пословне политике променама у спољном окружењу.[26] Менаџер је у мониторској улози стално загледан у могућу нову идеју која се „брзо” дефинише и профилира у предузетничкој улози менаџера. који идеју одмах „претвара” у развојни пројекат. Предузетничка улога „посматра” менаџера као иницијатора промена; али помиритељска улога захтева готово од сваког менаџера да тражи релативно значајно време на одговоре на високоинтониране притиске из немирног окружења. Ова улога се иначе односи на конкретне ситуације живота и рада у фирми и изван ње, што менаџер не може да планира. Коначно, алокаторска улога инкорпорира ефикасно алоцирање ресурса компаније, рационално пласирање капитала фирме и ефективно инвестиционо улагање у развој. За менаџере, најважнији ресурс, који менаџер алоцира, је ипак његово сопствено време, које се претаче у профит и развој фирме.

Презентиране улоге менаџера у бизнису стоје у интегративној форми, јер је једна улога предуслов другој улози. У том контексту, менаџер се мора окретати као сунцокрет према сунцу, односно према извору промена, према сопственом иницирању промена и према наметнутим променама из турбулентног окружења.[27] Финансијски менаџер мора да мисли унапред, да провоцира будуће промене и да реагује на сваку конкретну ситуацију. Тај однос дугорочности и оперативности реакције на брзе промене мора и треба да буде уравнотежен код менаџера.

Финансијски менаџер игра динамичку улогу у развоју савременог предузећа, пошто се бави новчаним стањем фирме, плаћањем „рачуна”, обезбеђењем средстава, прикупљањем средстава за инвестирање у имовину фирме и утврђивањем најбоље комбинације финансирања и дивиденди у односу на свеукупну процену вредности предузећа. Финансијски менаџер посредством инвестирања средстава у имовину одређује величину предузећа,

---

[26] I. Demirag i S. Goddard, Financial Management for International Business, McGraw–Hill, N.York. 1994.

[27] Др М. Томић, Менаџмент у спорту, Минетко, Београд. 1995.

његове профите од пословања, његов пословни ризик и његову ликвидност. Развој финансија увелико је учврстијо улогу финансијског менаџмента, који се, из подручја које се углавном бавило намицањем средстава, преселио у подручје које укључује менаџмент имовине, намену капитала и процену предузећа на тржишту, најбољу комбинацију финансирања и структуру капитала, и максимирање тржишне цене акција.[28]

У правилу, финансијски менаџмент имплицира решења трију главних одлука, које, заједно, детерминишу вредност предузећа за његове деоничаре. Вредност дивиденди за инвеститоре мора се уравнотежити са опортунитетним трошковима задржаних ... које су изгубљене као средства финансирања трајног капитала.[29] Одлука да се инвестира у нови капитални пројекат захтева финансирање инвестиција. Одлука о финансирању утиче на раст и развој фирме, и диверсификацију имовине. Одлука о инвестирању утиче на алокацију капитала и на укупан износ будуће ефективне имовине. Главна је ствар сада да финансијски менаџер ефикасно и рационално повеже одлуке о финансирању. одлуке о инвестпрању и одлуке о дивиденди у функцији остваривања растуће вредности предузећа.[30]

5. ФИНАНСИЈСКИ ИНЖЕЊЕРИНГ

Квалитативни опис финансијског инжењеринга најбоље даје француски закон о банкама из 1984. год. по коме се практично финансијскн инжењеринг дефинише као сет финансијских услуга усмерених да олакшају оснивање и развој предузећа. укључујући и савете и помоћи у процесу финансијског управљања. Судећи по извештају Удружења француских банака, који инкорпорнра и стање полета финансијског инжењеринга, до сада су у финансијској пракси постојале четири банкарске функције. и то: (1) банкарско посредовање које имплицира прикупљање депозита и одобравање кредита. (2) управљање средствима плаћања, (3) трговање хартијама од вредности и финансијским инструментима на примарном и секундарном тржишту за рачун клијената и (4) пружање услуга комерцијалног карактера. Коначно, ту су и девизне операције, услуге сефова и, дакако, финансијски инжењеринг. Финансијски инжењеринг је. у том контексту. постао форма посредовања у структури иновативних послова. „Предузећима која траже софистиковане финансијске иновације потребне су банке. Чак ако се договоре о међусобном

[28] Ames C. Van Horne, Financijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment), Mate, Zagreb. 1993. st. 6.

[29] A. C. Shapiro, Multinational Financial Management, Bacon. Boston, 1989.

[30] W. E. Fulam, Financial Strategic, Richard D. Irwin. Homewood. 1979. i B. Coincll i A. C. Shapiro. Corporate Stakeholders and Corporate Finance, Financial Management 16/S7 st. 5–14.

финанснрању преко комерцијалнпх папира н привидно заобићу банке. потребно је да се њима обрате, не само ради добијања домицилнрања папира. то јест. ради добијања јемства, него и да би успеле да пласирају ове паппре. То је дискретан н користан реванш банке који компензује, до извесне мере, камате које није наплатила”.[31] Зато је нето — пронзвод од провизије већи од каматне марже и портфолио добитака код свих савремених европских банака. које све више од депозитних и кредитнпх установа постају институције које финансирају.

Предузећа имају потребу банкарског посредовања за аранжирање финансијског пројекта. за финансирање међународне трговнне. за послове аквизиције фузије за аранжирање операција зајма са swap–аранжманима. за управљање готовнном и покриће рпзика. каматне стопе и девизног курса. Управљање готовином (cash management) јесте важан сегмент финансијске ингениозности банкара који пружају савете заинтересованим предузећима за финансијске пласмане (и, посебно, за пласмане готовине) и за профитоносно руковање финансијским средствима. У томе је и тајна „финансијског производа”, који производи добит. Но, н поред тога, естетска хирургија биланса јесте бисер финансијског инжењеринга. „Банка, у таквој ситуацији. проналази, саветује, предлаже. пружа техничку помоћ, саставља портфељ ангажовањем готовине предузећа унапред. Портфељ се. затим, трансформише неком трусту или одговарајућој организацији којој је банка труст или јој одговара.[32]

Финансијски инжењеринг има за задатак да осигура финансирање предузећа, да предложи нове процедуре финансирања, да припреми операције које осигуравају финансирање, да аранжира финансирање пројеката итд. У том склопу, банкар се јавља као менаџер предузећа за које формира банкарски пул за финансирање или организује емисију акција или обвезница. За финансијски инжењеринг предузећа банкар аранжира еуроемисије и давање еурокредита, уводи акздије предузећа на берзу, одређује почетне цене котирања (заједно са берзанским брокером) итд.[33]

Процене вредности предузећа и приватизација јесу модерне операције финансијског инжењеринга. Аквизиција — цесија предузећа, откуп предузећа техником LMBO (leveraged management by out), финансијско концентрисање или раздвајање предузећа, спајање и пренос предузећа, тражење финансијског партнерства, финансијско реструктурирање предузећа, срормулисање јавних понуда за преузимање предузећа, утврђивање операција за финансирање, пласмане и управљање финансијским средствима. и диверсификација финансијске структуре предузећа јесу генералне функције финансијског инжењеринга, који је у моди и са перспективом.

Финансијски инжпњеринг представља ннтегрални систем технологије, новца и људи, укључујући и систем доношења финансијских одлука и његово експлоатисање у могућнм областима људског деловања. Зато је

---

31 М. Вашер. Финансијски инжењернг, Југословенско банкарство, 8/90. ст. 23.
32 Ибидем, ст. 26.
33 Oldcorn. Менаџмент, Свјетлост. Сарајево, 1990.

финансијски развој стални пратилац финансијског инжењеринга. који, кроз пословни наступ. треба да осигура разгранату сарадњу у трансферу знања и преношењу искустава. Акумулисано искуство. куповина технологије и стечено знање у њиховом трансферу креирају услове за срормирање сопствене организације финансијског инжењеринга чија делатност у перспективи треба да инкорпорира (1) израду студија развојних могућности са финансијским конструкцијама, (2) израду прединвестиционих програма са пратећом инсрраструктуром. (3) економска, финансијска и маркетиншка истражнвања, (4) финанснјска улагања (краткорочна и дугорочна, интерна и екстерна) са самофинансирајућим н зајмовним импликацијама. и (5) оцену профитабилности са оплодњом капитала и годишњим приносима (финансијским).

У начелу, финансијски инжењеринг треба да је регистрован за офанзиван наступ на домаћем и иностраном тржишту. под условом да је екипиран читавом палетом инжењеринг послова (од организованог спектра извођачких радова преко специјализоване пронзводње опреме до комплетног финансирања). Развој финансијског инжењеринга, стога, треба да обједини (1) даваоце лиценци, (2) произвођаче опреме. (3) извођаче монтажних и грађевинских радова, (4) пројектне организације, (5) производне системе процесне индустрије, (6) банке, финансијске организације, институционалне инвеститоре (пензиони срондови, осигуравајуће компаније, инвестициони фондови и финансијске компаније), (7) увозно–извозна предузећа, (8) институте, факултете и научно–истраживачке институције и развојне организације, и (9) иностране инжењеринг организације и консалтинг фирме.

Регистровани **финансијски инжењеринг** заједно са пословним инжењерингом треба да обавља (1) руковођење изградњом, (2) базним и детаљним инжењерингом. (3) испоруком, инспекцијом и терминирањем опреме, (4) изградњом постројења. (5) пројектовањем и надзором изградње. (6) предстартним пословима, стартовањем и уходавањем постројења, (7) обуком и специјализацијом кадрова. (8) организацијом производње, одржавањем и лабораторијом, (9) производњом и одржавањем постројења у дужем периоду и (10) консалтинг услугама. У том контексту. финансијски инжењеринг са својим партнерима решава (1) завршетак послова у планираним роковима, (2) обезбеђење квалитета рада, (3) обезбеђење повољних кредита. (4) смањење девизне компоненте, (5) обезбеђење дела девизне компензације. (6) затварање финансијске конструкције и (7) обезбеђење финансијске зараде.

Финансијски инжењеринг своју организациону структуру треба да базира на концептима специјалности и експерата. **Организациоиу структуру финансијског инжењеринга** треба да компонују следећи организациони сегменти: (1) програмирање развоја. (2) пројектни инжењеринг, (3) инвестициони инжењеринг, (4) набавке опреме, (5) управљање реализацијом послова, (6) комерцијални послови, (7) економско–финансијски послови. (8) правно–кадровски послови. Организациона структура финансијског инжењеринга је флексибилна чији је сгецијалнстичких целина груписана у више органнзационих целина по принципу експертних група. Модеран систем организације рада финансијског инжењеринга. у ствари. подразумева

организацију „према послу”, али по специјалностима. За сваки посао. у том смислу, формирао би се руководнн тим на челу са руководиоцем који реализује целокупан посао по унапред дефпнисаној процедури рада. Посао се одвија кроз пирамиду тимова у оквиру глобалног или детаљног инжењеринга било у виду издвојене службе било у виду матичне службе. Организациона структура мора бпти подређена послу. а не руководећој хијерархији оргагшзације рада. Тиме се повећава одговорност сваког појединца у тиму за извршење посла. алп и за „економску безбедност” финансијског инжењеринга. У томе се огледа професионалпзам у систему понашања инжењеринга у свим фазама пословне стратегије и финансирања раста фирме.

6. СТРАТЕГИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

Стратегијски менаџмент презентује модеран стил управљања организацијом, који полази (попут стратегијског планирања) од комплексног бизнис окружења у коме се дефинишу циљеви и средства за њихово остваривање, одлучује о стратегијама и планира реализација оптиране пословне стратегије у структури алтернативних стратегија.

Стратегијски менаџмент компонују (1) анализа окружења, (2) планирање праваца акције, (3) планирање стратегије и (4) спровођење стратегије.[34]

$$M = B \cdot m$$

$$B = B_d + {}_cE_n$$

$$B_d \geq B_c + B_n + B_m + B_0$$

$${}_cE_n = {}_cE_p - {}_cE_o$$

$$m = \frac{1}{c}$$

$$t = 1 - d + e$$

$$c = r + g + {}_cdm + {}_cd + de$$

[34] Др В. Милићевнћ — Шпољанић. Модел стратегијског менаџмента, Директор 6–8/91. ст. 10.

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

$$e = \frac{{}_cE_n}{K}$$

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

$$g = \frac{G}{K}$$

$${}_cdm = \frac{{}_cDM}{K}$$

$$d = \frac{cD}{k}$$

$$de = \frac{DE}{K}$$

Извор: G. Greenlev: „Strategic Management", Prentice Hall, Ncw York. London, Toronto, Sydney, Tokyo, 1989, str. 18.

Аналнза окружења имплицира анализу **екстерног** и **интерног окружења** како би се добпле неопходне информацпје о укупној снази организације, ресурсима и развоју пословних функција фирме. с једне стране и конкуреннији (анализа компететивности и конкурената). тржишној структури, прогнозираној продаји, платежној способности купаца. понашању потрошача и сегментацији тржишта, с друге стране.[35] Друга компонента у моделу стратегијског менаџмента се односи на планирање праваца акције који су детерминисани мноштвом променљивих из окружења. Најпре се формулише мисија организације која сажима сврху постојања и филозофију организације и даје шире индикаторе за правац деловања. Мисија представља исказ, односно формално објашњење природе пословања предузећа и односи се на суштину разлога постојања организације. При томе се полази од ширег одређивања могућиХ сектора пословања. Ово имплицира и препспитивања подручја коришћења постојећих ресурса или евентуалног обезбеђења додатнпх ресурса ради ангажовања у другим секторима. На овај начин посебан значај формулисања мисије фирме је стварање дугорочне визије, односно размишљање које се односи на подручје шире од текућег пословања. што даје могућност успешног коришћења метода сценарија. Поред тога битна карактеристика мисије је њена тржишна оријентација, односно оријентација ка задовољавању захтева купаца. Критеријуми који би требало да буду укључени у саму формулацију мисије организације су: основна дефиниција, производа или услуге, дефиниција купаца и тржишта, затим, технологија,

[35] B. A . Eales, Financial Risk. Management, McGraw–Hill, N. York, 1995.

раст и профитабилност, филозофија предузећа. одговорност према друштву и јавни имиџ".[36]

У стратегијском менаџменту циљеви фирме су хијерархијски, и по правилу су везани за **убрзање раста, повећање ефикасности и рационалности, раст профитабилности, повећање одговорности према запосленима и према друштву** (плате и порези). Централни циљеви су ипак „везани" за корисност, квалитет, дизајн и поузданост производа. за тзв. вођство на тржишту (које се обично мери конкурентском позицијом, степеном нновативностн и нпвоом технолошких унапређења) и за ширење тржишта (које се исказује повећанбјем броја тржишта. повећањем броја земаља и повећањем броја група купаца).

У стратегијском менаџменту посебно место заузимају **вредности и очекивања**, које су изузетно важне за сам **процес доношења одлука** у појединим потезима менаџмента.

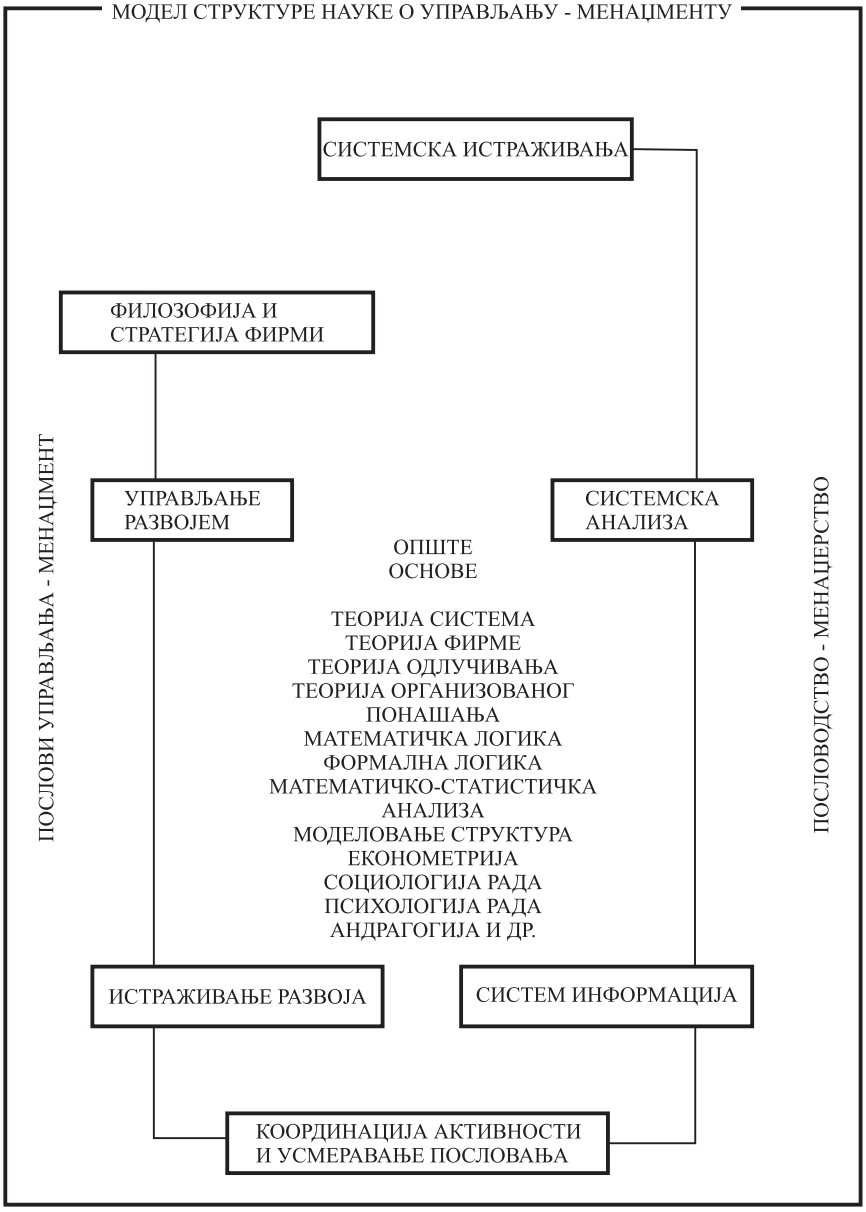
Планирање у стратегијском менаџменту је. исто тако. важна фаза. која нмплицира формулисање алтернативиих стратегија и корншћења метода за доношења одлука у вези са селекцијом стратегије (у зависности од структуре организације) и са остваривањем праваца акције компаније. Одређнвање алтернативне стратегије зависп од снаге и ресурса фирме, од окружења. од менаџерског тима. „У литератури постоји више класнфикација алтернативних стратегија. Релевантне су оне које се базирају на истраживањима H. Ansoff–а који издваја четири главне компоненте у формулисању стратегије корпорације: домен производ — тржиште, матрица вектора раста (пенетрација тржишта, развој производа. развој тржишта и диверзификација), конкурентска предност и синергија. Неки аутори су, полазећи од ове концепције, додали стратегију без раста и стратегије повлачења.

Алтернативе које је дао M. Porter полазе од начина на који предузеће конкурише на тржишту: вођство у трошковима (поситзање нижих трошкова у односу на конкуренте без смањења квалитета и погодности понуде), диференцирање и фокусирање (усредсређеност на одређени тржишни сегмент)".[37]

Процес планирања стратегије апсолвира се избор будуће стратегије, која је фундирана на способности фирме да оствари раст. Селекција се врши на бази оцене ризика вредносне одлуке менаџера. Селекција и избор стратегије се, у крајњој инстанци, своди на следеће три фазе, и то: (1) анализа, (2) конкуренција и (3) селекција. У првој фази, тј. анализи користе се портсролио модели за реконсидерацију претходне и садашње стратегије (старе и нове стратегије), прошле и будуће стратегије. и садашњег, претходног и будућег односа према окружењу. Конкурентска ситуација и тржишна структура „одговарају" на проблем погодности алтернативе. Коначно, селекција јесте коначна одлука менаџера. која се везује за временски хоризонт.

---

[36] Ибидем, ст. 11.
[37] Ибидем,.ст. 11–12.



Извор: Б. Глушчевић, Савремени трендови транзнције предузећа, у Зборник радова. „Актуелни проблеми трансформације предузећа", Цетиње, 25–27. јуни 1992. ст. 112.

У стратегијском менаџменту **спровођење изабране стратегије** из диверсификоване структуре алтернативних стратегија обсервира се са три аспекта. и то: (1) аспект оперативног и кадровског менаџмента, (2) аспект

управљања људским ресурсима и (3) аспект контроле и есрикасности. Први аспект подразумева интегритет пословних функција фирме. Други аспект имплицира способност менаџера на различитим нивоима у организационој структури. Трећи аспект, најзад, односи се на контролу профитабилности, контролу циљева фирме (или индиректна контрола стратегије) и на вредносни суд менаџера. чија креативност посебно долази до изражаја код процене ефикасности стратегијског менаџмента.

Карактеристике креативних људи[38]

- интуитивни
- спремни за ризик
- ентузијасти
- отворени за осећања других
- мотивисани
- нонкомсрормисти
- hardv/orkeri
- имагинативни
- сигурнн у себе
- уживају у игрању са идејама
- препуни идеја
- убедљиви
- испољавају појачан интерес за жене (мушкарце)
- воле непознато
- не смета им да су сами
- радознали
- имају интересовање — естете
- опажају и упијају свет око себе
- самозахтевни
- добронамерни
- независни
- имају пуно информација
- оригинални

Стратегијски менаџмент је од посебног значаја за развојну оријентацију наших предузећа у којима нема кумулираног менаџмента. За развој стратегијског менаџмента важно је креирати предуслове. што се првенствено односи на постојање тржишта као амбијента и као координационог механизма. при чему би комплетно тржиште требало да инкорпорира тржиште робе, капитала, технологија, радне снаге, знања, информација, менаџмента и самих предузећа. Овакво тржиште представља значајног арбитра успешности пословања предузећа и врши притисак на предузеће да буде ефикасно и да се развија.

Потребу за афирмацијом стратегијског менаџмента посебно морамо уважавати у условима када је неопходно да се и наша предузећа успешно прилагођавају променама у сложеном и динамичном окружењу, да се

[38] Д. Сакан, Менаџмент n креативност. Директор 6–8/91. ст. 24.

планирањем алтернативних стратегија супротставе нензвесности у будућности и да успешннм избором и спровођењем стратегије остваре конкурентску предност. Доношење стратегијских одлука. које су по својој природи дугорочне и неповратне. подразумева не само добро познавање окружења, већ и самог предузећа. што претпоставља да би најпре требало да се процене његове снаге и слабости.[39]

Менаџмент јесте н наука и вештина процеса управљања н руковођења организацијом предузећа. али и креатпвна пракса и пословна филозофија у стварању профита. Речју. менаџмент је пословна филозофија и предузетничка стратегија привређивања. Као трансдисциплннарну науку н праксологију. менаџмент компонују чак 23 научне дисциплнне: економнја, техника. технологија. право, кадрологија. психологија, оргаиизација. информатика. комуникологија. етпка. ерпономија. едукологија. андрагогија. естетика. екологија. социологија. географнја. демографпја. антропологија. медицина рада, математика, логистика и стратегија планпрања.[40] Менаџмент је. стога. сума диверсификованих и реинтегрисаних знања. која синтетизира примењену мнкроекономију. предузетннчку пословну економију. менаџерску економику управљања. пословну логистику и пословну етику. Када то истичемо имамо у виду да су у жнвотном цнклусу развоја предузећа важне предузетничка филозофија. агресивна стратегија и креативност кадровског потенцијала, али и тзв. 3 К — култура рада, култура развоја и комуницирање.[41] У том контексту. важан је тим руковођења хетерогених интелектуалних структура са креативнбим менаџером, чија се препознатљивост огледа кроз честитост. генијалност, талент за вођење. стваралачки дух. способност учинка. моралну одговорност, интегритет карактера, храброст, визију развоја, мотивацију, усавршавање, вођење, поштовање, разумевање, ангажовање. координирање, промоцију. концепцијске, прогностичке, истраживачке и аналитичке способности, конструктивну агресивност, енергичност, активан став и однос према раду и животу, иницијативност, промене. креативност и професионалност. „Идеални менаџер" је интегратор кадровских потенцијала и радних процеса, предузетник и произвођач успешних резултата, изврстан господар и управник. систематични иницијатор идеја. акјиија и промена, креативни визионар и планер, комуникативни координатор, конструктивни технолог организације и иновација, ненаметљиви преносилељ послова и одговорности на сараднике, партиципативни аниматор, стратег кроз континуирано образовање и културни саговорник и пријатељ:[42] Проср. Брекић дату идеалност менаџера изражава путем тзв. сублимираних 7К — конструктиван, карактераи, креатнван, комуникативан, коотеративан, културан и куражан менаџер, који са својим полидисциплинарним знањем (уз континуалне иновације) креира предузетиичку стратегију и формулише интегралну развојну внзију. То пак значи да менаџер располаже савременим знањима из маркетинга, менаџмента, финансија, економије, информатике,

[39] Ибидем. ст. 12–13.
[40] Др .И. Брекић (Ред.). Стратешки менаџмент, Мегатренд. Београд. 1991. ст. 14.
[41] П. Друкер, Иновације и предузетништво, Привредни преглед, Београд. 1991.
[42] Др Ј. Брекић (Ред.), оп. цит. ст. 16–17.

кадрологије, организације, психологије, технологије, технике, права, андрагогије, планирања, етике и морала, али са најмодернијом спознајом интегралног, пословног, стратегијског, финансијског, технолошког и кадровског менаџмента. Тако се долази до тзв. етичког менаџмента који повезује материјалне и нематеријалне потенцијале, где култура и етика постају фактор ефикасности и где етичко руковођење, преко хуманих учинака, прераста у хуманистички менаџмент. А за то су потребни меаџерови алати вештина, као што су стил руковођења, мотивисање сарадника, начин доношења одлука, управљање променама, непосредно комуницирање са сарадницима. Култура руковођења имплицира тимски, кооперативан стил рада, кадровски флексибилитет и продуктивно управљање конфликтима.[43] У том контексту, интеграција (координација), предузетништво (ризик). управљање (одлучивање) и произвођење (пословођење) јесу структурне компоненте модерног менаџмента са бизиис лидером на челу компаније. Из тога проистиче релативно широк делокруг стратегије менаџера са пословним задацима:[44]

- Креирање филозофије и стратегије развоја и пословања;
- Планирање програма развоја. организације. технологије и производње;
- Програмирање развојних. производних и услужних делатности;
- Организовање тимова процеса и функција предузећа;
- Распоређивање кадрова на послове и радне задатке;
- Усмеравање кадрова и приоритета процеса;
- Мотивисање кадрова и стилова руковођења;
- Стимулисање производности и економичности;
- Образовање сарадника и свих запослених за вођење и рад:
- Комуницирање с тимовима, организацијским деловима, свим појединцима и партнерима;
- Координисање кадрова и процеса рада;
- Одлучивање о битним процесима у предузећу;
- Уговарање послова;
- Делегирање послова сарадницима;
- Истраживање маркетинга, услова производње. понашања и сл.;
- Управљање финансијама, другим потенцијалима и радним временом;
- Регулисање односа и сарадње;
- Инсрормнсање свих запослених и јавности о збивањима, условима, догађајима и резултатима;
- Вођење рі оцењивање сарадника, додељивање признања и предлагање за промоцију;
- Контролисање остваривања циљева, послова и задатака;
- Толерисање различитих ставова и њихово интегрисање у заједничке циљеве након мутације;

---

43 C.R. Whitlok, R.D. Krumne и D.P. Crvellone, Менаџмент у акцији. Младост. Београд, 1990.

44 Ибидем. ст. 21–22.

- Иновирање организације, односа и процеса:
- Унапређивање развоја, потенцијала и кооперације, као и низ других послова и овлашћења.

7. ПОСЛОВНЕ ПОЛИТИКЕ САВРЕМЕНОГ ФИНАНСИЈСКОГ МЕНАЏМЕНТА ПРЕДУЗЕЋА И БАНАКА: СЕГМЕНТАЦИЈА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

Финансијско тржиште јесте организовани тржишни простор на коме се сусреће понуда и тражња финансијско–новчаних средстава и формира цена тржишне алокације финансијских средстава. По свом предмету пословања. финансијско тржиште се обично декомпонује на новчано тржиште. девизно тржиште и тржиште капитала. Тржиште новца у склопу финансијског тржпшта репрезентује тржпште слободних новчаних средстава и краткорочних хартија од вредности која се нуде и траже за одржавање ликвпдности, за пронзводњу и робни промет. Девизно тржиште. као нераздвојни део новчаног тржишта у развијеним тржишним привредама. представља тржишни простор на коме се усклађује понуда н тражња девиза, обавља куповица и продаја страних средстава плаћања и утврђује девизни курс на базп тржишног механизма. Коначно, тржиште капитала, као сегмент финансијског тржишта, репрезентује специјализовано тржиште дугорочних новчаних средстава и дугорочних хартија од вредности на коме се модификују инвестиционн портфељи компанија и предузетника, и усмеравају слободни финансијски ресурси у најрентабилније инвестиционе пројекте. Тржиште капитала, као такво, реинтегрише тржиште дугорочних хартија од вредности. кредитно–инвестиционо тржиште и хипотекарно тржиште. На хипотекарном тржишту. као специјализованом тржишту капитала, тргује се хипотекарним кредитима и заложницама. На кредитноинвестиционим тржиштима тргује се дугорочним ннвестиционим кредитима. На тржишту дугорочних хартија од вредности, као специјализованом тржишту капитала, тргује се акцијама (акцијски капитал) и обвезницама (зајмовни капитал) и по логици тзв. куповине из прве руке (примарно тржиште на коме се обављају пословне операције везане за емисију хартија од вредностн и трансакције првог откупа од стране купца) и тзв. куповине из друге руке (секундарно тржиште на коме се обавља даља куповина и продаја већ емитованих хартија од вредности).[45]

[45] Др Ж. Ристић и Мр Р. Јелић, Финансијски инструменти и леџинг трансакције на терминском тржишту новца и капитала. Удружење банака Југославије, Београд, 1991. ст. 15.

За разлику од тржишта капитала, који англобира три специјализована тржишта, новчано тржиште дуплицира релативно већи број сегмената:'[14]

А. Кредитно тржиште на коме се реализује пласман краткорочних кредита, односно на коме се сусреће понуда и тражња за краткорочним кредитима;

Б. Есконтно тржиште на коме се као специјализованом тржишту тргује комерцијалним меницама и есконтним кредитима као посебном врстом банкарских пословних операција:

Ц. Ломбардно тржиште на коме се, као специјализованом тржишту, тргује хартијама од вредности и другим ломбардним материјалом и ломбардним кредитима;

Д. Тржиште новца као једно од најзначајнијих и најважнијих специјализованих тржишта у оквиру новчаног тржишта, на коме се тргује, тј. купује или продаје депозитни и жирални новац;

Е. Примарно и секундарно тржиште краткорочних хартија од вредности на коме се емитују и примарно продају хартије од вредности и на коме се тргује већ емитованим хартијама од вредности краткорочног карактера;

Ф. Девизно тржиште као крајње специјализовани део новчаног тржишта на коме се тргује девизама као посебном врстом новчане имовине.

На целокупном финансијском тржишту обављају се бројни заједнички банкарски послови, као што су промптни и термински послови на принципу међусобног поверења и на принципу обостране користи заједничких интереса између партнера. На савременим финансијским тржиштима (новчано тржиште, тржиште капитала, девизно тржиште. тржиште хартија од вредности) обављају се (1) промптни (готовински или каса) послови и (2) термински послови куповина и продаја новчаних средстава, капитала, девиза и хартија од вредности. Код првих послова трансакције (новчане или капиталне) се извршавају одмах, односно у року од 2 — 5 радних дана од дана закључених послова; код других послова купопродаја се реализује по систему 2–5 радних дана од дана закључених послова. Код промптних послова јавља се ризик неизвршавања дознака. док се код терминских послова јављају, поред ризика неизвршавања дознака. и каматни ризик и курсни ризик.

8. ФИНАНСИЈСКИ ИНСТРУМЕНТИ И РИЗИК

У офанзивном банкарском менаџменту на модерним финансијским тржиштима (националним и међународним) у правилу се јављају растући ризици, који рефлектују, по дефиницији, потенцијалне губитке у политици. Каматни ризик и курсни ризик, услед промена каматних стопа (варијабилитет) и флуктуације девизних курсева (флотантност), јесу „најјачи" ризици у савременом банкарству. који су иначе и условили процес иновације финансијских инструмената.[46]

Промптно (или спот) купљене (или продате) девизе представљају практичио споразум између продавца и купца да се уговорене купопродајне обавезе изврше одмах, а најдаље у року од два радна дана од дана закључења посла. Код спот купопродаје. и купац и продавац утврђују, заједнички (уговорно), износе у обе валуте (тј. и долар и марка), промптни курс, банка и валута. Терминска купопродаја девиза. пак. имплицира да се између учесника уговарају обе врсте девиза. којима се тргује. моменат доспећа посла, односно чек на који се дотични посао закључује. термински курс и пословна банка. А то пак значи да послови чији рок извршења није спот. односно валута два радна дана од закљкученог посла, спадају, по дефиницији, у терминске купопродаје девиза. При томе, важно је напоменути да постоји разлика између терминског курса и промптног курса (који се назива тзв. курсни пип или поинт у завнсности од тога да ли се ради о вредности петог или четвртог децималног места једног курса), а резултат је разлика у каматним стопама.

Терминске девизне трансакције. своп. опције и фјучерс уговори јесу савремени облнци осигурања од девизног ризика. нове банкарске трансакције на међународном тржишту новца и диверзификовани финансијски инструменти. Терминске девизне трансакције подразумевају и куповину од стране непосредних учесника на интернационалном тржишту новца. једне валуте другом, с тнм што ће испорука бити на тачно утврђени датум — фиксни термин и то по цени. односно терминском курсу који се утврђује на дан закључења уговора.[47]

Свон (swop) пословне операцње репрезентује интегритет промптне (спот) девизне купопродаје н терминалне девизне купопродаје. Своп посао једне америчке банке (нпр) илуструје промптну продају одређене суме марака за доларе и симултано термпнску куповину те исте суме марака за доларе. односно промптну куповину одређене количине (своте) марака за доларе и симултану терминску продају те исте своте марака за доларе.

---

46 E. Helfert, Techniques of Financial Analysis, Invin, Homewood, Ilinois. 1987.

47 Др Ж. Ристић і мр Р. Јелнћ. оп. ціт. ст. 38.

Валутне опције. пак, дају право (без обавезе) да се може купити, односно продати одређена страна валута по строго уговореној цени на термин који је изван контекста спота. односно на будући датум. При томе. валутна опција репрезентује хартију од вредности која је предмет купопродаје на терминском опционом тржишту. „Предмет купопродајног уговора могу бити два основна типа валутних опцнја, и то:

- coll опција која даје право њеном власнику, новом купцу. да купи одређени износ девиза по унапред договореној опционој цени, а продавца, њеног бившег власника, обавезује да на први позив њеног новог власника, испуни све жеље новог власника опције, нпр. испоручи му девизе,
- пут опција која даје право њеном власнику новом купцу, да прода одређени износ девиза по унапред договореној опционој цени, а продавца, њеног бившег власника. обавезује да на први позив њеног новог власника. испуни све његове жеље, нпр. преузме девизе.”[48]

Фјучерс (futures) уговори јесу финансијски инструменти којима се тргује на терминским тржиштима новца, али без физичког преноса инструмената при склапању уговора. Тржишним операцијама се фјучерс уговорима само стварају права и обавезе да се купљени одређени инструмент испоручи тачно на дан који је означен у уговору (без обзира што се оба партнера излажу ризику несолвентности).

За разлику од тржишта новца, берза ефеката репрезентује специјализовано тржиште капитала на коме се сусрећу понуда и тражња дугороочних финансијских средстава и дугорочних хартија од вредности: у структури берзанских послова доминирају купопродајне^трансакције берзанских ефеката, и то: промптни послови купопродаје ефеката и терминскн послови купопродаје ефеката. Први послови су „она врста послова у којима се права и обавезе партнера из купопродајног уговора реализују одмах по закључењу, а најкасније у року од три, односно пет радних дана закључења уговора. Према томе, промптна купопродаја ефеката претпоставља промптно обавезу купаца ефеката да продавцу дозначи новчани износ купопродајне вредности на његов рачун или у готовом, и то одмах, а најкасније са валутом петог радног дана”;[49] док су други послови „такви берзански послови у којима се обавезе продавца и купца не извршавају промптно или одмах после закључивања уговора, већ у неком каснијем року који је унапред фиксиран и означен или пак једног дана у оквиру неког будућег периода у коме је крајњи рок одређен.”[50]

На терминским ефектним берзама срећу се финансијски инструменти у форми фјучерса, опција и свопова. Фјучерси представљају споразум између два пословна партнера (тзв. купопродајни уговор), који купују или продају стандардизоване берзанске ефекте (одређена количина) тачно утврђеног дана по уговореној цени из склопљеног уговора (када је само плаћена тзв. иницијална маржа као гаранција за испуњење уговорних обавеза). Партнери у фјучерс уговорима. помоћу фјучерс уговора, у тржишним операцијама на

[48] Ибидем. стр. 51–52.
[49] Ибидем. ст. 71.
[50] Ибидем. ст. 72.

фјучерс берзама, теже да се осигурају од шока курсног ризика. То су банке. извознице н фирме. као привредни субјектп. који се називају хедгерси (док се шпекуланти називају тродерсн).

За разлику од фјучерса, ошдије репрезентују специјалне облике терминских уговора у којима један партнер своја права из уговорног односа може остваривати готово сваког радног дана до рока истека опционог уговора. Обавеза продавца огледа се у испоруци ефеката (предмет опције) сходно раније утврђеним условима (под условом да опцију на реализацију поднесе власник). Купац плаћа тзв. премију опције, коју прима продавац опције. Премија је. у ствари. награда за продату опцију.

Најзад, своп (swop) терминске трансакције на берзи ефеката представља, исто тако. модеран финансијски инструмент за осигурање од ризика промена каматних стопа. У том склопу, кредитно–монетарни своп јесте замена фиксне каматне стопе за варијабилну каматну стопу, односно замена променљиве каматне стопе за фиксну каматну сотпу; док је кредитновалутни своп замена једне валуте којом је дужник кредитиран за другу валуту којом се кредит користи и враћа.

У финансијској пракси користи се релативно диверсификована структура каматних стопа, и то:[51] (1) Замена једног дуга за други дуг (тзв. debt–debt swop), (2) Замена дуга његовим откупом од стране дужника (bebt–by–back swop), (3) Замена дуга за обвезнице (debt — securirastion swop), (4) Замена дуга за робу и услуге (debt — product — services swop) и (5) Замена дуга са капиталним учешћем у инвестицијама (debt — equity swop).

9. ХЕЏИНГ ТРАНСАКЦИЈЕ НА ТРЖИШТУ НОВЦА И КАПИТАЛА

Каматни ризик и валутни ризик одражавају потенцијалну могућност губитка профита и ерозије банкарског капитала, поготово у условима инфлационе ескалације, флексибилних девизнпх курсева и варијабилних каматних стопа. Због тога. пословне банке користе тзв. хеџинг инвестициону стратегнју за минимизирање ризика путем трансакција на финансијским и робнпм тржиштима. Суштнна се састоји у комбинацији трансакција са финансијским инструментима који дивергентно реагују на промене девизног курса (валутни хеџинг) и на промене каматне стопе (каматни хеџинг). Најбољи резултати се добијају комбинацијом ефектпвнпх трансакцнја са трансакцпјама на тржпшту свопова н опција (тзв. посебна тржишта рпзика).

[51] OECD. New Financial Instrument, Paris. 1988.

У фазном одвијању хеџинг трансакција се обично нотира (1) да је мониторннг фаза. заправо. прва фаза. (2) да је предвиђање промена каматне стопе и девизног курса друга фаза, (3) да је одређпвање финансијских ннструмената за мннимизирање рнзика трећа фаза. и (4) да је комбинација тржишних трансакција. коначна. четврта фаза хеџинга.[52]

За дистрибуцију н реалокацнју каматног и валутног рпзика користе се, по правплу. најновији финанисијски инструментп. и то: (1) фјучерсп. (2) Форвардси. (3) Опције и (4) Свопови. кад се банке јављају. симултано. и као продавци и као креатори.

На фјучерс тржиштнма се тргује фјучерс уговорима за државне обвезнице, за депозитне цертификате и за благајничке записе. Пословне банке са хаџинг логиком теже да рекомпензују каматии ризик добитком на фјучерсима.

Форвардси су. попут фјучерса. заједнички аранжмани два пословна партнера (као две уговорне стране), који позајмљују тачно прецизиран (одређен) износ по каматној стопи која је уговорена. „Код закључења ове трансакције, банка може бити у једној од следећих позиција:

1) Да јој друга страна гарантује актнвну каматну стопу за зајам одређеног износа. Банка се тако осигурава од пада каматних стопа. Она ће примити разлику каматних стопа ако уговореног–ефективног датума. референтна активна каматна стопа буде нижа од уговорене–гарантоване каматне стопе. Обрнуто, платиће разлику каматнпх стопа, ако је референтна каматна стопа виша од гарантоване.

2) Када контрастрана гарантује пасивну каматну стопу за депозит. Другим речима банка се осигурава од раста пасивних каматних стопа тако што обезбеђује депозит по уговореној стопи. Банка добија разлику каматних стопа ако је референтна пасивна каматна стопа уговореног датума изнад гарантоване. Односно, плаћа разлику каматних стопа када је референтна каматна стопа за депозите одређеног дана испод уговорене–гарантоване каматне стопе.”[53]

Опције су, пак, трансакције у којима једна страна продаје право (без обавезе) куповине (call option), односно продаје (put option) одређеног финансијског инструмента по уговореној цени, док друга страна купује то право. У том склопу, акције, берзански индекси са тржишта акција, обвезнице и фјучерси јесу предмет опције на финансијским тржиштима. Трговина се одвија на берзама и на тзв. ОТЦ–тржиштима. Купац плаћа продавцу премију, која представља цену опције. У уговорима предоминантно фигурирају LIBOR, PRIMA RATE и каматне стопе на благајничке записе, као променљиве каматне стопе. Код каматних опција јављају се тзв. поклопци (caps), као серија „пут” опција, тзв. послови (floors), са минималном каматном стопом, и тзв. крагне (collar).

Коначно, каматни свопови репрезентују финансијске аранжмане помоћу којих се замењују каматне стопе у уговорима уз сагласност уговорних

---

52 D. Siegel. The Futures Markets, Probus Publishing Company. Chicago. 1990.

53 Др Ж. Ристић и мр Р. Јелић. оп. цит., ст. 106.

страна. Једино се главнице не замењују, пошто се у уговору јављају као „статичка категорија” за обрачун камата.

10. РИЗИК ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ

Улагања у хартије од вредности по дефиницији подразумевају ризик као мерљиву вероватноћу остваривања добитка/губитка у вредности од држања хартија од вредности. У принципу. ризик се јавља или у виду несистематског ризика (unsystematic risk), који се минимизира диверсификацијом пласмана хартија од вредности или у виду тржишног ризика (market risk). који се не може избећи и после диверсификације пласмана. У том контексту, прибегавање формирању портфолиа представља процес минимизирања ризика диверсификацијом пласмана. Инвеститори обично комбинују хартије од вредности у циљу формирања диверсификованог портфолиа са максималним приносом за дати ниво ризика. Бета коефицијент, у том контексту, мери релативно одступање цена хартија од вредности у односу на тржиши просек и представља релативну меру осетљивости приноса активе на промене у приносу тржишног портфолиа.

За власнике хартија од вредности веома је важно да се смањи ризик и да се не смањи принос. Редукција степена ризика свота се обавља помоћу pooling–a и hedging–a. Pooling (удруживање) и hedging (покривање) јесу средства за минимизирање ризика. Инвеститори обично удружују свој ризик да би осигуравајуће компаније и investment trusts–ови појединачно сносили мањи ризик. „Комбинација хартија од вредности, коју инвеститор има у свом портфолиу, биће исплатива уколико укупни ризик буде смањен, тако да буде мањи од просечнбог ризика хартија од којих се састоји. Овај метод умањења ризика инвестирањем у различите хартије је диверсификација и основа је портфолио теорије.[54] За разлику од poolinga, hedging се односи на смањење ризика, који се односе на специфичне врсте ризика (који укључују две стране које сносе апсолутно супротне ризике). Ризици (нпр. промена девизног курса), се хедгизују на тржиштима. која подразумевају постојање шпекуланата. Шпекуланти на тржишту ризик хедгују и преваљују на инвеститоре који су спремни да прихвате ризик. То је условило диверсификацију инструмената за редукцију ризика од промене девизног курса и каматне стопе, као што су (1) спот уговори, (2) термински уговори (forward contracts), (3) swaps, (4) fitures и (5) options. Спот уговор представља уговор којим се даје или узима кредит на уговорени износ са унапред уговореном каматном стопом и на фиксни рок (преко 1 године). Термински уговори закључују уговорне стране

[54] З. Стевановић. Ризик хартија од вредности, Берза 11/92 ст. 22. 74

од промене каматне стопе, пошто се уговара давање. односно коришћење кредита које ће почети да тече једног фиксираног будућег дана са фиксном каматном стопом и са уговореним роком. Swop пак представља споразум две стране да размене cash flows у одређеном року. Каматне стопе су најчешћи swap. Futures уговори у основи тангирају извршење обавеза у будућности са ризиком неиспуњења обавеза између странака. У суштини, фјучерс уговор представља споразум о куповпни (продајн) стандардизованог износа. који ће се остварити фпксног дана под уговореним условима. Коначно. опциони уговор даје право уговорној страни да одређеног дана у будућности купи (прода) стандардизовану робу по уговореној цени.

БЕРЗАНСКЕ ОПЦИЈЕ. Опција репрезентује уговор између две стране. она која издаје (или продаје) опцију и оие која ту исту опцију купује. и у коме се утврђују обавезе продавца.[55] Продавац је обавезан. ако то купац од њега затражи. прода (или купи ону финансијску актнву (или робу) на коју се опција односи. по унапред одређеној цени. унапред одређеној количини и унапред одређеном временском интервалу.[56] По правилу. финансијска актива на коју се пишу опције може бити структуирана тако да укључује акције, дужннчке хартије, футурес (фјучерси), страна валута и разни тржишни индекси. У процесу реалнзације опцнје практично не долази до промене власништва над активом на коју се опција односи. Свој профит купац може реализовати продајом опције на секундарном тржишту по вишој цени.

У теоријн и пракси, опције се деле у зависности од времена реализације и од преузетих обавеза продавца. По првом критеријуму опције се деле на европске традиције и на амерички тип опције. Европски тип опција могу се реализовати само на утврђени дан доспећа (истека) опције. Амерички типови опција могу се пак реализовати било кога дана од дана истека опције.

По другом критеријуму опције се деле на call опције и на пут опције. Call (кал) опција представља обавезу продавца опције да прода изворну хартију. односно да ималац (купац) опције има право ако то жели да од продавца опције купи изворну хартију по унапред одређеним условима. Пут (pat) опција представља обавезу продавца да купи изворну хартију. односно да купац опције има право (ако то жели) да продавцу опције прода изворну хартију по унапред одређеним условима. У аранжману call опције купац очекује раст цене акције, док у аранжману пут акције купац очекује пад цене акције. У овим аранжманима лице које продаје опцију заузима у њој тзв. кратку позицију (shart position), а лице које купује опцију заузима тзв. дугу позицију (long position). „Што се тиче односа приноса и ризика који при том карактеришу две стране у опцијском уговору може се рећи да купац опције преузима малу вероватноћу за велики добитак по цену велике вероватноће за мали губитак, а да продавац опције прихвата велику вероватноћу малог добитка, а да за узврат добија малу вероватноћу великог губитка.”

Опција је, према томе, хартија која репрезентује стандардизовани уговор са следећим елементима: (1) извршна цена опције (цена по којој се

[55] Д. Шушњар, Увод у берзанске опције, Берза 11/92 ст. 24.
[56] Ибидем. ст. 24.

реализује купопродајна трансакција), (2) време доспећа опције (датум до кога важи опција), (3) цена (или премија) опције (цена коју купац опције плаћа продавцу), (4) број хартија на које се опцијски уговор односи (који за опције писане на акције износи 100 деоница) и (5) врсту активе на коју се односи.[57] „За једну акцију, по правилу. постоји више опција са различитим извршним ценама. Скуп свих опција било пут било call везаних за једну акција назива се класа. Предвиђено је да интервал за формирање класе за акције са ценом нижом од $ 25 износи $ 2,5, за акције чија је цена већа од $ 25. а мања од $ 200, тај је интервал $ 5, а за оне акције чија је цена већа од $ 200 интервал може износити $ 10 или $ 20".[58]

Структурне цене опције компонује тзв. унутрашња вредност и тзв. временска вредност. Унутрашња вредност рефлектује разлику између извесне цене опције и тренутне тржишне цене изворне хартије. Временска вредност представља разлику између цене опције и њене унутрашње вредности. Однос између цене опције и тржишне цене хартије инкорпорира три позната случаја. У првом случају, опција је на новом (at — the — топеу) када су извршна цена и тзв. тренутна тржишна цена потпуно изједначене. У другом случају опција је у новцу (in — the — топеу) када је тзв. извршна цена мања од тренутне цене код call опције и када је тзв. извршна цена већа од тренутне тржишне цене код пут опције. Коначно, у трећем случају, опција је ван новца (aut — of — топеу) када је извршна цена већ аод тзв. тренутне цене код call опције и када је тзв. извршна цена мања од тренутне цене код пут опције. Но, током времена, цена опција варира. Са растом тренутне тржишне цене акције цена пут опције опада, а цена cail опције расте. Са растом тзв. извршне цене опције цена пут опције је виша, а цена call опције је нижа. Услед тога, трговина опцијама је атрактивна и изазовна. Елиминисање ризика јесте важан разлог уласка у трговину опцијама (тзв. хеџинг). Инвеститор се, наиме, штити од пада вредности активе путем куповине пут опције, која се, свакако, мора односити и на дотичну активу. Но. и шпекулативни разлози су доста јаки, пошто инвеститор тежи да просритира од евентуалне промене цене изворне активе.

У том контексту, инвеститор бира две тактике у зависности од тога да ли може да претпостави правац промена цена или не. У првом случају, инвеститор прибегава тактици куповина call опција, продаја пут опција и bull spread (куповина in — the — топеу и продаја aut — the — топеу call опције). У другом пак случају. инвеститор бира тактику (1) long straddle (куповина at — the — топеу call опције и at — the — топеу пут опције), (2) long strangle (идентично претходној тактици само су различите извршне цене), (3) long butterfly (куповина две call опције са различитим извршним ценама и продаја две call опције по извршној цени која је између горње две цене) и (4) long condor (идентично претходној тактици само се цене две call опције разликују).

---

[57] Исто. ст. 25.
[58] Исто. ст. 25.

Опције (options) репрезентују хартије од вредности које свом власнику дају право куповине или продаје одређене активе по сриксној цени. Купопродајни односи између купца и продавца регулисани су опционим споразумом, који обухвата тип активе, количину, уговорену цену и важење опције. као основни елементи сваке емисије опције. По том непотпуном уговору сваки купац опције има право да купипрода одређену активу. али без обавеза да то императивно (облигативно) учини. Стога се опција и разликује од срјучерса. ,.Код срјучерса субјекти морају да изврше своје обавезе. Код опције купац не мора да купи или прода активу. Он ће то урадити само уколико му одговара. Оно што једино купац мора јесте да купи опцнју. тј. да платп опциону премију (option premium). Продавац опције добија премпју и за то је обавезан да изврши оно што од њега захтева купац."[59] Због тога. опције играју релативно значајну улогу у осигурању од ризика од промена девпзног курса. каматне стопе и тржишних индекса. у анализи структуре капитала н инвестиција. и у реструктуирању фирме.

"Warants (овлашћења) јесу посебан облик хартија од вредности. Оне нису ии кредитне нити власничке. јер се издају од стране компанија које теже да овећају деоничарску главницу путем емитовања нових деоница. Издавањем новнх деоница „старом деоничару" се даје право да купи нове деонице по одређеној цени до одређеног датума. Свако једно овлашћење даје право на куповину једне нове деонице. Компанија која емитује нове акције, увек резервише одређени број деоница за овлашћења. које су предмет трговине на берзама.

Raights (права) омогућавају „старом деоничару" да у одређеној сразмери купи нову деоницу по нижој цени од тржишне цене при свакој емисији нових деоница, као и овлашћења. „Тако ако је тржишна цена, укључујући и права, 170 и ако деоничар има право да на 10 старих деоница купи четири нове по цени од 100, вредност једног права износиће:

$$10 \times 170 = 1700 + 4 \times 100 = 2100:14 = 150$$

(разлика до тржишне цене даје нам вредност права од 20). Купац, који жели да набави деонице, а не поседује „старе", може купити 10 права по 20 и 4 нове деонице по 100. Он би за ове нове деонице платио, у ствари, 600, односно 150 по деоници, што је за њега, такође, исплативо.[60] Но, и права су предмет трговине на берзама.

Derivative securities (деривати, изведене хартије од вредности) репрезентују релативно велику групу хартија од вредности чијацена зависи од основне активе. У ту структуру финансијских иновација спадају forward и фјучерс уговори, опције, варанти и конвертибилне хартије од вредности.

Forward уговор представља уговор о купопродаји одређене активе по унапред дефинисаној цени И о испоруци активе и коначној исплати одређеног дана у будућности. Типичан forward уговор јесте терминski уговор једне

[59] Група аутора, Берзански појмовннк, Берза. новембар 1992, ст. 24–25
[60] Група аутора, Берзански појмовник. Берза. новембар 1992. ст. 16.

фирме са добављачем о испоруци сировина и репроматеријала у року од 3 ијли 6 месеци по унапред договореној цени и са плаћањем у будућности.

Futures (фјучерс) уговор представља тзв. термински уговор о купопродаји одређене активе чија ће се испорука заједно са плаћањем обавити у будућности; по аналогији тзв. forward уговора. Но, фјучерси се разликују од форварда због ликвидности активе којом се тргује, испоруке и начина плаћања:[61] (1) код фјучерса испорука се не врши тачно у дан, као код форварда, већ у току месеца, (2) фјучерсима се регуларно тргује на берзи срјучерса и цене се регуларно објављују у дневној штампи, (3) код вјучерса постоји клириншка кућа (тзв. celaringhouse) са којом купац и продавац закључују посебне уговоре и где морају да уплате одређени депозит у виду маргина (margins), (4) код фјучерса испоруку и плаћање гарантује клириншка кућа и (5) код фјучерса најчешће не долази до стварне испоруке. већ се само исплаћује разлика у цени. „Фјучерс је по својој суштини прави уговор који носи права и обавезе како за купца. тако и за продавца. Купац фјучерс уговора има право на активу која је уговорена фјучерсом и обавезу да плати ту активу. Са друге стране. продавац срјучерс уговора има право да добије средства и обавезу да испоручи активу. Око извршавања обавеза стара се клириншка кућа”.[62] Клириншка кућа се овде појављује као заштита и купца и продавца у фјучерс уговору, гарантујући купцу испоруку активе и плаћање продавцу (а) системом маргина, (б) систем дневног прилагођавања и (ц) системом кориговања маргина купца и продавца. Клириншка кућа је и продавчев купац и купчев продавац, пошто су и купац и продавац обавезни да уплате одређени износ средстава на рачун. Због тога, фјучерс уговори имају вишеструки значај у затварању гепа у финансирању, у управљању ризиком, у макроекономској регулацији стабилности цена и у управљању ризиком. У пракси су, стога, развијани и робни фјучерси (commodity futures) и финансијски фјучерси (financial futures). Робни фјучерси инкорпорирају робу (као активу), као што су пшеница, кукуруз, соја, пиринач, жива стока, кафа, какао, памук, шећер, метали, нафта и земни гас. Финансијски фјучерси, пак, обухватају хартије од вредности, каматне стопе, девизе, валуте и тржишни индекси, као облици активе.

У пракси су познате три врсте финансијских фјучерса, и то: (1) фјучерси на тржишне индексе (као што су NYSE composite, S & P 500), (2) валутни срјучерси (као што су водеће светске валуте: долар, марка, срунта, јен, франак) и (3) срјучерси на хартије од вредности (као што су државне хартије од вредности. обвезнице компаније, обичне деонице).

У финансијској теорији и пракси су позната два типа опција, и то: (1) call (кал) опцнја и (2) putt опција. „Call опција је опција која власнику даје право да купи одређену активу у одређеном року по унапред уговореној цени. Купац купује call опције због тога што очекује раст тржишне цене основне активе у односу на уговорену цену. У случају раста цена, купац има могућност да купи активу по уговореној цени која је нижа од тржишне... У

[61] Др С. Комацец, др Ж. Ристић: Финансијска тржишта н берзе. Чигоја, Београд, 1997.
[62] Ибидем, ст. 23.

супротној позицији се налази продавац call опције. Он очекује пад тржишне цене основне активе у односу на уговорену. У том случају, власник опцију неће искористити н продавцу ће остати премија."[63]

Супротно од логике call опције стоји пут опција која власнику даје право да прода основну активу по уговореној цени у одређеиом року. „Мотив купца пут опције је да се заштити од пада цена основне активе. Ако тржишна цена падне испод уговорене. тада ће он искористити опцију и продати основну активу по вишој уговореној цени. У случају раста цена активе, он нема разлога да искористи опцију. Продавац пут опције. супротно купцу. прижељкује раст цена основне активе. Тада купац неће искористити опцију и продавцу ће остати опцпона премија као приход. У случају пада тржишне цене купац ће искористпти опцију, тј. продавац мора купитн актпву по вишој уговореној ценп. Тако ће продавац трпетп губнтак једнак разлици у ценп...[64]

Основни мотив инвеститора у хартије од вредности јесте принос, који репрезентује просрит од држања хартија од вредности. Деонице (акцпје) доносе прпнос у облику дивиденде. одиосно капиталног добитка. Обвезнице. пак. доносе приход у виду камате (н главнпце). Коначно. опције доносе принос у внду премије. У том скмлопу. стопа приноса репрезентује индикатор приноса. који рефлектује везу између благостања инвеститора у хартије од вредности на почетку и на крају одређеног временског периода. Стопа приноса (р) у правплу зависи од текуће цене хартије (Pi) и почетне цене (P„):

$$r = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Стопа приноса може се израчунати и за компанију у срорми: 9а) приноса акционарског капитала (retucu of equity — ROE) н (б) приноса на иивестиције (return of investments — ROI). Стопа приноса, у крајњој инстанци, може да се израчунава, посебно, за све хартије од вредности: коб обвезница, нпр. стопа приноса може се изразити у виду текућег приноса, приноса по доспећу и стопе купона. Наведене стопе приноса могу се графички презентирати у форми тзв. криве приноса, која рефлектује временску структуру каматних стопа.

Тржиште харткја од вредности је атрактиван механизам окупља*ња продаваца и купаца финансијске активе у циљу обезбеђења власничког капитала путем емисије акција и обвезница на примарном тржишту капнтала. „Трансакције на примарном тржишту хартија од вредности (тзв. куповина из „прве руке") — primary security market представљају почетну продају хартија емитента јавности. Емитент прима новац (да инвестира у продуктивну активу или промени капиталну структуру), а купац добија хартије (за личне инвестиције или за шпекулативне потребе). На секундарном тржишту хартија од вредности (тзв. куповина из „друге руке") — secondary security market одвија се процес купопродаје емитованих хартија од вредности и обезбеђује

[63] Група аутора, оп. цит.. ст. 25.
[64] Исто. ст. 25–26;

њихову ликвидност. Ово тржиште, када су у питању деонице, обезбеђује текућу валоризацију предузећа која су емитовала хартије."[65]

На тзв. паркету (floor), као ограђени елипсасти део дворане на берзи. срећу се трговци, који имају овлашћење попут берзанских посредника. Трговина се одвија непосредним надметањем присутних у срорми тзв. трговине лицем у лице. Само шпекуланти одлазе на галерију да прате рад својих брокера и да неприметно дају упутства. На паркету остају трговци који формирају кругове (ринг) заинтересованих, који се надмећу. У берзанским пословима на паркету укључени су различити учесници међу којима су најзначајнији (1) брокери на паркету (floor broker) и (2) трговци на паркету (floor trader). Првн представљају посреднике запослених код фирми које су чланице берзе и који као агенти извршавају налоге клијената сјшрме. Други су. пак, сами чланови берзе, који тргују за свој рачун. Они се, стога и разликују од брокера. који раде за туђ рачун.

Поред трговине лицем у лице на паркету берзе, у пракси развијених земаља егзнстнра и алтернативни вид промета акција — OTC (Over the counter market). У ствари. ради се о тзв. тржишту преко шалтера са релативно великим бројем посредника у електронском систему трговања. У САД је тај систем познат под именом National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), који инкорпорира преко 5.000 брокерских и дилерских кућа. Промет хартија од вредности на овом тржишту односи се у правилу на акције „оних компанија које нису на званичној листи компанија чије акције котирају на берзи uni listed securities market". Овим тржишним путем компаније се практично „квалификују" за званичну листу компанија, које се котирају на берзи. То је пут. који се мора проћи, да би се стигло до тзв. берзанске капитализације (која се односи на укупну тржишну вредност одређене категорије емитованих деоница одређене компаније по текућем ценовном листингу берзе) и до тзв. тржишне капитализације (као индикатор вредности компаније која се израчунава као производ броја емитованих деоница и текуће тржишне цене деоница).[66]

Но, и у једном и у другом виду трговине са хартијама од вредности (дакле, и у трговини лицем у лице на паркету берзе и у трговини на ОТЦ тржишту) главну реч воде берзански агенти, који су овлашћени за склапање послова, било да раде самостално као дилери (dealer) било да заступају интересе својих клијената (broker, makler). Ови други (брокери) за своје посредовање уплаћују провизију — формцтзв. брокераже, која се одређује као проценат од обављеног промета (вредност трансакција) хартија од вредности. Од њих се разликују тзв. џобери (jobbers), који се на Лондонској берзи користе уместо трговца преко шалтера (маркет макер). Тај џобер се разликује од првог џобера који се бави прометом десортиране робе у малопродаји. То би могло да буде атрактивно за специјализоване или мешовите робне берзе на којима се обавља промет памука (Ливерпул, Бремен, Њујорк), вуна (Лондон, Анверс, Њујорк). злато (Лондон), кафа (Париз), шећер (Лондон, Хамбург, Њујорк),

---

[65] Група аутора. Берзански појмовник. Берза, новембар 1992. ст. 47.
[66] D. M. Chance. Options and Futures, The Dryden Press, London. 1992.

житарице (Чикаго, Њујорк), калај (Малезија), неметали (Лондон, Њујорк). обојени метали (Лондон, Њујорк. Чикаго). А тај тип трговине на робним берзама се разликује од аукцијске трговине путем лицитације купаца иа акцијским местима (Лондон. Сиднеј, Мелбурн — вуна. Лондон — уметнички предмети, Лењинград — крзно, Буенос Аирес — кожа).

11. БЕРЗЕ

У теорији и пракси, берза репрезентује посебно стално тржиште на коме се по унапред утврђеним узансама и правилима и по утврђеним временским секвенцама купује и продаје одређена роба. Куповина и продаја робе су предмет пословања берзе сходно статуту и правилима игре.

У берзанске трансакције улазе новац. девизе. вредноснп папири (нпр. акције и деонице) и роба (као тнпизнрани производи пољопривреде н индустрије).

Све берзанске послове обављају члановн берзе на самој берзи са посредницима који се номинују као сензали или брокери. Такав је случај са англоамеричким берзама, које раде као деоничарска друштва на принципу стицања профита. Једино се континенталне берзе издржавају од такса за обављене послове и од чланарина чланова берзе.

Са становишта предмета берзанског пословања све берзе. у теорији и пракси, се деле на (1) ефектне берзе (или тржиште капитала), (2) девизне берзе (или девизно тржиште), (3) новчане берзе (или тржиште новца) и (4) робне берзе (или продуктне берзе).[67]

На тзв. ефектној берзн предмет пословања чине разни облици вредносних папира као што су деонице, акције, цертисрикати и остали облици вредносних папира (попут нота). Овај тип финансијског тржишта, као тржиште капитала, обезбеђује корпорацијама, друштвима, предузећима и појединцима релативно брзу модификацију структуре инвестиционих портфеља, трансформацију штедиша и зајмотражиоце и дистрибуцију и алокацнју расположивих фгшансијских средстава у рентабилне инвестиционе пројекте. Квантитативни раст прилива и одлива краткорочног и дугорочног капитала фактички увећава волумен вредносних папира на купопродајној сцени домаћих и страних резидената чиме се тржиште капитала интернационализује. Због тога. на тзв. ефектним берзама расте мрежа берзанских посредника у формп тзв. брокера за обављање нараслих трансакција вредносппм папнрнма у форми терминских послова н промптних послова.

[67] Др А. Катунарић, Банка, Принципи и пракса банковног пословања, Центар за информације и публицитет, Загреб, 1988. ст. 356.

За разлнку од ефектних берзи. на девизним берзама се усклађује понуда и тражња девиза н утврђује се девизни курс. који је и под утицајем интервенционистичке политике националних монетарних власти. Међународни платни промет између домаћих резпдената и нерезпдената репрезентује основнцу за функционисање девпзног тржишта на коме се обавља куповина и продаја девиза у вези са увозом и извозом робе и услуга.

На девизном тржпшту све девнзне трансакције обављају брокери. који функционишу као посредници на девизном тржишту без могућности куповине и продаје девиза у своје име и за свој рачун. Исто тако, на девизном тржишту учествују и тзв. дилери. као посебни трговци девизама, који у овлашћеним банкама (као учесницама на девизном тржишту) обављају послове куповине и продаје.

На девизним берзама обављају се прометни и терминскн послови. Прометни послови практично обухватају сваку куповину и продају девиза која се обавља одмах или најкасније два дана од дана закључене купопродаје. с тим што централна банка може интервенисати онда када девизни курсеви осцилирају изнад или испод доње и горње границе интервентног курса. Термински послови. пак, рефл'ектују сваку куповину и продају девиза, али без интервенција централне банке у процесу формирања девизног курса (пошто на терминском девизном тржишту девизни курсеви могу флуктуирати у далеко већим распонима него на прометном девизном тржишту.[68]

Када се са галерије за посетиоце изблиза осмотри било која светска пијаца капитала (нпр. Токијска берза) доживљај уживо је доста импре сиван. На први поглед све је као у мравињаку и сви се на све стране журе. „Мување" почиње на знак звона када се активирају компјутери и када почињу да трепте семафори. Од тог тренутка, акције починију да падају или скачу. Једни продају, други купују. Једни губе, други добијају. На знак звона поново се све прекида. Пауза је ту да се обнови енергија. осмисли стратегија и сачини евиденција. И, опет све износа док се не заврши то друго полувреме берзанског дана.

На самој берзп све се чпни хаотично. У суштини је ипак све једноставно у берзанским правилима: реч је о непрестаној лицитацији. Берза је, у ствари, велика пијаца на којој се непрестано тргује посебном робом. која се зове вредносни папири. Реч је о акцијама и обвезницама са свим варијантама и подваријантама у зависности од тога ко их издаје. кад доспевају и шта све гарантују. На берзи су присутни купци и продавци, односно њихови овлашћени и стручни представници, берзански посредници — брокери. На клацкалици између понуде и тражње формира се цена. која расте или пада у зависности од тога када преовладају купци. а када продавци.[69]

Берза је кључна институција економског механизма која обезбеђује „глатко" финансирање владе (буџета) и корпорација. и која омогућава појединцима да свој новац уложе организовано и уносно са највећом вероватноћом. У крвотоку кључних, водећих берзи је капитал из целог света који „јури" вољне инвеститоре, који се опет највише интересују за акције

[68] П. Ивановић. Фјучерси, Економски факултет, Подгорица. 1996.
[69] J.C. Augros i P. Navatte, Bourse, Vuibeil, Paris. 1987.

корпорација из тзв. прве лиге. А та „прва лига” управо обавезује корпорације да послују јавно, што је од посебног значаја за бдлучивање инвеститора (као полуге у механизму „невидљиве руке” тржишног регулатора).

И сада када сваки појединац одлучи да своје паре уложи у акције (а не у банку), да би добио већу добит од дивиденде него од камате, треба да зна да, најпре, мора да оде у фирму која послује са „секјуритис” — берзанским папирима. Његова поруџбина се телефоном или компјутерском линијом доставља шалтеру фирме у берзанској дворани у којој се дотична поруџбина од стране „надлежног чиновника” преноси у једној од пет средишних „тезги” на којима се у ствари тргује. За том тезгом седи представник „саитори” фирме, који на посебном формулару усклађује налоге за продају и куповину. Посао се склапа тек онда када се изједначе бројке са леве и десне стране формулара, што значи да су се срели продавац који је понудио најнижу цену и купац који је лицитирао најбољу понуду.

Цео посао посматра берзански контролор. Када се ускладе бројке понуде и тражње одређене компаније трансакција је закључена. То се одмах региструје на посебној тастатури, и каналише у централни берзански компјутер. где инстант прерачунава тренутни курс одређених акција и показује на зидном семафору. Подаци о трансакцији у програму се „мељу” и служе за израчунавање укупног индекса берзанског промета — упросечених цена свих акција. А то се управо узима као главни индикатор „температуре” националне економије.

Када се то заврши. појединац, који је тежио да купи акцију, биће одмах обавештен о трансакцији. Платиће за три дана вредност акција и провизију брокеру. Акција не добија у руке. Акције остају у „неком” трезору. Појединац добија само потврду о власништву.

Сви послови. у крајњој инстанци, обављени су у неком „лудом” ритму, пошто је споразумевање рукама у берзанској дворани између брокера обављено утврђеним сигналима (отворена шака сигнализира продају, длан окренут лицу сигнализира куповину, компанија се идентификује посебним гестом, бројеви се шифрирају прстима). То је ипак најбржи метод комуникације иако се берзанска активност не може замислити без компјутерске терминологије.

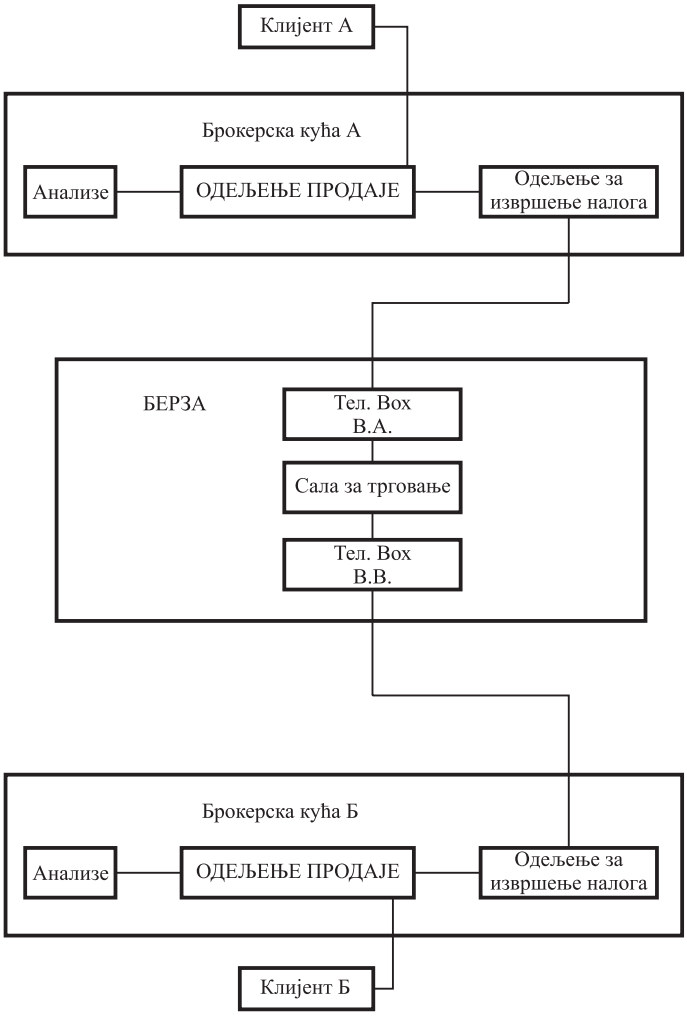
Изван берзанске „луде куће” обавља се, исто тако, трговина у посебним „тихим” Особама у којима доминирају компјутерски екрани. Напетост је једино приметна на лицима експерата који мотре сваку смену бројки и који реагују — што је брже могуће — на сваку промену. Иначе. сама берза је непрофитна организација коју су основале компаније које живе од посредовања у трговини акцијама.

Но. и берзе су подложне потресима. Познат нам је „црни понедељак” из 1987. год., па и „црни петак” из 1989. год., када је завладала општа паника међу берзанским актерима (дилерима и брокерима). Од тада па све до данашњих дана берзански послови нису се опоравили упркос најављеном оптимизму.

Паду расположења на тржиштима хартија од вредности, односно на берзама доприноси комбиновани страх од инфлације, скока каматних стопа и недостатка ликвидности који прати раст цена новца. Пољуљано поверење

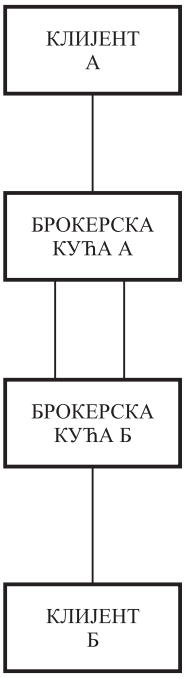
на берзама открива забрињавајући пад токијског индекса „Nikkei”, који је увек био „јак” индикатор за интерне кредите и извор поверења, када се ради о штедњи. Пад промета обвезница и акција на берзама услед успоравања кретања профита, америчких компанија и успоравања привредне активности одражава се већ и на укупан берзански индекс Val Strit–a — „Dow Jones”, нарочито после рецентнијих догађаја на тржишту тзв. Junk–bonds (обвезнице са изузетно високим ризиком), укључујући и „рат у заливу”.

На тржишту акција широм света доминирају оптимистичка мишљења у погледу изласка индустријски развијених земаља из економских потешкоћа. Подстицаји новом таласу тражње за деоницама фирми углавном потичу са Волстрита, будући да се очекује да Dau Yons индекс ускоро прескочи психолошку границу од 3.000 поена. Такво уверење наводи инвеститоре на куповине америчког долара, који бележи износа вишу вредност.



ТРГОВАЊЕ ПРЕКО БЕРЗЕ

ВАНБЕРЗАНСКО ТРГОВАЊЕ (OTC)



ПОСТУПАК БЕРЗАНСКОГ ТРГОВАЊА

Но, на тржишту акција приметан је скок француског SAS индекса и немачког DA индекса. Мањи пораст вредности индекса и акција у САД и Јапану резултат је тзв. програмских продаја (фјучерса). Ови фјучерси су врста финансијских инструмената који се било купују било продају унапред у циљу зарађивања на кретању индекса или осигурања позиција на тржишту акција.

На тржишту обвезница инвеститори очекују даљи пад камата и нови талас повећања тражње. А ако цена обвезница падне, очекује се ипак повећање текућег приноса.

На тржишту девиза већина инвеститора очекује да је долар на путу опоравка и да ће у будућности добијати у вредности нарочито према марки. швајцарском франку и јену.

Коначно. на тржишту сировина цена злата и насрте треба да остане на релативно стабилнијем нивоу од 367 долара по унци и 19.35 долара по барелу.

Берза је посебно организовано и стално место (тржиште). које је под надзором државе и на коме се сусрећу купци, продавци и мешетари у одређено време у вези са вредносним папирима, девизама, краткорочним кредитима,

трговинском робом и услугама. Другим речима. берза је аукцијско тржиште за продају и куповину вредносних папира, као што су обвезнице и деонице, односно берзе су организације које омогућавају инвеститорима куповину деоница и обвезница.[70] У САД се на берзама срактички тргује издатим вредносним папирима. Зато се берзе и номинују као секундарно тржиште (secondary market), које се разликује од примарног тржишта (primary market) на коме се нуде нови вредносни папири који се још нису потврдили на тржишту.

У САД се берзанско тржиште „сводИ" на New York Stock Exclange (NYSE) на коме се иначе иницијално јавља око 72% емитованих деоница, а ту је и American Stock Exchange (AMEX) са 18% деоница.

NYSE на Wall Street–у организована је као некорпоративно удружење непросритног карактера (nonprofit unincorporated assotiation). Берза не купује и не продаје вредносне папире, већ само омогућава индивидуалним члановима трговину са вредносним папирима.

У берзанском пословању се редовно појављују и брокери и дилери, који тргују на берзи, под условом да испуњавају строго прописане услове. Брокер је мешетар, односно особа (лице) која испуњава као агент све налоге за другога уз одређену провизију. Дилер је пак трговац. односно физичко и правно лице које послује у своје име и за свој рачун. На разлици између куповне и продајне цене дилер зарађује у форми добити.

У САД чланови NYSE су (1) мешетари који раде за провизију, (2) мешетари на паркету, (3) регистровани трговци, (4) специјалисти, (5) трговци који тргују распареним закључцима и (6) трговци који продају у блоку. Мешетари који раде за провизију јесу агенти за нечланове берзе са којима могу оснивати брокерске куће. Ови мешетари (Commission brokers) за свако испуњење налога од клијената наплаћују провизију са фиксном тарифом у зависности од количине новца укључене у налог. Мешетари на паркету (floor brokers) по правилу обављају послове и задатке за друге чланове берзе и за то наплаћују накнаду. Регистровани трговци (registered traders) су чланови берзе и као такви, они купују и продају деонице за свој рачун и у своју корист. Њихова активност значајно придоноси смањењу распона између понуђене и тражене цене акција.

Специјалисти. пак. представљају чланове берзе, који симултано делују н као дилери (мешетари) и као дилери (трговци); дакле и за другога и за свој рачун. Трговци који тргују распареним закључцима (Odd lot dealers) јесу фактички чланови берзе. који симултано и купују и продају вредносне папире од клијената (commission brokersa) у мањим количинама од 100 комада. Ови дилери не партиципирају у провизији који клијент плаћа свом брокеру. али зато зарађују на разлици између куповне цене од клијента и продајне цене брокеру. Најзад. лица која продају у блоку (Block positioners) јесу чланови берзе. који се јављају током 70–тих година. Блок посницонери послују са количинама у којима вредноснн папир има тржишну вредност од најмање 200.000 УСД.

[70] В. Горенц, Организација берзе, Финансијска пракса 8—10/89. ст. 413.

На берзама се обавља процес котираља и нотирања. Котирање (илп котација) је способност вредносног папира да се појави у берзанској трговини. У континенталном моделу (франкфуртскн), пропуштање вредносних папира кроз берзанско пословање задатак је посебног тела на самој берзи (Zulassungsselle).[71] које одлучује о вредносиим папирима који ће бити пуштени у берзански промет. Сампоступак котирања почиње на захтев једног од кредитних завода заступаних на барзи. Сада је Zulassungsstelle надлежна (1) да тражи подношење исправа које чине подлогу за вредносне папире, које ће се емитовати и да те исправе испита. (2) да се стара да јавност буде информисана о околностима за оцену вредносних папира који се препуштају службеној берзанској трговини и (3) да не пропусти емисију. Минимални обим који се пропушта службеној берзанској трговини, по горњем моделу износи 500.000 ДЕМ по папиру. На примарном тржишту се емитују вредносни папири, док се на секундарном тржишту, тј. берзи вредносни папири сматрају предметом берзанске трговине. У том контексту, Zullassungsstelle објављује пропуштање вредносних папира службеној берзанској трговини афиширањем у просторијама берзе и у службеној курсној листи.

Нотирање је бележење курса вредносних папира на берзанском састанку сваког берзанског дана. То је тзв. дневна берзанска нотацнја. У пређашњем франкфуртском моделу нотирање је поверено посебној групи макмлера (тзв. течајни маклери). То је тзв. службено утврђивање берзанских курсева. За сваку акцију (која се нотира на берзи) сваког дана се утврђује тзв. јединични курс (течај). „Течајни маклер одређује као течај онај код којега се постиже највећи промет, дакле, где се понуда и тражња поклапају, али и остварује највећи промет. Течајеви које саопшти течајни макмлер појављују се у електронском уређају берзе и ТВ — уређају, а касније и у службеној течајној листи берзе, која се појављује у 17,00 сати.” Курсни маклери сваког дана предају нотиране курсеве продајној централни за објављивање у банкама и за укључивање у систем светског берзанског извештавања и за преношење курсева на мониторе у берзанској згради.

По обиму пословања Лондонска берза заузима високо треће место одмах иза Њујоршке и Токијске берзе, будући да се на њој службено котирају готово 10.000 вредносних папира. Ту је развијена и трговина државних обвезница, које чине 30% номиналне вредности свих вредносних папира који котирају и око 50% тржишне вредности берзанских трансакција.[72]

Чланови Лондонске берзе деле се на брокере и jobbere. Брокеру одлази сваки инвеститор или штедиша који преферира да уложи новац у вредносне папире. Тај налог брокер преноси jobberu, који на разлици између куповне и продајне цене врдносног папира (spread) оствварује зараду у виду turn–a (добит на курсу). Jobberi не остварују провизију, јер провизија у виду тзв. мешетарине (brokerage) припада једино брокеру. У том послу. сваки jobber прати „систем обрачуна” на основу кога се сакупљају сви налози за куповину и продају на обрачун. То пак омогућава jobberu да „венча” (споји) купце и

[71] Ж. Мркушић и А. Петриш–Мркушић. Бурзовно пословање, Информатор,Загреб. 1990. ст. 23–24.

[72] Др М. Ханжековић, Вриједносни папири и њихово тржиште, Институт за јавне финансије, Загреб, 1990. ст. 55–56.

продавце истих вредносних папира, али без присуства тзв. промптних послова са непосредним плаћањем и исправком (тзв. cash послови). Исто тако. систем обрачуна омогућава jobberu да прима odd–Iot, тј. налоге за мањи број вредносних папира него што је број прописан за сваки налог.

Основни предуслов за котирање на берзи (за папире који се већ котирају и за нове емисије) јесте сам чин подношења полугодишњих извештаја и објављивања завршног рачуна у циљу детаљног информисања постојећих деоничара и будућих инвеститора о садашњем пословању и о изгледима у будућности. „Нови деоничарски капитал компаније, чије деонице већ котирају на берзи, мора се прикупити понудом права опције (right) постојећим деоничарпма, у пропорцији са бројем деоница које већ поседују. Капитализацијске емисије (capitalisation issues) деоница, које су потпуно исплаћене из резерви компаније, распоређују се пропорционално међу постојеће деоничаре.”

Једино се на Париској берзи котирање вредносних папира обавља на три начина котирања, и то: (1) извикивањем (la cree), (2) опозицијом или конфронтацијом (p’ar oppositions) и (3) путем кутије (par casiers). Сви вредносни папири, који се котирају, обично су разврстани у десет група, у циљу утврђивања курса. За једну групу вредносних папира курс се утврђује опозицијом (конфронтацијом). За две групе вредносних папира курс се утврђује путем кутије (претинац, фах). За седам група вредносних папира курс се утврђује извикивањем.

У сваком процесу купопродаје вредносних папира плаћа се тзв. берзански порез у износу од 0,75–6 промила. Једино је купопродаја француских ренти ослобођена плаћања пореза. Порез на доходак се плаћа на дивиденде. Порески обвезник има могућност да од примљене дивнденде одбије 50% пореских обавеза. Камата на обвезнице се не опорезује. али само до одређеног износа. Изнад тог „одређеног износа” плаћа се порез по пропорционалној стопи.

Данашње модерне берзе се јављају крајем 18. века. „Сада постоје берзе хартија од вредности (ефектне берзе) које су тржиште дугорочног капитала, девизне берзе, новчане берзе, које су тржиште краткорочних кредита, робне (продуктне) берзе и берзе услуга на којима се склапају послови осигурања и изнајмљивања бродског простора. Основни предмет пословања на есректној берзи јесу разне врсте прворазредних хартија од вредности као што су: акције акционарских друштава. индустријске и државне обвезнице. инвестмент цертификати, као и друге хартије које се лако могу продати на берзанском тржишту. а које су статутом берзе или другим јавним актом уврштене у лиситу хартија од вредности којима се може трговати на берзи. Финансијско тржиште које перфектно функционише на ефектној берзи омогућује појединцима и корпорацијама да врло брзо промече структуру својих инвестиционих портфеља и да се без потреба у случају потребе претворе из штедише у зајмотражиоца. На тај начин врши се рационална алокација ресурса. односно усмеравање расположивих финансијских средстава у инвестиционе пројекте који су најпродуктивнији и најрентабилнији. На ефектним берзама могу се

закључивати промптни (каса–ефективни) или термински послови. У првом случају долази до стварне реализације куповине и продаје хартија од вредности. а реализација посла врши се у року од два дана од дана закљученог посла. Ипак. главни посао на ефективннм берзама је термински посао. који од самог почетка рада ових врста берзи до данас остаје главни носилац берзанских шпекулација хартијама од вредности и финансијским капиталом. Ни у нашој земљи берза као институција није непозната. Прва берза је основана у Београду (1886), Загребачка берза је основана 1919, а Љубљанска 1924. године. После другог светског рата једина берза у Југославији (до недавно) била је Продуктна берза у Новом Саду која је основана 1954. године."[73]

Берза је стално место трговања по строго утврђеним узансама и правилима за „робу" која није присутна на берзанској сцени. Базична срункција берзе је да осигура стабилност тржишта без обзира да ли се ради о ефективној берзи (берза вредносних папира, као тржиште дугорочног капитала, новчане берзе, као тржиште краткорочних средстава и девизне берзе) или о продуктивној берзи (робне берзе или тржишта одређених производа) или берзи услуга (тржиште послова осигурања и изнајмљивања бродског простора). Берзе вредносних папира јесу организације приватног власништва у САД, Јапану, В. Британији, Канади и Аустралији, али са јаким државним надзором и јавном контролом. Берзе у Немачкој. Француској, Италији и Швајцарској су јавне установе.

Пословање берзе обавља се у тзв. главној дворани, која се зове пит или ринг (енглески термин), односно parquet или corbeille (француски термин), и са строго утврђеном сатницом. У тој дворани тргује се вредносним папирима који се по прописима берзе могу котирати. У САД чак постоји закон у форми тзв. СЕЦ–а који је прописао маржу (маргин) као основни услов за трговање вредносним папирима. Ову прописану маржу мора сваки налогодавац да плати код мешетара, односно брокера упоредо са давањем налога за куповину или продају вредносних папира. Маржу прописује емисиона устава САД. посредством које утиче на обим и стабилност пословања берзе. На берзи се појављује одређени најмањи број вредносних папира, али са „вишеструком количином тог најмањег броја". У правилу, то је лат. као јединица закључка, који репрезентује пакет са 100 комада папира. Брокери који су спремни да преузму налоге са мањим бројем вредносних папира јесу odd–lot dealers–ix.

Купопродаја вредносних папира се обавља на три начпна, и то: (1) путем директне купопродаје између купаца и продаваца хартија од вредности. (2) путем берзе вредносних папира (тзв. берза ефеката) и (3) путем купопродаја вредносних папира на шалтеру (over–the–counter market). На берзи се првенствено тргује акцијама (деоницама). док се на тржишту преко шалтера највише тргује обвезницама. На тзв. неслужбеним тржиштима тргује се вредносним папирима који нису испунили врло оштре услове берзе. Зато је ово тржиште и смештено у споредним просторијама и ходницима берзе.

---

[73] Мр Д. Милојевић, Хартије од вредности и финансијско тржиште, Књиговодство 8–9/90, ст. 149.

Обављену купопродају вредносних папира на берзи прати политика објављивања курсева. као важних показатеља стања и кретања у привреди. У САД је познат DOW–Jonesov индекс, који свакодиевно објављује Wall Street Journal. како би купци и продавци пратили информације о привредном полету или слабљењу коњунктуре. „Америчка берза и лондонска берза објављују читав низ података о сваком вредносном папиру као што су нпр. дневни курс, најнижи и највиши курс последњих 12 месеци. обим промета. висину дивиденди. највиши и најнижи курс. те разлику у курсу од претходног дана.”[74] Пор... ...две ознаке, и то: P/E — price eaming ratio и Yield, Yld — зарада. „P/E показује колико је пута већа берзанска вредност или цена (market value) деонице у односу на остварену профит друштва у одређеном раздобљу. Добија се тако да се цена деонице подели са зарадом по деоници. Зарада (Yld) се израчунава у проценту од номиналне цене деонице.”[75] Објављивање (берзанска вредност акција и зарада) „изнудило” је сарадњу и споразумевање међу берзама на националном и међународном нивоу. У том смислу је ЕЗ образовала берзанску комисију која је своје активности већ усмерила у правцу уједначавања стопе пореза на берзанске трансакције које се крећу од 0,10% у Италији и Шпанији до 1,0% у Данској и Ирској.

На свим берзама све берзанске послове могу обављати само чланови берзе, којом управљају скупштина, управни одбор и директор (председник) са мањом или већом контролом одређеног државног,органа. Берзанске послове склапају бројни берзански посредници, мешетари (брокери, макмлери или сензали, courtieri, енглески, немачки и француски посредници). На америчким и британским берзама послови се не склапају непосредно између брокера. Брокери се, међутим, обраћају берзанским трговцима или специјалистима, као што су дилери у САД и jobberi у В. Британији. Брокери међусобно склапају послове у своје име и за туђ рачун. Као посредници у купопродаји вредносних папира делимично кредитирају своје клијенте преко својих рачуна на тзв. обрачунском месту (Clearing House) при свакој берзи.

Берзански послови се по правилу склапају за готово (тзв. cash), промптно и термински. Код берзанских послова за cash све се обавља (и обрачун и испорука) истог дана. Код промптних послова обрачун и испорука се обављају за 4 дана. Код терминских послова обрачун и испорука се обављају у периоду од 1 — 6 месеци. Код ових послова плаћање се одлаже за каснији период уз ризик у зависности од повећања или пада курса. И купац и продавац у том шпекулативном послу. плаћају премије као надокнаду за одустајање од склопљеног посла. „Код репорта и депорта купац, односно продавац, ако се њихова очекивања нису испунила, могу вредносне папире на дневном течају продати банци или брокеру. с тим да они, након одређеног рока, уз исту цену увећану за одређенн износ (репорт, депорт) натраг продају те папире... Contango је износ камате што га спекулант на пораст течаја (bull) плаћа да би се испорука односно плаћање одложило на касннји рок. Beckwardation је износ камата што га спекулант на пад течаја (bear) плаћа да бн се нспорука.

[74] Др М. Ханжековић. Вриједносни папири и њихово тржиште, Институт за јавне финансије. Загреб. 1990. ст. 30.

[75] Ибидем. стр. 30.

односно плаћање одложило на каснији рок."[76] Код терминских послова важну улогу играју тзв. очекивања. тј. да ли се антиципира раст или пад курса на берзама: пословање a la baise или пословање a la hausse. Купци који очекују пад берзанског курса називају се baisseistruma (bears — медведи). Купци који пак очекују раст берзанског курса називају се hausseistruma (bulls — бикови). Но, за купце вредносних папира је ипак важна каматна стопа пословног банкарства, јер сваки штедшна. пре него што уложи своје уштеде, компарира могућности. Виши ниво добити. коју носе вредносни папири, у односу на ниво банкарске каматне стопе јесу рационалан индикатор за сваког улагача.

Тржишна цена деонице се, због тога, често разликује од њене номиналне цене, будући да на тржишну цену делују номинална цена деоница (акција). каматна стопа банака на штедне депозите и стопа дивиденде:

$$P = N \cdot \frac{D}{Z}$$

где су: P — тржишна вредност, N — номинална цена, D — стопа дивиденде, r — каматна стопа.

За разлику од тржишне вредности деоница, на тржишну вредност обвезница снажно делује каматна стопа. Због тога, обвезнице неминовно вуку већу камату од банкарске камате на штедне депозите:

$$P = I\frac{(1+k)^t - 1}{(1+k)^t \cdot k} + N\frac{1}{(1+k)^t}$$

где су: P — тржишна цена обвезница, I — годишњи износ камата које носи свака обвезница, k — каматна сотпа банке на штедне депозите, t – рок доспећа обвезнице (време).

У том контексту, важно је поменути и овлашћења (Warants) и права (rights), као посебне облике вредносних папира кји су везани за емисију нових акција. Варанти обично нису ни кредитни ни власнички, пошто се јављају у тренутку када фирма, издавањем нових акција. повећава акционарску главницу, а старом акционару даје право да купи акцију по одређеној цени (која није висока) до одређеног дана, која аутоматски постаје предмет трговрше на берзи. Попут Warrants–a, и Rights омогућава право старом акционару да у одређеном обиму према броју акција, које већ поседује, купи нову акцију, уз нижу цену од тржишне цене.

Но, без обзира о каквим се вредносним папирима ради, Investment трустови и Hollding компаније представљају најважнија предузећа која се баве куповином и продајом вредносних папира, нарочито за тзв. мале штедише који „плаћају" одговор на питање да ли уложити новац у обвезнице или инвестирати у акције. Investment trusts су организовани као open–end funds, који може издавати своје деонице на бази уплата деоничара. Инвестициони трустови купују различите вредносне папире, а својим уписницима издају

[76] Исто. ст. 33.

своје деонице на које исплаћују дивиденде из добити стечене од камата и дивиденди од обвезница и деоница у свом портфељу.

Hollding компаније пак имају за циљ да управљају друштвима која имају деонице у свом портфељу и да учествују у расподели њихове добити. Холдинг компаније, стога, набављају пакете деоница одређених деоничарских друштава, а организоване су — на хорнзонталној или вертикалној основи — као акционарска друштва, или друштва са ограниченом одговорношћу. Концентрација капитала у холдинг компанијама омогућава члановима холдинга добијање финансијских средстава под повољнијим условима.

Берзанскн нндексм (Stock exchange indexei) репрезентују просек цена хартија од вредности у односу на базичну тржишну вредност, као репер за суптилне анализе срункционисања берзе. „Три су главна срактора по којима се берзански индекси разликују међусобно: по бројчаној заступљености деоница које индекс представља, по релативној тежини која се даје деоницама и по коришћеној методи упросечавања".[77]

	SAP 500	NYSE Composite	VLA	DJIA	NASDAQ COMPOSITE
Релативни значај	UTV	UTV	RZ	TCD	UTV
Метод упросечавања	A	A	Г	A	A
Базна година	1941–43.	1965.	1961.	h/a	1971.
Вредност пндикатора у базној годнни	10	500	100	h/a	100
Број деоница у индикатору	500	1520a	1700a	30	3500a
Тржишта на којима се деонпцама тргује	NYSE	AMEX отс	NYSE	NYSE AMEX	отс CANADIAN

н/а — подаци нису расположиви
UTV = укупна тржишна вредност
TCD = тржишна цена по деоници
A = аритметички
G = геометријски
a = апроксимативно RZ = равноправан значај

Извор: Берзански појмовник, ст. 27.

У теорији и пракси познати су следећи берзански индекси: (1) Dow Jones index, (2) Nyse, (3) NASDAQ, (4) Standard & Poor's Average, (5) AMEX, (6) DAX и (7) Topix.

Dow jones index рефлектује кретање цена акција у Њујоршкој берзи. Као најстарији индекс у САД израчунава се за индустрију, железницу и комуналне услуге. DJIA (Dow Jones Industrial Average) обично се израчунава сумирањем тржишне цене свих 30 акција и делењем са 30. Но, компаније које разводњавају акције (stock split) и компаније које издају дивиденде кроз акције (stock dividend) изнудиле су одређена побољшања у израчунавању DJIA. „Један начин прилагођавања је да се бројилац експлицитно прилагоди мултипликовањем цена акција са коефицијентом распарчавања (код акцијаа где је распарчавање извршено). Други начин је да се прилагоди именилац тако да када се збирна цена акција по распарчању подели са прилагођеним делиоцем. вредност индекса остаје непромењена. Овај други метод се

[77] Група аутора. Берзански појмовник. Берза. новембар 1992. ст. 27.

примењује за израчунавање DJIA. У тренуцима када се одређена компанија, чпје су деонице укључене у DJIA, одлучи за разводњавање акција, њихов релативни значај у DJIA опада, а релативни значај осталих се повећава"[78]

NYSE јесте индекс, који користи Њујоршка берза од 1966. год., када почиње да издаје сопствени индекс, који се базира на укупној тржишној вредности. NYSE носи вредност базног индекса 50, који је израчунат према базној 1965. години. Иначе. NYSE инкорпорира све акције које се котирају на Њујоршкој берзи.

NASDAQ (Nationa! Association of security Dealers) у САД је од 1971 год. отпочела да користи аутоматски систем за котирање. Тиме се желело доћи до утврђивања тржпшних вредности шгдекса за акције тржиштима преко шалтера (ОТЦ). Овде је базни индекс 100, док је базни период фебруар 1971. год.

Standard & Poor's Average (просек) служи за одређивање рејтпнга акција и обвезница. које обавља корпорација Стандард & Poor. Ова рејтинг агенција публикује већи број индекса са укључивањем већег репрезентативнијег броја акција и са праћењем промена, укупне тржишне вредности компаније. Укупна тржишна вредност свих укључених акцпја обрачунава се према базном перподу (просечна вредност за 1941–43. год.). Укупна тржншна вредност свих компанија рачуна се за одређени будући период. Ова вредност се дели са вредношћу базног периода. Тако се долази до тзв. релативне цене која се множи са индексом који износи 10.

AMEX јесте индекс тржишне вредностн. који срунгпра на америчкој берзи. Овај индекс је врло близак DJIA индексу. Ои, заправо. експлицира кретања на тржишту за 20 најрепрезентативнијих индустријских деоница (glue chip).

DAX представља индекс кретања цена акција, који укључује 30 најрепрезентативнијих акција на Франкфуртској берзи. Корпорације чије су деонице практично укључене у DAX–у одсликавају капитал обичних. повлашћених и нових акција на берзи. Вредност базног индекса износи 1000 за 1987. годину као базну годину.[79]

TOP1X. коначно. репрезентује композитни индекс свих обичних акција, које се појављују на Токијској берзи још од јула 1969. год. у првој секцији берзе. Основна тржишна вредност се обично користи као бројилац у израчунавању индекса. Текућа агрегатна тржишна вредност у истом рачуну се користи као именилац. Добијени количник сада се множи са 100, што представља вредност индекса за базни период.

---

[78] Група аутора. Берзански појмовник. Берза. новембар. 1992. ст. 28.

[79] Б. Ћосић. Б. Јоргић и Д. Пуљић. Берза хартија од вредности и берзанско пословање. Југословенско тржиште капитала, Београд. 1991. ст. 23–27.

12. БЕРЗЕ, БЕРЗАНСКО ПОСЛОВАЊЕ И БЕРЗАНСКИ ПОСРЕДНИЦИ[80]

На берзи се тргује жиралним новцем, меницом, чеком, акцијама и другим хартијама од вредности, девизним капиталом, златом и другим племенитим металима, робом и финансијским дериватима, тј. тржишним материјалом.

Под жиралним новцем подразумевају се слободна средства на жиро рачуну која се користе за трговину на берзн и ван берзе.

Под капиталом подразумевају се новчана средства чија ‘је потрошња одложена на рок дужи од једне године и којим се тргује на берзи и ван берзе.

Берзански посредници су банке, Поштанска штедионица и осигуравајућа друштва, који добијају сагласност од Народне банке за обављање трговине, инвестициони фондови и други берзански посредници брокерског и дилерског начина трговине, који се оснивају у складу са овим законом.

Под другим берзанским посредницима брокерског и дилерског начина трговине подразумевају се:

1. финансијски посредници који обављају откуп, есконт и реесконт банкарских и трговинских акцепата (меницај или их држе до доспелости (есконтне фирме):
2. финансијски посредници који обављају откуп, ломбард и реломбард хартија од вредности или дају кредите на основу залога хартије од вредности, злата. других племенитих метала, робе ускладиштене у једном складишту. робе на путу по консоманима и сл. (ломбардне фирме);
3. финансијски посредници који обављају послове безготовинског и клирнншког платног промета (жирофирме):
4. финансијски посредницн који одобравају кредите на основу заложеннх покретних ствари (заложни завод, залагаонице);
5. финансијски посредници који. уз наплату провизије. обављају купопродају девиза, валута или златног новца на основу овлашћења државног органа надлежног за промет тих вредности (мењачнице);
6. финансијски посредници који су специјализовани за откуп укупне емисије хартија од вредности (откупне фирме);
7. финансијски или робни посредници у трговини тржишним материјалом (брокерско–дилерске фирме).

[80] Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима. Сл. лист СРЈ. бр. 90/94.

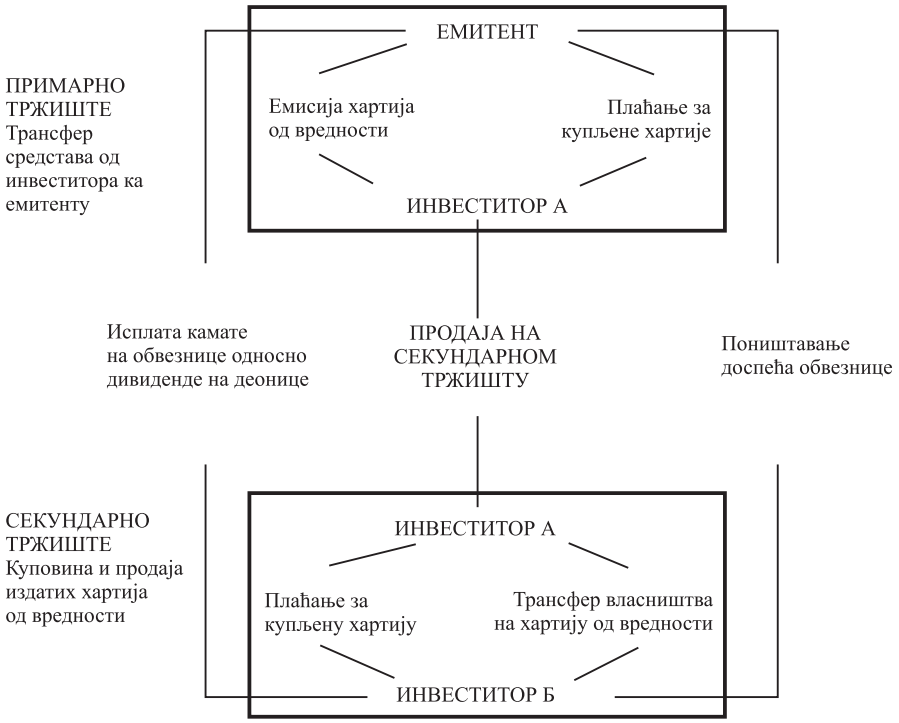
Тржишни материјалом може се трговати на берзи (берзанска трговина) и ван берзе (ванберзанска трговина).

Ванберзанска трговина може бити регулисана и слободна. Берза је дужна да у свом пословању обезбеди:

1. законито обављање трговине на берзи;
2. заштиту интереса учесника на берзи;
3. поштовање правила и стандарда берзе који се односи на понашање учесника на берзи;
4. информације за јавност о свим чињеницама значајним за рад берзе.

I. Берза се може основати као финансијска берза и као робна берза. Ако се тргује једном врстом тржишног материјала — оснива се спе цијализована берза, а ако се тргује са више врста тржишних материјала – оснива се мешовита берза.

ПРИМАРНО И СЕКУНДАРНО ТРЖИШТЕ



На мешовитој берзи трговина се обавља у посебним организационим деловима организованим према врсти тржишног материјала који немају својство правног лица.

Берза се оснива као акционарско друштво, у складу са савезним законом којим се уређује оснивање и пословање предузећа, ако овим законом није друкчије одређено.

Финансијску берзу могу основати банка, Поштанска штедионица, осигуравајуће друштво, савезна држава и република чланица.

Страна банка може бити оснивач финансијске берзе под условима узајамности.

Робну берзу могу основати правна лица која су регистрована за послове производње и промета робе, савезна држава и република чланица.

Страно правно лице може бити оснивач робне берзе под условима узајамности.

Берзу може основати најмање осам оснивача.

Оснивачи берзе дужни су да обезбеде:

1. минимални износ новчаног дела основног капитала прописаног овим законом и одговарајући пословни простор;
2. дозволу за оснивање берзе;
3. кадровску, техничку и организациону оспособљеност за обавља ње берзанског пословања.

Одговарајући пословни простор обезбеђује се преносом права својине на пословне просторије или уступањем коришћења пословног простора који је оснивач закупио на период од најмање десет година.

Под кадровском оспособљеношћу берзе подразумева се да берза располаже високостручним кадровима, од којих су најмање три берзанска брокера с положеним стручним испитом, у складу са овим законом.

Под техничком оспособљеношћу берзе подразумева се да берза поседује развијени инсрормациони, компјутерски и комуникациони систем за берзанску електронску трговину и извршавање обрачунских трансакција по пословима закљученим на берзи.

Под организационом оспособљеношћу берзе подразумева се постојање организацпоних делова за ефикасно и јединствено обављање послова на берзи.

Уговором о оснивању берзе утврђују се нарочито:

1. назив и седиште берзе;
2. назив и седиште оснивача берзе;
3. имовина основног капитала берзе изражена у новцу. односно стварима и правима са укупним бројем нздатих акција:
4. појединачни улог сваког оснивача у имовини берзе. са бројем њихових акција;
5. рок до кога су осннвачи дужни да уплате новчана средства. односно пренесу права на стварима. односно друга права у имовину берзе;
6. предмет пословања берзе;
7. права, обавезе и одговорности оснивача за рад берзе;
8. друга питања значајна за оснивање и рад берзе.

Захтев за издавање дозволе за оснивање берзе оснивачи берзе подносе надлежном савезном органу.

Уз захтев за оснивање берзе подноси се уговор о оснивању.

Савезни орган надлежан за издавање дозволе за оснивање берзе оцењује оправданост и сврсисходност оснивања берзе са аспекта развоја и унапређења финансијског и робног тржишта, конкуренције и економске политике земље.

Савезни орган надлежан за издавање дозволе за оснивање берзе дужан је да. у року од 60 дана од дана подношења захтева, донесе решење о издавању дозволе за оснивање берзе, односно решење о одбијању захтева.

Оснивачи берзе не могу одржати оснивачку скупштину пре пријема решења.

На оснивачкој скупштини, двотрећинском већином гласова својих оснивача, доносе се статут и правила берзе и бирају органи берзе.

За директора берзе може се именовати лице које је радило на привредним. банкарским и финансијским пословима и које није осуђивано на казну затвора за неко од кривичних дела против привреде или службене дужности.

По добијању дозволе за оснивање, оснивачи берзе подносе издавање дозвола за рад берзе.

Уз захтев оснивачи берзе подносе:

1. дозволу за оснивање;
2. уговор о оснивању;
3. статут берзе;
4. правила берзе;
5. доказе да су испуњене обавезе из уговора о оснивању. Дозволу за рад финансијске берзе на којој се тргује жиралним новцем, меницом, чеком, девизама, краткорочним хартијама од вредности, златом и другим племенитим металима издаје Народна банка Југославије.

Дозволу за рад финансијске берзе на којој се тргује капиталом, акцијама, дугорочним хартијама од вредности, финансијским дериватима издаје савезни орган, односпо организација надлежна за организовано тржиште хартија од вредности (у даљем тексту: савезни органи).

Дозволу за рад робне берзе издаје савезни орган надлежан за издавање дозволе на оснивање берзе.

Ако се оснива мешовита берза, акционари су дужни да обезбеде дозволе за рад органа. Орган који је издао дозволу за рад берзе дужан је да у року од 60 дана од дана подношења захтева, донесе решење о издавању дозволе за рад берзе. односно решење о одбијању захтева.

Орган који је издао дозволу за рад берзе води регистар решења о издатим дозволама за рад.

Статутом берзе утврђује се нарочито:

1. назив и седиште берзе:
2. предмет, организација и начин пословања берзе;
3. начин доношења аката берзе;

4. састав, начин избора и надлежност органа управљања и руковођења берзом и услови и критеријуми за именовање директора берзе;
5. састав, начин избора и надлежност других органа које берза образује;
6. услови за стицање чланства на берзи и права и обавезе чланова берзе;
7. услови, критеријуми и документација за пријем појединих учесника на берзи и њихова права и обавезе;
8. разлози због којих се појединим учесницима на берзи забрањује присуство на берзи;
9. начин одржавања берзанских састанака;
10. начин вршења контроле коју спроводи берза по пословима зак љученим на берзи;
11. начин решавања спорова међу акционарима, члановима и учесницима на берзи;
12. начин објављивања правила берзе и других акатат берзе и инсрормације о раду берзе:
13. начин спречавања злоупотребе инсрормација које нису доступне свим учесницима на берзи (инсајдер правила);
14. начин спречавања злоупотребе и неизвршавања преузетих обавеза (реално обезбеђење);
15. друга питања значајна за рад берзе.

Правилима берзе утврђују се нарочито:

1. врсте послова и услови и начин њиховог обављања;
2. услови које морају да испуне учесници у трговини на берзи;
3. којим се тржишним материјалом и под којим условима тргује на берзи;
4. начин утврђивања и објављивања каматних стопа, курса, односно цена за тржишне материјале којима се тргује на берзи;
5. начин и услови за извршење обавеза из посла закљученог између учесника на берзи;
6. начин обављања обрачунских трансакција за извршење послова закључених на берзи;
7. внсина и начин утврђивања и обрачунавања годишње чланарине и других накнада;
8. услови под којима берза обуставља трговину да би се избегло шпекулативно кретање каматних стопа. курса. односно цена тржишног материјала на берзи:
9. начин вођења јединствене евиденције о обављању трговине;
10. начин организовања јединственог информационог система. Берза стиче својство правног лица уписом у судски регистар. Пријава за упис у судски регистар подноси се у року од 30 дана од дана пријема решења о издавању дозволе за рад.

Уз пријаву за упис у судски регистар подноси се:

1. уговор о оснивању берзе;
2. дозвола за оснивање;
3. дозвола за рад;
4. статут берзе;
5. правила берзе;
6. друге исправе, у складу с прописима о упису у судски регистар. Правно лице које није основано као берза, у складу с овим законом, не може се уписати у судски регистар као берза и не може користити назив берзе.

Берза је дужна да у року од 15 дана од дана уписа у судски регистар достави извод из уписа у судски регистар органу који је издао дозволу за рад берзе.

Берза је дужна да од органа који је издао дозволу за рад берзе затражи сагласност на:

1. одлуку о именовању директора берзе;
2. измену уговора о оснивању, статута и правила берзе;
3. одлуку о статусним променама берзе.

Орган који је издао дозволу за рад берзе дужан је да у року од 30 дана од дана подношења захтева одлучи о захтеву.

Берза је дужна да, у року од пет дана од дана уписа промене у судски регистар, достави органу који је издао дозволу за рад берзе податке који се односе на упис промене у судски регистар.

Имовину берзе, коју обезбеђују оснивачи, односно акционари берзе чине средства у новчаном (новчани део капитала) и неновчаном облику (зграде, опрема и друга средства која су у срункцији пословања берзе).

При оснивању берзе новчани део капитала не може бити мањи од 500.000 нових динара.

Акције по основу улога акционара гласе на име и могу се преносити само акционарима берзе, а уз сагласност најмање две трећине акционара берзе и другим лицима предвиђених законом.

Ове акције не доносе акционарима дивиденду, а остварена добит користи се за унапређење берзанског пословања.

Улог акционара у новцу, односно стварима и правима може се вратити акционарима берзе само у случају престанка рада берзе, по измирењу обавезе берзе.

За своје обавезе берза одговара својом имовином.

Органи берзе су скупштина, управни одбор, надзорни одбор и директор.

Берза може образовати и друге органе. у складу са статутом берзе.

Одредбе савезног закона којима се уређује оснивање и пословање предузећа о конституисању и надлежности скупштине, управног одбора. надзорног одбора и директора у акционарском друштву односе се и на органе.

Ради решавања спорова између учесника на берзи по пословима закљученим на берзи берза образује арбитражу.

Решење арбитраже је коначно.

Арбитража берзе има најмање три члана, које именује скупштина берзе.

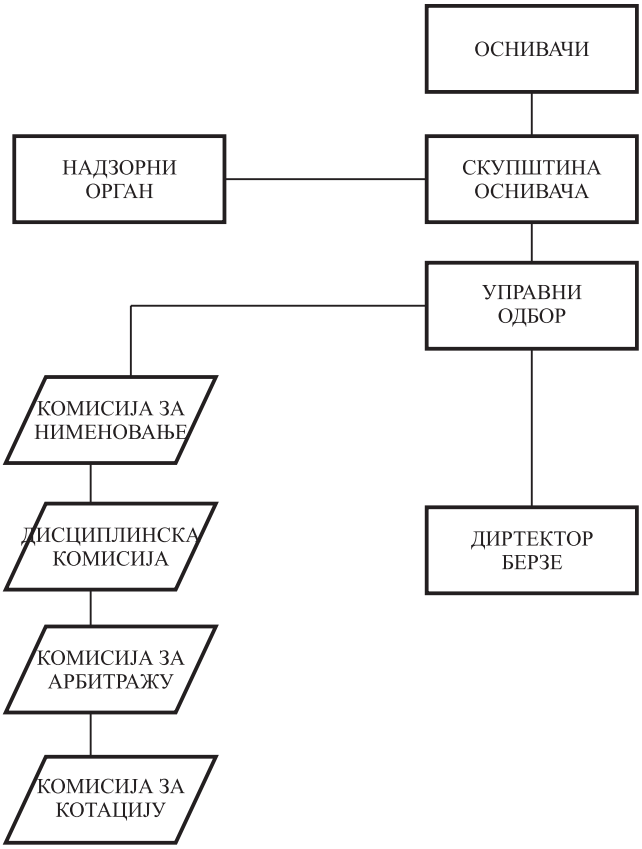
Чланови управног и надзорног одбора и директор берзе пе могу бити чланови арбитраже.

Финансијска берза на којој се тргује акцијама и дугорочним хартијама од вредности образује комисију за котацију есреката, чије чланове именује управни одбор берзе.

Комисија за котацију есреката разматра захтеве емитента и доноси решење о котирању акција и дугорочних хартија од вредности на финансијској берзи.

Уз захтев емитент прилаже решење савезног органа о давању одобрења за емисију. Решење ове комисије за котацију есреката доноси се у року од пет дана од дана подношења захтева.

ОРГАНИЗАЦИЈА БЕОГРАДСКЕ БЕРЗЕ



Услови, поступак и начин котирања акција и дугорочних хартија од вредности на финансијској берзи утврђује се посебним правилником о котацији ефеката.

Правилник доноси управни одбор берзе, уз сагласност савезног органа.

Члан берзе може бити само правно лице које је регистровано као берзански посредник и које испуњава услове утврђене статутом берзе.

Изузетно члан финансијске берзе може бити банка, Поштанска штедионица и осигуравајуће друштво, који добијају сагласност Народне банке Југославије за обављање берзанске трговине.

Одлуку о стицању и губљењу својства члана берзе доноси управни одбор берзе.

Одлука се оглашава на берзанској табли.

Члан берзе има право да из реда лица запослених на неодређено време именује лице овлашћено за берзанску и ванберзанску трговину.

Члан берзе има право коришћења слободногберзанског простора и расположиве берзанске опреме.

Члан берзе плаћа берзи годишњу чланарину.

На закључене послове на берзи члан берзе плаћа брокерску провизију (куртажу).

Чланарина и куртажа плаћају се на начин и под условима утврђеним правилима берзе.

Члан берзе дужан је да савесно обавља послове по основу берзанске и ванберзанске трговине, да се придржава правила и других аката берзе и да не злоупотребљава информације које нису доступне свим учесницима на берзи.

Учесницима на берзи, у смислу овог закона, сматрају се:

1. лица запослена на неодређено време на берзи овлашћена за учешће у берзанској трговини (брокери берзе);
2. лица која су чланови берзе овластили за берзанску и ванберзанску трговину (брокери чланови берзе);
3. лнца која су берзански посредници овластили само за ванберзанску трговину (независни брокери);
4. лица запослена на неодређено време на берзи овлашћена за контролу трговине на берзи (берзански контролори);
5. посетиоци берзе (лица и друга лица која имају дозволу за присуство на берзи).

Лица стичу статус учесника на берзи добијањем дозволе управног одбора за трговину или за присуство на берзн на основу писменог захтева.

Уз захтев за добијање дозволе за трговину подноси се документација прописана статутом берзе и друга документација из које се може сагледати да лице предложено за брокера:

1. има пословну способност;

2. није осуђивано за кривична дела против имовине. за фалсифико вање новца, хартија од вредности, печата и докумената и за утају пореза.

У дозволи за трговину морају бити изричито наведена овлашћења за обављање појединих облика трговине.

Уз захтев за издавање дозволе за трговину брокеру члана берзе. члан берзе прилаже:

1. одлуку којом именује брокера који ће у његово име и за његов рачун трговати на берзи:
2. неопозиву изјаву да брокер све обавезе које предузима прихвата као своје;
3. доказ да брокер поседује потребну пословну поузданост н стручну способност за обављање берзанске трговине.

Као доказ да су испуњенн услови. управни одбор берзе може прихватити:

1. безусловну плативу гаранцију или бланко меничнн акцепт или акцептни налог банке — члана берзе:
2. гаранцијски депозит положен на рачун берзе по дозволи:
3. писмену изјаву најмање три брокера који поседују дозволу за трговину на берзи дуже од три године којом неопозиво гарантује да је предложено лице поуздано и квалификовано за берзанску трговину и да његове обавезе преузимају као своје.

На основу захтева и документације предвиђене законом, управни одбор берзе може издати брокеру члана берзе дозволу без ограничења или дозволу са ограничењем.

Одлука управног одбора о издавању дозволе брокеру члану берзе објављује се у берзанским новинама и мора бити десет радних дана оглашена на берзанској табли.

По издавању дозволе, брокер члана берзе добија службену легитимацију с фотографијом и личним и пословним бројем.

Службена легитимација брокера који има дозволу без ограничења је црвене боје, а брокера који има дозволу са ограничењем беле боје, с назнаком врсте ограничења.

Дозволу за трговину на берзи за независне брокере издаје и одузима управни одбор берзе по поступку који важи за брокере чланове берзе, а на захтев и уз гаранцијски депозит берзанског посредника који није члан берзе.

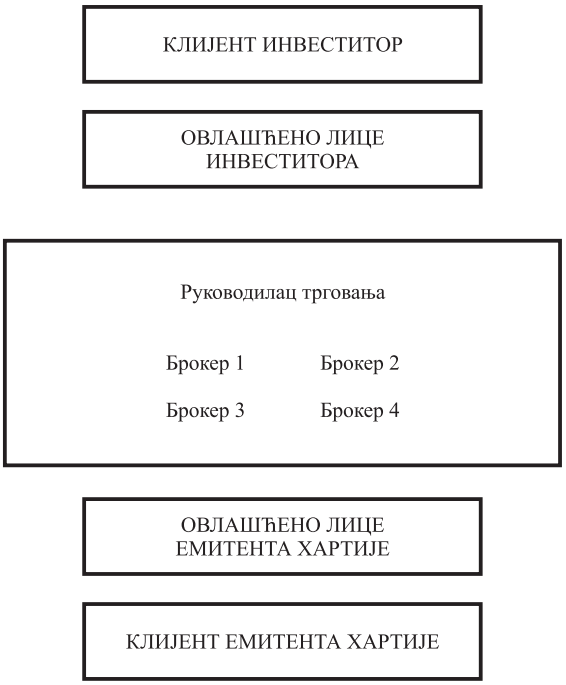
Службена легитимација независних брокера је црне боје, са назнаком рока важења.

Дозволе престају да важе:

1. истеком рока важења:
2. писменим опозивом члана берзе:
3. пзменом нли престанком једног од услова на основу којих је доз вола издата:
4. одлуком управног одбора о одузимању дозволе:

5. на лични захтев.

ПОСТУПАК ТРГОВАЊА НА БЕОГРАДСКОЈ БЕРЗИ

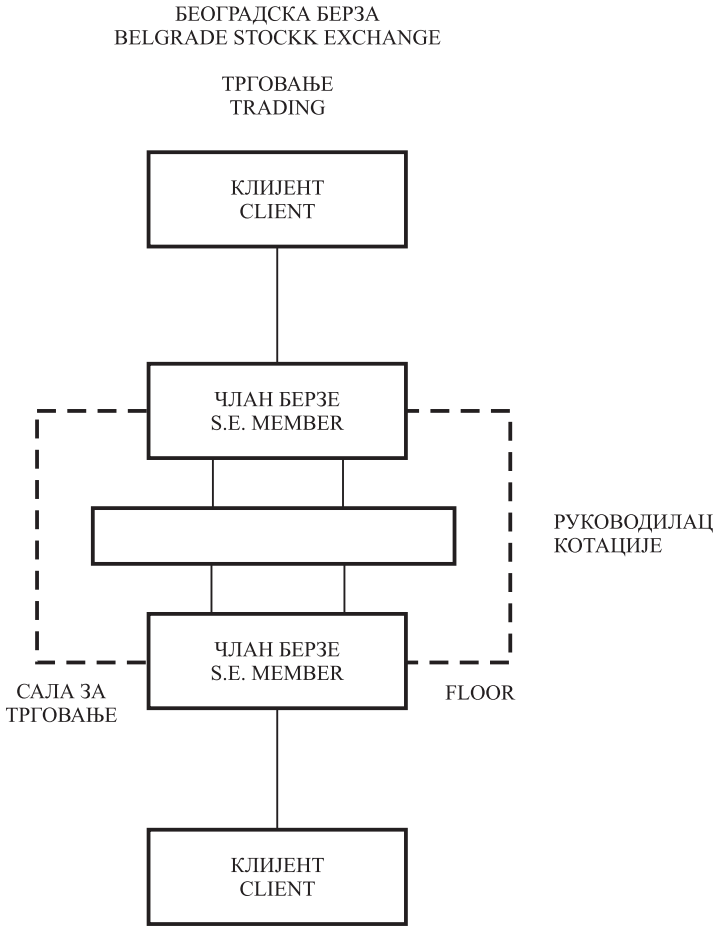


Дозволу за учешће на берзи за берзанске контролоре издаје и одузима управни одбор. уз сагласност комесара берзе, а дозволу за посетноце берзе издаје управни одбор берзе. који то овлашћење може пренети на директора берзе.

Брокер који је добио дозволу дужан је одмах писмено обавестити управни одбор берзе о свакој промени својих овлашћења. права и одговорности. а нарочито о промени чињеница на основу којих је добио дозволу за трговину.

И. Под берзанскпм пословањем подразумева се:

1. регпстрација тржпшног материјала који се тргује на берзи;
2. утврђивање каматнпх стопа. курсева. односно цена тржпшног ма терпјала којим се тргује на берзи:
3. трговина тржишним материјалом:
4. извршавање обавеза учесника на берзп по пословима зак љученим на берзи:
5. јавно објављивање података о пословању на берзи.



На финансијској берзи се може трговатп:

1. жнралним новцем. меницом. чеком. девизама. краткорочним хартијама од вредностн. као и златом и другпм племенитим металима:
2. хартијама од вредности које гласе на страну валуту:
3. капиталом. акцијама и дугорочним хартијама од вредности;
4. финансијским дериватима.

На робној берзн се може трговати:

1. робом;
2. финансијским дериватима.

Берзанска трговпна може се обављати промптно и на термин. Под промптном трговином подразумева се извршавање купопродајних обавеза одмах. а најкасније у року од пет дана. а под терминском трговином подразумева се извршавање купопродајних обавеза у року дужем од пет дана.

Берзанска трговина обухвата све уговоре о продаји тржишног материјала којим тргује на берзи, закључених за берзанским пултом између брокера берзе. као посредника и брокера чланова берзе, као купца, одиосно продавца, на начин и под условима утврђеним правилима и другим актима берзе.

Регулисана ванберзанска трговина обухвата све уговоре о продаји који гласе на тржишни материјал којим се тргује или не тргује на берзи, који су закључени ван берзанског пулта између брокера чланова берзе, између независних брокера и између независних брокера и брокера чланова берзе, на начин и под условима који важе за берзанску трговину.

Слободна ванберзанска трговина обухвата све уговоре о продаји закључене између независних брокера и између независних брокера и брокера чланова берзе, ван услова који важе за берзанску трговину.

У слободној ванберзанској трговини могу учествовати и нерегистровани слободни брокери који немају дозволу управног одбора берзе за обављање берзанске трговине.

Нерегистровани слободни брокери дужни су да обавесте берзу о сваком закљученом уговору о продаји између брокера чланова берзе за берзанским пултом.

Брокери чланова берзе закључују уговоре о продаји за рачун члана берзе, међусобно за берзанским пултом, а ван берзанског пулта – међусобно или са независним брокерима.

Брокери чланова берзе у берзанској и регулисаној ванбарзанској трговини дужни су да истовремено саопштавају понуду и тражњу за одређеним тржишним материјалом.

На захтев комесара берзе. односно берзанског контролора. брокери чланова берзе дужни су да купе или продају одређени тржишни материјал. ради одржавања стабилности каматних стопа. курса. односно других цена тржишног материјала којим се тргује на берзи.

Берзански контролор контролише рад и понашање учесника на берзи. а нарочито извршавање њиховнх обавеза и овлашћења. Берзански контролор има право непосредног увида у брокерски дневннк, налог. закључнице и друге документе. Ако берзански контролор оцени да је то потребно. може извршити и накнадну контролу берзанских налога. закључнице и других докумената у просторијама члана берзе на берзи и пословном седишту члана берзе.

Народна банка Југославије, савезна држава и републике чланице интервенишу на берзи на страни понуде и тражње ради одржавања стабилности и елиминисања шпекулативних кретања код каматних стопа. курса. односно других цена тржишног материјала којим се тргује на берзи.

Берза је дужна да организује информациони систем преко кога се јавност обавештава о:

1. обиму понуде и тражње на берзи;
2. обиму закључених послова на берзи по врсти тржншног материјала;

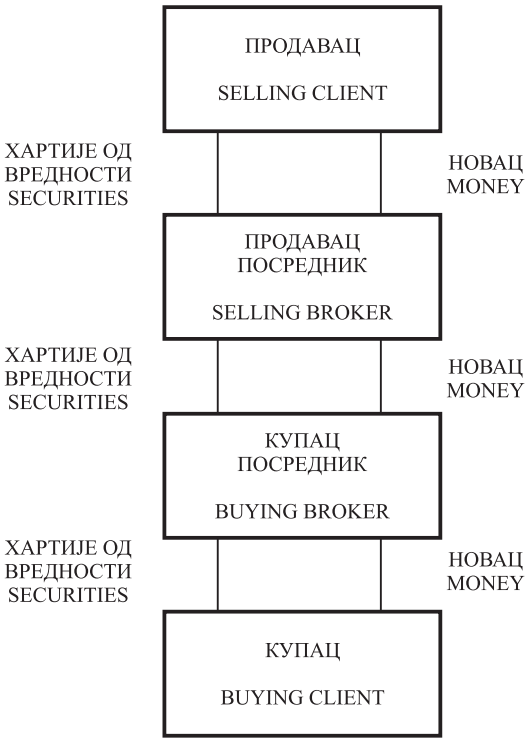
3. почетној, средњој и закључној цени појединог тржишног материјала;
4. котацијама на берзи;
5. тржишном материјалу којим се тргује на берзи;
6. другим подацима за које управни одбор одлучи да су значајни и да утичу на рад и стабилност берзе.

Савезна влада именује комесара на берзи који присуствује берзанској трговини.

Комесар има право да присуствује састанцима свих органа берзе и да указује на уочене пропусте и неправилности у примени закона и аката берзе. Комесар је дужан да предузима мере за отклањање уочених неправилности.

Ако је пословање берзе супротно закону, статуту и правилима берзе или ако кретање цена тржишног материјала угрожава стабилност берзе, комесар може да обустави берзанску трговгшу и да о томе одмах обавести орган који је издао дозволу за рад тој берзи. *>'

ПОСТУПАК САЛДИРАЊА НА БЕОГРАДСКОЈ БЕРЗИ



Извори: Б. Ћосић, Б. Јоргић и Д. Пуљић: Берза и хартије од вредности и берзанско пословање, Ибидем. стр. 104.

Орган којег је комесар обавестио о обустави берзанске трговине дужан је да одмах изврши контролу пословања берзе и предузме мере у складу с овим законом.

Контролом утврђује се спровођење закона других прописа и аката берзе. У обављању контроле орган којег је комесар обавестио има право увида у пословне књиге и другу документацију берзе.

Ако се контролом утврди да је берза поступила супротно закону и актима берзе, орган који је издао дозволу за рад берзе може предузети следеће мере:

1. наложити да берза у прописаном року своје пословање усклади са законом и актима берзе;
2. привремено обустави рад берзе ако оцени да даље пословање берзе угрожава интересе учесника у раду берзе. нарушава равнотежу на тржишту или угрожава срункционисање берзе.

Прописе о извршавању контроле донеће орган који је издао дозволу за рад берзе.

Ако берза у року одређеном у решавању о предузимању мера не отклони неправилности и не поступи по захтеву органа који је вршио контролу, тај орган ће одузети дозволу за рад берзе.

Берза је дужна да обезбеди ревизију годишњег обрачуна у складу са савезним законом којим је уређена ревизија. Извештај о ревизији годишњег обрачуна, са годишњим обрачуном и извештајем о годишњем пословању, берза је дужна да достави органу који је издао дозволу за рад берзе и савезном министарству надлежном за послове финансија најдоцније до 15. јула текуће године.

Берза престаје:

1. ако скупштина берзе одлучи о престанку берзе;
2. ако се број акционара смањи испод законом прописаног броја. а берза у року од три месеца не испуни законом прописане услове у погледу броја акционара;
3. ако орган који је донео решење о издавању дозволе за оснивање и дозволе за рад берзе утврди да је решење дато на основу неистинитих података;
4. ако се контролом пословања берзе утврде неправилности у раду због којих је орган који је издао дозволу за рад берзе одузео издату дозволу.

У случајевима покреће се поступак ликвидације берзе, односно стечаја. у складу са савезним законом. Из стечајне масе измнрују се прво обавезе берзе. а остатак припада акцпонарпма сразмерно њиховом учешћу у имовини берзе.

III. Берзански посредници оснивају се као правна лица, сагласно одредбама овог закона.

Берзански посредници оснивају се као акционарска друштва уговором о оснивању, у складу с овим законом.

Акције берзанског посредника доносе дивиденду и могу гласити само на име.

Берзанског посредника могу основати најмање три правна лица.

Страно право лице може бити оснивач берзанског посредника под условима узајамности.

Берзанског посредника који се бави само брокерским начином трговине могу основати и физичка лица.

Берзанског посредника могу основати најмање два физичка лица.

Исто правно лице може бити оснивач само једног берзанског посредника.

Берзански посредник не може бити оснивач другог берзанског посредника.

Изузетно банка може бити оснивач више., берзанских посредника али с највише једном трећином у основном капиталу берзанског посредника.

Берзански иосредници могу се оснивати као специјализовани — за трговину једном врстом тржишног материјала, или као мешовити — за трговину са више врста тржишног материјала.

Берзански посредници могу обављати и следеће послове:

1. пружање саветодавних услуга у вези с емисијом и трговином хар тија од вредности;
2. чување хартија од вредности;
3. вођење портфеља хартија од вредности за рачун корисника услуга;
4. друге послове у вези с трговином тржишним материјалом.

Под брокерским начином трговине подразумева се обављање послова у туђе име и за туђ рачун, уз наплату брокерске провизије.

Под дилерским начином трговине подразумева се обављање посредничких послова у своје име и за свој рачун, уз остваривање разлике у цени.

Берзански посредник који није члан берзе може закључивати уговоре о продаји у оквиру регулисане ванберзанске трговине.

Берзански посредник може закључити уговоре о продаји у оквиру слободне ванберзанске трговине ако има посебан организациони део и ако у пословним књигама обезбеди посебну евиденцију пословања тог организационог дела.

Уговоре о продаји берзански посредник је дужан да евидентира на берзи.

Берзански посредник се може основати:

1. ако оснивачи обезбеде минимални износ новчаног дела основног капитала за обављање брокерског начина трговине, или за обављање дилерског начина трговине:
2. ако је кадровски и технички оспособљен за успешно обављање послова за које се оснива;
3. ако од савезног органа добије дозволу за рад.

Уз захтев за издавање дозволе за рад оснивачи берзанског посредника подносе:

1. уговор о оснивању;
2. статут;
3. правила берзанског посредника;
4. податке о оснивачима и о њиховом улогу;
5. податке о лицима с посебним овлашћењима и одговорностима;
6. изјаве оснивача да ће закључити уговоре о пословној сарадњи с берзанским посредником;
7. доказ да ће берзански посредник имати најмање два брокера запослена на неодређено време који испуњавају услове;
8. доказ надлежног савезног органа да је брокер берзанског посредника положио стручни испит;
9. доказ да ће обезбедити пословни простор, рачунарску опрему и опрему за телекомуникацију.

Банке, Поштанска штедионица и осигуравајућа друштва могу се бавити трговином на финансијској берзи ако за то добију сагласност Народне банке.

Уз захтев за добијање сагласности подносе се докази:

1. о посебном организационом делу за обављање посредничких послова и о посебној евиденцији у пословним књигама о пословању тог организационог дела;
2. о кадровској и техничкој оспособљености за обављање посредничких послова;
3. о посебним правилима о раду којима је уређено обављање посредничких послова, нарочито начин спречавања злоупотребе информација које нису доступне свим учесницима на финансијском тржишту (инсајдер–правила).

За своје обавезе берзански посредник одговара својом имовином.

За обавезе берзанског посредника могу одговарати и акционари ако дају неопозиву изјаву да ће на први позив измирити све његове обавезе из дилерског начина трговине.

У обављању дилерског начина трговине берзански посредник може имати отворене ставке највише до десетоструког износа новчаног дела основног капитала.

Савезни орган дужан је да најмање два пута годишње контролише пословање берзанског посредника.

У обављању контроле савезни орган има право увида у пословне књиге и другу документацију берзанског посредника. као и субјеката за које берзански посредник обавља послове.

Ако се контролом утврди да је берзански посредник пословао супротно закону и другим прописима и на начин који угрожава његов бонитет. савезни

орган.наложиће да берзански посредник у одређеном року своје пословање усклади еа законом.

Мера се изриче решењем које је коначно.

Ако берзански посредник у року предвиђеном у решењу о предузимању мера не отклони неправилности и не поступи по захтеву савезног органа одузима му се дозвола за рад и покреће поступак стечаја, односно ликвидације, у складу са савезним законом.

Тржишни материјал који је предмет слободне ванберзанске трговине берзански посредници не могу да рекламирају.

Берзански посредник обавља платни промет са хартијама од вредности преко свог депорачуна код банке, на начин и под условима прописаним законом којим се уређују хартије од вредности.

На оснивање и рад берзанских посредника сходно се примењују одредбе овог закона о оснивању и пословању берзе, који се односе на: уговор о оснивању; статус; правила; поступак за добијање дозволе за рад; одржавање оснивачке скупштине акционара; престанак рада; ревизију пословања; стицање својства правног лица и уписа у судски регистар. ако овим законом није друкчије одређено.

У судски регистар не могу се уписати берзански посредници есконтна фирма, ломбардна фирма, жиро фирма, заложни завод — залагаоница, мењачница, откупна фирма и брокерско–дилерска фирма и не могу користити наведене називе ако нису основани као берзански посредници. у складу са «гв«ш законом.

13. ТРЖИШТЕ ЕВРОДЕВИЗА

Сваки еуро долар репрезентује долар који се у облику депозита налази на рачуну одређене европске банке. На тржишту еуро долара трансакције се састоје у давању или узимању у зајам депозита евродолара који су депоновани код европских банака уз обавезно плаћање уговорене камате. Давање и узимање кредита у депозитима евродолара има за циљ зараду у виду камате коју давалац девизног депозита прима од примаоца, али и употребу девизног депозита за одређено време и за одређене потребе (сврхе). Просрит овде резултира из камате.

Суштина трансакција на евродевизном тржишту огледа се у позајмљивању девизних депозита на рок од једног дана до неколико година. До крајњег корисника средства се пласирају и репласирају по неколико пута и то све док се не склопи уговор о кредиту и осигурању кредита. Учесници

на овом тржишту зато морају да прецизно испитају бонитет и кредитну способност партнера, па и банака које партиципирају у истом послу.

Тржиште евродевиза у свом досадашњем срункционисању допринело је повећању есрикасности у алокацији небанкарских краткорочних новчаних средстава и реадаптибилности кредита. Ово тржиште је. самим тим, допринело и замени других финансијских инструмената, а у првом реду депозитних цертисриката, благајничких записа и комерцијалних папира. Коначно, функционисање евродевизног тржишта допринело је убрзању циркулације домаћих и девизних средстава.

Евротржиште се у правилу дефиннше као кредитно тржиште на коме се послови кредитирања обављају уз употребу стране валуте.[81] Са развојем послова на евротржишту новца развијало се и евротржиште кредита. Варијабилне камате и синдикализовани зајмови у инфлаторним условима. такође, су допринеле развоју евротржишта. Синдикализоване кредите одобравале су групе банака на средњи рок (од 3 — 10 година) и међусобно су делиле ризик. нарочнто за тзв. јумбо зајмове. Каматне стопе су се на тржишту новца — тржиште краткорочних средстава релативно брзо прилагођавале кретању стопа инфлације. На ове камате требало је додавати сриксни износ марже (spreed) да би се добила каматна стопа за дугорочне пласмане на тржишту капитала. У том контексту. основица је била међубанкарска каматна стопа LIBOR на лондонском тржишту новца. односно каматна стопа за тзв. првокласне зајмотражиоце — prime rate — на финансијском тржишту САД.

У данашњем свету егзистирају бројни сегменти евротржишта. и то: (а) тржиште евроновца (сигосштепсу market). (б) тржиште еврообвезница (euro bond market). (ц) тржиште еврокредита (curocredit market) и (д) тржиште еврозаписа (euro — notes market). На тржишту евроновца емитују се краткорочне позајмице. а у последње време на евротржишту се јављају предузећа. владе. пословне банке и централне банке. с тим што се еврокредити дају на рок од 1 — 10 година.

Тржиште еврообвезница (eurobond market) и тржиште страних обвезница (foreign — bond market) јесу два сегмента међународног тржишта обвезница (international bond market) у зависности од тога која се валута користи за куповину обвезница. Додуше, на америчке доларе гласи ипак највећи део обвезница. али расте и заступљеност јена, марке и франка. „На крају 1988. године у укупно емитованим обвезницама 43% гласи на доларе, 13% на швајцарске франке. 12% на јене. 10% на немачке марке. 7% на срунте стерлинга. а удео обвезница које гласе на ECU достигао је већ 4.3% укупног износа. Све остале валуте учествују са само 11% у укупном износу емитованих обвезница. За пласман страних обвезница најзначајније је швајцарско тржиште. на којем се продаје око 40% ове врсте обвезница.”[82]

---

[81] Др П. Јовановић — Гавриловић. Међународно пословно финансирање. Економски факултет. Београд. 1990. ст. 181.

[82] Ибидем, ст. 186.

Емисија и пласман обвезница повлаче наплату провизије за услуге банака. која варира око 2.5% од вредности емитованих обвезница. Ту су још 0,5% за management fee, 0.5% за underwriting fee и 1,5% за seling commision.

На крају, ваља истаћи да је развој евротржишта убрзао процес дистрибуције међународне акумулације, акцелелирао процес интернационализације производње, међународне трговине и привредног развоја потпомагао финансирање платнобилансних неравнотежа и смањио притисак на монетарне резерве.

13.1 ПРАЊЕ НОВЦА

„Прање новца" није нов среномен, јер егзистира паралелно са постојањем тзв. црног тржишта, односно сиве економије. У националној привреди, сиво тржиште ослања се на шверцоване робе и на илегалну трговину средствима плаћања, што је последица поремећаја понуде и тражње роба, услуга, новца и девиза. Ту су изузетно значајна илегална средства плаћања, која су стечена на нерегуларан начин, која срункционишу мимо званичних монетарних токова и која се не региструју на рачунима код банака. Додуше, у држави. која не може да задовољи тражњу сектора становништва за девизама, грађани се аутоматски окрећу алтернативном тржишту, које је релативно добро снабдевено страним средствима плаћања. То тржиште, међутим, нема дозволу за рад од стране званичних институција. Но, и банке, које се баве финансијским трансакцијама. упадају у клопку дефицита у средствима за плаћање и, због тога, прибегавају шпекулативним методама ради прибављања девиза. за које иначе влада висока тражња (тзв. девизна глад). Томе често прибегавају и предузећа, која набављају девизе преко дилера на црном тржишту или преко банака посредством штицунга.

Феномен „прање" новца није довољно истражен у финансијској литератури. У финансијској пракси се. иначе, сматра да „прање" новца представља финансијску операцију помоћу које се одређена средства плаћања шаљу преко бројних депонената, односно бројних рачуна код различитих банака ради потпуног скривања почетног извора средстава (новца, девиза). „Прање" новца јесте и прерушавање прекомерно стечених средстава и илегално пренетих средстава. Циљ сваког прања новца је легализација власништва новчаних средстава стечених на илегалан начин захваљујући криминалним активностима. Скривањем (успешно) правог порекла новца, илегална средства плаћања фактички улазе у посед, чиме се законски „покрива" прави извор средстава. Најлакши вид легализације илегално стечених средстава јесте депоновање новца у банку без доказивања порекла. Операција може бити изведена и механизмом претварања средстава у друге облике финансијске активе: нпр., за готовину купити акцију.

Током 70–тих и 80–тих година релативно успешно се развијала техника прања новца. У досадашњој пракси узнапредовала су четири типична начина прања новца. Истраживања Bank of Englanda показала су да прање новца полази од технике прикривања правог порекла новца и власништва средстава

плаћања, преко технике легалног долажења у посед новца после обављеног прања новца, до технике промене облика средстава и ослобођења од велике количине новца, која је стечена криминалним активностима. Ова техника прања новца инкорпорира три етапе, и то: (1) етапа пласмана, (2) етапа „пресвлачења" и (3) етапа интеграције. У етапи пласмана, средства прибављена на илегалан начин (од трговине оружјем, дистрибуције дроге, утаје пореза, ратног напада, пљачке), депонују се у одређеној финансијској институцији и/или пласирају у куповине хартија од вредности. Обично „веран" службеник банке помаже операцију депоновања, средства се, затим, селе ван границе земље у којој су средства пласирана. Коначно, „пренета" средства (сада на легалан банкарски начин) могу се слободно користити за куповину роба, набавку хартија од вредности, улагања у имовину. У етапи „пресвлачења" одвија се најзначајнија операција прања новца у којој се фактички врши „прерушавање" порекла власништва средстава. У тој етапи, користе се тзв. оквирне компаније, које поседују легална средства и пословни легитимитет. Шаљу се, затим, налози за трансфер да би се средства у потпуности утопила у међународни систем плаћања. Коначно, врши се (успешно и легално) препродаја или роба или хартија од вредности. У етапи интеграције долази до легитимне асимилације средстава. односно до реинтеграције новца у међународним финансијама и до „спајања" са свим облицима финансијске активе. То, пак, имплицира испољавање лажних налога за отплату обавеза по зајмовима и/или лажних фактура као покрића за купљену робу како би иначе врло сложена операција трансфера средстава онемогућила детекцију. А то је добар знак да се приход, који је сада стечен од легитимне имовине, пословног подухвата и финансијске трансакције. појављује потпуно чист. као суза. односно као прави „чист" новац. Тиме је „перач" новца избегао сваки траг открића улаза средстава у финансијски систем земље, прелаз преко националних граница и банкарски трансфер.

Друга техника „прања" новца имплицира повлачења пет потеза. Са првим потезом обавља се структуирање трансакција испод нивоа евиденције промета средстава. У другом потезу долази до коришћења трансфера путем телекса и SWIFT–а. Трећи потез имплицира коришћење „оквирних" компанија (shell) са чијих рачуна крећу средства на прање. У четвртом потезу долази до кривотворених зајмова са фалсификованим цертификатима о депозитима. као фиктивно покриће. Коначно, пети потез подразумева оснивање тзв. фасадних компанија са јасним циљем прања новца путем преношења преко граница што већег броја рачуна банака.

Трећа техника позната је у свету по томе што је добила специјалан назив — метод „веш машине" који синтетизира три фазе: фаза претпрања обично се одвија по земљама у којима је девизна контрола изузетно слаба и по земљама у којима се ригорозно поштује принцип тајности рачуна и улога. С тим у вези, отварају се текући рачуни у земљама са слабом (или непостојећом) девизном коитролом. У земљама са ригорозним поштовањем принципа тајности банкарских рачуна, отварају се пак, фиктивне фирме. Сада долази фаза „прања" у којој се купује непокретна и покретна имовина у земљама са слабом девизном контролом, под фирмом приватизације. У земљама са

ригорозним поштовањем принципа тајности банкарских рачуна сада се врши депоновање илегално стеченог новца. Тиме се, у крајњој инстанци, обавља процес легализовања средстава (чиме новац стиче легитимитет). Напослетку, у фази рециклирања (која се обавља смао у земљама са слабом девизном контролом) „фиктивно улагање у привреду дате земље врши се тако што новац про^е кроз текуће рачлуне и враћа се у земљу из које је дошао."[83] То се обавља са 2–10% за сваку услугу, иако право прање новца кошта од 20–50% од опране количине новца.

Четврта техника је, бар за сада, последња у пракси савременог света, која се састоји у тзв. уситњавању (smurfing) чиме се велики број малих количина новца депонује код великог броја малих међусобно неповезаних банака. У свету та граница износи 10.000 долара (САД) изнад које банкарски контролори не дозвољавају несметане уплате средстава на банкарске рачуне (без доказа о пореклу новца).

Техника је, према томе, у фази развоја, која прати интернационализацију финансијских тржишта, редукцију девизне контроле банака, повећање тајности рачуна и развој технике трансфера капитала. Тиме се фактички шире простори за растући тренд криминалних финансијских трансакција, којима се за сада једино супротставља финансијско законодавство САД, Канаде, В. Британије, Француске. Луксембурга и Швајцарске. Ова законодавства предвиђају (1) обавезну идентификацију комитената, који отварају рачуне или „пуне" већ отворене рачуне код банака, (2) обавезно вођење ажурне евиденције о свим појединачним трансакцијама, (3) ригорозно вођење рачуна о комитентима чије готовинске активности показује „драматичне" промене, (4) повећану контролу банака код трансфера који се врше путем телекса или SWIFT–а и (5) брзо реаговање банке на депоновање „прљавог" новца.[84] И. пошто прање новца обухвата скривање илегално стечених новчаних средстава и операцију њиховог приказивања као легално стечених, показало се исправним мишљење да би девизну контролу требало интернационализовати упркос усвојеном принципу поштовања тајности у финансијским трансакцијама.

13.2. ДОЛАРИЗАЦИЈА: ПАРАЛЕЛНИ НОВАЦ

Доларизација слика тужно економско стање са паралелним новцем. Доларизација зато и репрезентује језгровиту кованицу слабе привреде и јаке инфлације у одређеној земљи у којој је домаћи новац изгубио поверење грађана и економских актера са предоминантним коришћењем долара и марке. Доларизација обично хара по уздрманим привредама у транзицији, које оскудевају у капиталу. Те привреде тешко су погођене огромним падом производње, нагомиланим спољним дугом, кумулираним буџетским дефицитима и хиперинфлацијом. што генерира унутрашњу тражњу страних валута и очекивања од стварања резерви долара и марк еза случај преживљавања у режимима са политичком нестабилношћу. Тако се ноћна

[83] Т. Марковић, Прање новца, Финансије 9–10/9.2 стр. 514.

[84] L.G. Telser. Whi there are organized futures markets, Journal of Law and Economics. април 1981. стр. 1–22.

мора звана доларизација из латинских земаља преселила у Централну и Источну Европу. „У слабој и инфлацијом захваћеној привреди, узроци за супституцију новца су у депресији домаће валуте, ограничењима у висини каматних стопа на домаће депозите, немогућности да се акумулирано богатство у домаћем новцу сачува од осипања.[85] Тако употреба паралелног новца за домаће потребе постаје саставни део менталитета једне нације, који дуго траје. А те психолошке тензије се врло тешко ломе због неконтролисаног штампања новца (како би се покривали јавни дефицити државе) и због перманентног девалвирања националне валуте (како би се одржавала спољна конкурентност). Тада се, по правилу, губи контрола над инфлацијом, а привреда са доларизацијом улази у хиперинфлацију, која се тешко лечи, као карцином.

Стога се привредама у транзицији препоручује увођење хетеродоксних стабилизационих програма у којима би класичну тржишну либерализацију цена пратила и прелазна политика доходака која би амортизовала ударе цена на произвођаче и потрошаче у дужем временском периоду. Инсрлационе тензије по правилу се испољавају као ендемска несташица роба. као вишак тражње, као ниска продуктивност. као пад производње. као раст трошкова и потрошње, као структурне неравнотеже. Овај тип ендемске инсрлације нераскидиво је повезан са кредибилитетом владе, као креатора макроекономске политике. и са будућим очекивањима економских актера. Влада је изложена јаким притисцима у погледу одржавања реалне моћи радника. У одсуству финансијске дисциплине, сви теже да се задржи „меко” буџетско ограничење. Радници. посебно. тестирају владу и њену одлучност да се строго придржава пројектованих циљева скупног новца и срискалне равнотеже. Без политике доходака у привредама. навикнутим на субвенције и на контролу цена. свака либерализација увећава ризик од високе инфлације, чија се динамика подудара са узрочнопоследичним каузалитетом буџетског дефицита, експанзије новца и инфлације. То, пак, за владу репрезентује проблем избора између ефикасности, успостављања равнотеже и социјалног мира. Разрешење проблема избора „или ефикасност, или успостављање равнотеже, или социјални мир” удара на кредибилитет владе, која губи моћ експлоатације „сињораж права”. Убрзавање инфлације сада отвара проблем индексације са све краћим временским хоризонтом и све тежим избалансирањем прилагођавања. Социјалне напетости полако. али сигурно, разарају институције прилагођавања кроз цикличне компоненте плата и зарада. Садашња инсрлација, као пондерисани просек трошковног удара прошле инфлације, у рачун улази кроз експлицитну или имплицитну индексацију садашње стопе депресијације валута. Због тога се у савременом свету закључује да се без политике доходака не може започети стабилизација и да се без фискалне рестрикције не може осигурати трајање стабилизације. Елиминација срискалних дефицита (и то не само отвореног буџетског десрицита него и свих прикривених квази фискалних дефицита локалних власти, јавних срондова и предузећа), стога, репрезентује централну полугу

[85] Економска политика. бр. 2/158 од 9. августа 1993. год. стр. 34.

стабилизације, коју треба да следи пожељна политика доходака. Фискалну рестрикцију, по правилу, прати политика скупог новца.

14. ЕМИСИЈА И ТРГОВИНА ХАРТИЈАМА ОД ВРЕДНОСТИ[147]

Под хартијом од вредности подразумева се акцијаобвезница, благајнички запис, комерцијални запис, државни запис, цертификат о депозиту и финансијски деривати којима се тргује на берзи.

Хартије од вредности може емитовати предузеће, банка и друго правно лице, савезна држава, република чланица, покрајина, општина и град емитент.

Страно правно лице може емитовати хартије од вредности под условима узајамности, на начин и под условима утврђеним овим законом.

Под трговином хартијама од вредности подразумева се куповина и продаја хартија од вредности између емитента и купца директно или преко посредника (примарно тржиште) и свака даља куповина и продаја хартија од вредности између имаоца и купца хартије од вредности. директно или преко посредника (секундарно тржиште).

Хартија од вредности гласи на нови динар.

Изузетно обвезница, благајнички запис, комерцијални запис, државни запис и цертификат о депозиту могу гласити и на страну валуту.

Емитент хартију од вредности која гласи на страну валуту може продавати само на страном тржишту.

Трговање хартијом од вредности која гласи на страну валуту на секундарном тржишту врши се за нове динаре.

Хартија од вредности може да гласи на име или на доносиоца.

Дугорочна хартија од вредности је она код које обавеза доспева у року дужем од једне године од дана емитовања.

Краткорочна хартија од вредности је она код које обавеза доспева у року од једне године од дана емитовања.

Емитент је дужан да изврши обавезе које произилазе из емисије хартија од вредности, под условима и на начин утврђен законом.

Емитент је дужан да изврши обавезе из хартије од вредности, у року и на начин који су предвиђени савезним законом и одлуком о њиховој емисији.

Права и обавезе из хартије од вредности настају и могу се остваривати даном предаје хартије од вредности, односно даном уручења потврде уколико се хартије од вредности не штампају.

Хартију од вредности ималац може давати у залог, ради обезбеђења плаћања, под условом и на начи утврђен уговором.

Ако је хартија од вредности оштећена, на захтев имаоца емитент је може заменити новом хартијом од вредности, под условом да претходно о томе обавести Комисију за хартије од вредности.

Ако је хартија од вредности која је гласила на име изгубљена или уништена, емитент је може заменити под условом да је јавно огласи неважећом и да о томе обавести Комисију за хартије од вредности.

Закои охартијама од вредности усвојен је од стране Савезне скупштине СРЈ 30. маја 1995. године.

Акција (деоница). Акција је хартија од вредности која гласи на део акционарског капитала.

Купац акције стиче власништво над акцијом извршавањем обавеза у новцу, у стварима или у прав^ма израженим у новчаној, вредности, у складу са савезним законом и одлуком о емисији.

Купопродајна цена акција може се исплатити одједном или у ратама.

Купац акција који уплату врши у ратама стиче права из хартије од вредности сразмерно висини извршених уплата.

Акција се састоји из два дела: плашта акције и купонског табака. Емитент је дужан да у плашт акције унесе следеће елементе:

1. фирму и седиште емитента;
2. ознаку серије са контролним бројем акције;
3. ознаку да је акција и ознаку врста акције;
4. редослед емисије;
5. укупан обим емисије. номиналну вредност акције и број акција;
6. фнрму, односно име купца акције или ознаку на кога акција гла си. ако се издаје на име:
7. права из акција;
8. место и датум издавања акција:
9. факсимил потписа овлашћеног лица у правном лицу и печат емитента.

Емитент је дужан да у купонски табак унесе следеће основне елементе:

1. фирма и седнште емитента;
2. ознаку серије са контролним бројем акцнја по којој се дивиденда нсплаћује;
3. редни број купона за наплату дивиденде;
4. годину у којој се дивиденда исплаћује и
5. факсимил потписа овлашћеног лица — емитента.

Емитент је дужан да води књигу акција на начин и под условима које пропише надлежни савезни орган.

Одлуку о емисији акција ради повећања основног капитала доноси надлежни орган акционарског друштва.

Одлуком о емисији акција утврђује се нарочито:

1. фирма и седиште емитента;
2. укупан обим емисије и број акција;
3. номинална вредност акције;
4. врсте акција;
5. начин објављивања позива за упис и куповину акција (проспект);
6. време и начин плаћања;
7. права и обавезе и моменат њиховог остваривања;
8. начин исплата дивиденде и сношења ризика;
9. рок и начин повраћаја уплаћених средстава, односно повраћаја улога у стварима и правима и начин обештећења у случају да емисија није успела или емитент одустане од емисије.

Позив за упис и куповину акција (проспект) садржи:

1. основне податке о емитенту;
2. податке о емисији, пословној и развојној политици емитента;
3. податке о месту и року трајања уписа;
4. основне билансне показатеље;
5. мишљење овлашћеног ревизора;
6. број решења надлежног савезног органа;
7. друге податке који су битни за купца акција.

Емитент може уместо штампања акција издати потврду, која садржи елементе утврђене законом за плашт акције.

Потврда може се издати за једну или више акција.

Потврда мора бити оверена од банке код које емитент има свој депо рачун.

Под депо рачуном подразумева се посебан рачун код банке, која је регистрована за обављање депо послова, сагласно савезном закону којим се уређује оснивање и пословање банака и других финансијских организација.

Акција може бити:

1. према редоследу издавања (оснивачка — акција прве емисије или акција следећих емисија);
2. према садржини права учешћа у добити обична (редовна) и приоритетна (повлашћена);
3. према праву гласа (акција без права гласа. акција са правом на глас).

Оснивачка — акција прве емисије је редовна. са правом гласа, гласи на име и преноси се пуним индосаментом и даје друга права у складу са одлуком о емисији, укључујући право пречe куповине за акције следећих емисија.

Обична акција даје имаоцу право на учешће у управљању. право на учешће у добити акционарског друштва и право на део ликвидационе масе. у складу са одлуком о емисији.

Приоритетна акција даје првенство код исплате одређеног износа или процента од номиналне вредности акције у односу на обичне акције у складу са одлуком о емисији, првенство у расподели ликвидационе масе и првенство у наплати из стечајне масе у случају стечаја акционарског друштва.

Уколико акционарско друштво не оствари добит или оствари добит која је недовољна за измирење обавеза преузетих емисијом приоритетних акција, дивиденда на основу приоритетних акција се сразмерно своди на износ остварене добити.

Скупштина акционара може одлучити да се временски одложи исплата дивиденде на приоритетне акције, на рок који не може бити дужи од три године.

Уколико се не исплаћује дивиденда на приоритетне акције у једном периоду, онда се не може вршити исплата дивиденде за тај период ни по осталим врстама акција.

Приоритетна акција може бити кумулативна. партиципативна и конвертибилна (заменљива).

Кумулативна акција даје акционару право наплате свих неисплаћених дивиденди, пре исплате дивиденди имаоцима обичних акција, у складу са одлуком о емисији акција.

Партиципативна акција поред утврђене приоритетне дивиденде даје право акционару и на исплату дивиденде која припада имаоцима обичајних акција, у складу са одлуком о емисији акција.

Заменљива акција даје право имаоцу да је може претворити у обичне акције. у складу са одлуком о емисији.

Акцијама емитованим у поступку својинске трансформације може се трговати под условом да су у целини уплаћене и да је добијено одобрење надлежног савезног органа.

Емитент акција је дужан да обавести Комисију з ахартије од вредности о свакој продаји акција којом купац стиче 10%, 20%, 33% и до 50% власништва у акционарском друштву.

Емисија акција сматра се успелом уколико је продато акција чија је вредност већа од 50% од укупног обима емисије, у року до деведесет дана од дана пријема решења Комисије за хартије од вредности.

Емитент може одустати од емисије акција ако су наступиле непредвиђене околности које онемогућавају емисију или остваривање циљева емисије, најкасније у року од тридесет дана од дана пријема решења Комисије за хартије од вредности.

Уколико емисија акција не успе, или емитент одустане од емисије. дужан је да о томе у року од осам дана обавести Комисију за хартије од вредности која доноси решење о поништењу решења о емисији. па основу кога су купљене акције, односно издате потврде ништавне.

У случајевима из претходног става, емитент је дужан да врати уплаћена средства заједно са каматом, односно да врати улоге у стварима и правима као и да накнади штету у складу са одлуком о емисији.

У таквим случајевима емитент може поднети захтев Комисији за хартије од вредности за давање одобрења о новој емисији по истеку рока од шест месеци од дана доношења решења о поништењу решења о емиспји.

Исти приступ се примењује и на друге дугорочне хартије од вредности.

Обвезница. Обвезница је хартија од вредности којом се емитент обавезује да ће имаоцу обвезнице у року њене доспелости исплатити примљени износ номиналне вредности и уговорену камату. Обвезнице могу бити:

1. према начину обезбеђења права из обвезнице — гарантоване, негарантоване и хипотекарне заложнице;
2. према року доспећа обавезе емитента — краткорочне и дугорочне;
3. према начину остваривања права на камату — са фиксном или варијабилном каматом исплативом одједном (обвезница без купона) и у каматним периодима (обвезница са купонима);
4. према приносу с фиксном и са варијабилном каматом;
5. према начину остваривања права на повраћај номиналног износа — једнократна или у ратама односно у ануитетима;
6. према посебним правима — партиципативне и заменљиве (конвертибилне).

Под гарантованим обвезницама подразумевају се обвезнице за које држава гарантује обавезе емитента, а чијом се емисијом обезбеђују средства за финансирање потреба од јавног интереса (материјалне резерве. пошта, железница, јавни саобраћај и сл.).

Хипотекарна заложница је обвезница код које су обавезе емитента обезбеђене хипотеком.

Хипотекарне заложнице емитују банке, ради рефинансирања одобрених хипотекарних кредита.

Обвезница без купона је обвезница код које се камата исплаћује одједном после одређеног рока или при коначној исплати номиналног износа на који обвезница гласи.

Партиципативна обвезница је обвезница која имаоцу поред камате, даје право и на дивиденду, у складу са одлуком о емисији.

Заменљива обвезница је обвезница која имаоцу даје право на претварање у акције или право пречe куповине акције, у складу са одлуком о емисији.

Законом или одлуком о емисији обвезница, које доноси надлежни орган емитента, утврђују се нарочито:

1. фирма и седиште емитента;
2. обим емисије, номинална вредност обвезница и начин пласмана:

3. намена емисије;
4. врсте обвезнице и подаци од значаја за поједине врсте обвезница:
5. рокови плаћања номиналног износа и камате:
6. висина и начин обрачуна и плаћања камате:
7. износ трајног капитала емитента и проценат учешћа емисије у том капиталу;
8. извори средстава из којих ће се исплаћивати обавезе по емисији.

Законом односно одлуком о емисији обвезница могу се имаоцима обвезнице утврдити посебне олакшице или погодности. Обвезница се састоји из плашта и каматних купона. Плашт обвезнице садржи следеће основне елементе:

1. ознаку да је обвезница и врста обвезнице;
2. фирма и седиште емитента;
3. фирму, односно име купца обвезнице или ознаку да обвезница гласи на доносиоца;
4. новчани износ на који обвезница гласи;
5. име гаранта, ако је гарантована обвезница;
6. висину каматне стопе;
7. проценат учешћа у добити, ако је то учешће предвиђено;
8. рокови и место плаћања номиналног износа и камате;
9. место и датум издавања;
10. ознаку серије и контролни број обвезнице;
11. сраксимил потписа овлашћеног правног лица и печат емитента обвезнице;
12. ознаку рокова плаћања номиналног износа, камате, односно ануитета (амортизациони план).

Каматни купон обвезнице садржи:

1. ознаку серије и број купона;
2. висину камате;
3. датум доспећа и место и начин плаћања камате;
4. факсимил потписа овлашћеног лица у правном лицу и печат правног лица.

Емитент обвезнице може уместо штампања обвезнице издати потврду, која садржи елементе утврђене овим законом за плашт обвезнице.

Потврда може се издати за једну или за више обвезница.

Потврда мора бити оверена од банке код које емитент има свој депо рачун.

Благајнички, комерцијални и државни запис. Благајнички, комерцијални и државни запис јесу хартије од вредности којима се емитент обавезује да ће имаоцу у року доспећа платити номинални износ назначен на њима.

Благајнички запис може емитовати Народна банка и друга финансијска организација, а комерцијални запис друга правна лица.

Државни запис може емитовати држава (република).

Благајнички и комерцијални запис је краткорочна хартија од вредности и емитује се ради прикупљања новчаних средстава.

Државни запис је краткорочна хартија од вредности, емитује се ра ди прикупљања новчаних средстава за премошћавање временске неу склађености између притицања прихода и извршавања расхода буџета Републике и обавезе по њима доспевају за наплату најкасније до краја буџетске године.

Државни запис може емитовати држава (република)

Одлуку о емисији благајничког. односно комерцијалног записа доноси надлежни орган емитента.

Одлуку о емисији државног записа државе доноси влада, а одлуку о емисијн државног записа републике доноси надлежни орган у републици.

Одлуком о емисији благајничког. комерцијалног и државног записа утврђује се:

1. укупан износ и номинална вредност на коју се емитује запис:
2. намена за коју се емитује запис;
3. начин емитовања записа;
4. висина и начин обрачунавања и плаћања камате:
5. рокови доспећа за наплату.

Благајнички. комерцијални и државни запис садржи следеће основне елементе:

1. ознаку да је запис;
2. фирму, односно назив и седиште емитента;
3. фирму, односно назив и седиште купца, ако је купац правно лице. односно име и пребивалиште купца ако је купац физичко лице, односно ознаку да запис гласи на доносиоца;
4. номинални износ на који запис гласи;
5. висину каматне стопе;
6. рок плаћања номиналног износа;
7. место и датум емитовања;
8. ознаку серије са контролним бројем;
9. посебна права из записа;
10. факсимил потписа овлашћеног лица и печат правног лица емитента.

Благајничке записе које емитује Народна банка Јвђог&аанфе могу куповати банке и друге финансијске организације.

Благајничке записе које емитује банка и друга финансијска организација, комерцијалне и државне записе могу куповати правна и физичка лица.

Емитент може уместо штампања благајничког, комерцијалног односно државног записа издати потврду, која садржи елементе утврђене овим законом за те хартије.

Потврда се може издати за један или за више записа.

Потврда мора бити оверена од банке код које емитент има свој депо рачун.

Цертификато депозиту. Цертификат о депозитује хартија од вредности о депонованим средствима којом се емитент обавезује да ће имаоцу цертификата исплатити износ депонованих средстава са припадајућом каматом. у утврђеном року.

Цертификат о депозиту могу куповати правна и сризичка лица.

Цертисрикат о депозиту издаје банка и друга финансијска организација на основу одлуке о емисији.

Одлуком о емисији утврђује се:

1. укупан износ и номинална вредност на који се емитује цертификат:
2. висина и начин обрачунавања и плаћања камате:
3. рокови доспећа за наплату.

Цертификат о депозиту може бити:

1. према рочности жраткорочни или дугорочни;
2. према начину уговарања — на фискални рок са илн без клаузуле обнављања рока или на отказни рок:
3. према приносу — са сриксном или варијабилном каматом.

Услови под којим је емитован цертификат о депозиту не могу се мењати.

Цертификат садржи следеће основне елементе:

1. ознаку да је цертификат;
2. фирму и седиште емитента;
3. фирму. односно назив и седиште депонента ако је депонент прав но лице, односно име и пребивалиште депонента ако је депонент фи зичко лице — ако цертификат гласи на име;
4. износ на који гласи;
5. рок на који су средства депонована;
6. висину и начин обрачунавања и плаћања камате;
7. датум и место издавања;
8. ознаку серије са контролним бројем;
9. посебна права из цертификата;
10. факсимил потписа овлашћеног лица и печат правног лица еми тента.

Емитент може уместо штампања цертификата издати потврду, која садржи елементе утврђене овим законом за цертификат.

Потврда се може издати за један или за више цертификата. Потврда мора бити оверена од банке код које емитент има свој депо рачун.

Финансијски деривати. Финансијски деривати су финансијски термински уговори и опције.

Финансијски термински уговор је уговор о терминској продаји робе. злата и других племенитих метала. девиза и хартија од вредности. односно

тржишни материјал којим се једна уговорна страна обавезује да изврши предају, а друга се обавезује да уговорену цену плати одређеног дана.

Финансијски термински уговор може бити фјучерс уговор и своп уговор.

Фјучерс уговор је преносив уговор о купопродаји стандардизоване количине тржишног материјала.

Фјучерс уговор могу закључивати правна лица преко берзанских посредника.

Уговорне стране су дужне да при закључењу фјучерса положе гарантни депозит на берзи за извршење уговорених обавеза.

Своп уговор јесте уговор о истовременој промптној и терминској купопродаји тржишног материјала, као и о замени једне билансне активе другом билансиом активом.

Опцијски уговор представља уговор о терминској купопродаји тржишног материјала, којим једна уговорна страна стиче право да купи или прода предмет опције сваког радног дана до истека уговореног рока. а друга се обавезује да на захтев прве безусловно преда или преузме и плати уговорени предмет опције.

Опцијски уговор може бити куповни и продајни.

Опцијски уговор могу закључити правна лица, преко берзанских посредника. При закључењу опцијског уговора продавац је дужан да берзи достави гаранцију за извршење својих уговорних обавеза.

Опцијски уговор је предмет купопродаје од дана закључивања до дана доспелости утгврђеног уговором.

Приликом закључења опцијског уговора купац опције је дужан да продавцу плати премију као накнаду за могућност куповине или продаје тржишног материјала који је предмет опције.

Трговина финансијским терминским уговорима и опцијским уговорима може се обављати само преко берзе.

Управни одбор берзе даје сагласност за пријем финансијских терминских уговора и опцијских уговора и утврђује услове и начин трговања са њима.

Продају хартија од вредности на примарном тржишту емитент може обављати у своје име и за свој рачун или преко берзанских посредника.

Страна правна лица могу куповати и продавати хартије од вредности за страну валуту само преко берзанског посредника.

Хартијама од вредности може се трговати под условом:

1. да су емитоване у складу са овим законом;
2. да емитент има позитивно мишљење овлашћеног ревизора о његовом пословању;
3. да се против емитента не спроводи поступак санације, стечаја или ликвидације.

Емитент чијим се хартијама од вредности тргује дужан је да до истека права и обавеза које проистичу из хартије од вредности обавештава најмање једном годишње о резултатима свог пословања имаоце хартије од вредности и надлежни државни орган.

Трговина хартијама од вредности може бити:

1. готовинска, када се обавља физички пренос хартија од вредности са продавца на купац (индосаментом или простом предајом);
2. полуготовинска, када се хартија од вредности депонује на депо рачун и обрнуто;
3. безготовинска, када се хартија од вредности преноси са продавца на купца задуживањем и одобравањем њихових депо рачуна, односно са депо рачуна даваоца залоге на депо рачун примаоца залоге.

На депо рачуну банка евидентира прилив и одлив депонованих хартија од вредности.

За сваку промену на депо рачуну банка је дужна да изда извод са назначењем салда и преда га клијенту — власнику рачуна на начин утврђен уговором.

Основ за промену стања салда на депо рачуну је налог клијента – власника рачуна.

Безготовинска трговина са хартијама од вредности остварује се инструментима којима се хартије од вредности преносе при купопродаји. односно залагању.

Инструменти су налог о задужењу једног рачуна и налог о одобрењу другог рачуна.

15. ФИНАНСИЈСКЕ ИНОВАЦИЈЕ

На међународним финансијским тржиштима. а посебно на тзв. евротржишту, присутне су бројне иновације, које су од посебног значаја за предузећа и друге финансијске субјекте. Кад то констатујемо, имамо у виду потребу побољшања извора финансирања, идентификовања начина обезбеђења од ризика финансирања, офанзивног утицаја на просечну тржишну цену капитала и максимизирања укупне добити. У том контексту, финансијско тржиште репрезентује тржишни механизам који осигурава „непосредни контакт” понуде и тражње финансијских ресурса, која могу бити дугорочног или краткорочног карактера. Такво поимање међународног финансијског тржишта као скупа специјализованих и националних тржишта новца и капитала са иманентним институцијама, институтима. механизмима и

инструмената. који омогућавају финансијско посредовање међу финансијским субјектима, трансформацију финансијске имовине и одређених финансијских субјеката, осигурање финансијских улагања од ризика, смањење трошкова улагања и повећања финансијских зарада.

Интернационализација финансијског тржишта „породила" је различите облике евронота, као својеврсне иновације на евротржишту у смислу да репрезентују облик краткорочног задужења. Као и свака обвезница, евронота може бити купонска и дисконтна. мада се у финансијској пракси савременог света налазе бројне варијације основних облика евроноте. У суштини. евроноте рефлектују кредите на основу краткорочнпх обвезница (иота) са каматом која варира све до краја пернода за који даје кредит.

Евроноте. које се јављају у другој половини 70–нх година, јесу заправо обвезнице на средњи рок са купоном. Евроноте вуку краткорочне каматне стопе, које се обрачунавају на принципу шестомесечне камате на лондонском интербанкарском тржишту — тзв. ЛИБОР. Камата увећана за фпксну маржу плаћа се на сваких шест месеци.

Revolving Acceptance Facility ty Tended (RAFT) репрезентује иновирани облик евроноте која се базира на тзв. банкарским акцептима. RAFT је, дакле. аранжман који имплицира фундаменталне карактеристике RUF уз ослањање на акцепт који се револвнра и на којн се плаћа уписничка провизија. Но, ако је емитенту непотребан револвинг упис, онда је потребан NIF (Note Issuance Facility) код кога се емитент обавезује уговором да осигурава пласман ноте на тржишту без обзира да ли новац даје банка или одређени инвеститор. Аранжер, у овом контексту. делује као агент емитента, али без обавеза утврђивања камате. дисконта, деноминације нота и др. Агент, дакле, само држи залихе нота и дистрибунра их по овлашћењу. Зато се, у крајњој инстанци, RUF (Revolving Underwriting Facilities) своди на уписани NIF са гарантном обавезом од стране уписника. Ове ноте се сада пласирају инвеститорима. У целини посматрано, репрезентативни евронотни кредит (RUF) поима се као споразум између

у компаније која емитује преносиве хартије од вредности (ноте) – или цертификате ако су банке емитенти, агента који пласира емитоване хартије од вредности и групе финансијских институција које откупљују ноте уколико се не продају.

Поред нота, као један од облика (четири) или групе хартија од вредности, код којих долази до иновација и комбинација, обвезнице са фиксном каматом (Fixed Coupon Bonds) репрезентују класичан облик финансијске активе на евротржишту, пошто представљају преносиве хартије од вредности које осигуравају њиховим имаоцима сталан приход у виду сриксне камате све до саме отплате. Ове обвезнице су распрострањени облик емисије еврообвезница на тржишту, поред већ нараслог обима обвезница са променљивом каматом и конвертибилним обвезницама у укупној емисији.

У пракси се, исто тако, користе и тзв. обвезнице са варантом, као облик еврообвезница. Ове обвезнице се јављају у срорми конвертибилности у акцији, које нуде фирме, и у срорми конвертибилности у друге обвезнице,

које нуде држава и парадржавни емитенти. Код ових обвезница сви су услови унапред фиксирани, нарочито услови конверзије (као право конверзије обвезнице у акцији). Но када су у питању тзв. обвезнице са варантом, акције се купују по основу права које се добија од варанта. На тај начин зајмопримац долази до ликвидних средстава, док зајмодавац добија нови тип финансијске активности у виду акције.

За разлику од обвезница са варантом, конвертибилне обвезнице се емитују уз фиксну камату с правом куповине одређеног износа емитента зајма. Јапанска и америчка предузећа, код овог облика кредита, јављају се као главни емитенти. А пошто носе „добре" пореске олакшице ове обвезнице су атрактивне и за европске инвеститоре. Вредност ових хартија од вредности углавном зависи од приноса на дугорочне пласмане, од економске позиције емитента на тржишту капитала и од испољених тенденција на берзама. У срункционисању овог типа обвезница појављују се у пракси одређени проблеми који се нарочито испољавају онда када нпр. нека јапанска фирма емитује конвертибилне обвезнице које гласе на неку другу валуту — марку. Ту се нуде две опције: или могућност конверзије обвезица у акције ијли могућност конверзије марке у доларе (или неку другу валуту). То је потребно због тога што су конвертибилне валуте атрактивне са становншта ниже каматне стопе, дужег периода доспећа. могуће антиципативне отплате и коришћења права конверзије у друге акције по аутономној одлуци дужника.

Поред презентираних и описаних облика еврообвезница. на тржишту егзистирају и хартије од вредности са опцијом замене отплате — конверзија из једне валуте у другу. Конверзија је дозвољива из разлога што је валутни курс унапред фиксиран у процесу саме емисије. Фиксирани валутни курс важи за читав период трајања зајма. Ове обвезнице са фиксираним курсом, са сриксном каматом и са избором наплате су изузетно ризичне за зајмотражиоца и изузетно повољне за кредиторе.

Но. да би се редуцирао ризик инвеститора лансирани су цертификати о депозиту, као дефанзивни пласмани финансијских инвеститора. У ствари, ови цертификати репрезентују својеврсну везу између тржишта новца и еврообвезнице. Међусобно су иначе супституитивни на секундарном тржишту. Камата им је фиксна. ЛИБОР је основа за утврђивање каматне стопе. Но, у пракси се јављају и цертификати о депозиту са варијабилном каматом. Ту су још и тзв. tap ceftifikati о депозиту и тзв. tranche certifikati о депозиту, као и тзв. multitranche tap certifikati о депозиту, као облик краткорочних хартија од вредности са различитим роком доспећа и променљивом каматом.

Но, светско финансијско тржиште захватио је, током последњих година, иноватнвни процес у форми изналажења потпуно нових финансијских облика и финансијских техника у процесу извођења финансијских трансакција. Тиме је срактички наступила нова фаза иновација и диверсисрикација преносивих хартија од вредности које су разградиле класични облик финансирања путем депозита и кредита, обогатиле структуру извора средстава финансијских субјеката и инвеститора, и унапредиле банкарско пословање у погледу рочности понуђених хартија од вредности. Када то констатујемо имамо у

виду и појаву нових облика еврообвезница, као што су: (а) Discount Bond, (б) Drop Lock Bonds, (ц) Extendable Bonds, (д), Party Paid Bonds, (е) Step Down Bonds, (ф) Wings, итд. У ствари, ради се о обавезницама код којих се утврђују ниске цене пошто се камата полаћа по доспећу (а) о комбинацији обвезница са фиксном и променљивом каматом с могућношћу утврђивања фиксне каматне стопе уколико се нове камате спусте испод унапред утврђеног нивоа (б) о обвезницама чији се рокови доспећа могу пролонгирати уколико се новом обвезницом замени стара обвезница (ц) о обвезницама са парцијалним плаћањима које инвеститорима омогућавају раст додатне вредности у условима смањења отплате због ниских каматних стопа (д) о обвезницама са дегресивним купонима (е) и обвезницама које су по свом устројству конвертибилне у државне обвезнице (ф), итд.

Према томе. емисија и куповина хартија од вредности као видови извора финансирања и облика пласмана средстава јесу ресрлексија финансијских иновација на међународним финансијским тржиштпма од посебног значаја за готово све финансијске субјекте и инвеститоре са становишта редукција трошкова финансирања, оптимизације структуре финансирања, диверспсрикације пласмана слободних новчаних средстава. одржавање потребног нивоа ликвидности и солвентности трансактора, повећања степена рентабилности средстава и финансијских зарада и минимизирања ризика.

Финансијске иновације иницирају промене на тржишту новца и тржишту капитала. а нарочито на еуровалутним тржиштима.[86] У оквиру ширег таласа финансијских иновација пронађени су додајни канали формирања банкарских ресурса и мобилизације слободних новчаних средстава. Међу тим финансијским инструментима најважнији су: (1) депозитни цертисрикати, (2) NOW рачун; (3) аранжмани о рекуповинама хартија, (4) свип аранжмани, (5) депозитни рачуни новчаног тржишта, (6) заједнички фондови новчаног тржишта и (7) overdraft аранжмани.

Депозитни цертификати — certificates of deposits (CDs) јесу репрезентанта специфичних вредносних папира. „Битне одлике ових хартија јесу утрживост односно транссрерибилност, задовољавајући степен ликвидности, већа каматна стоп ау односу на класичне депозите, висока новчана доминираност. Емисија и примарно пласирање ових хартија припада углавном крупним банкама, а купују их искључиво велика и снажна предузећа. Веома је битна улога крупних тржишних посредника на плану промоције и трансфера. Секундарно финансијско тржиште и банкарски маркетинг играју важну катализаторску улогу у погледу упорног развоја и јачања овог инструмента мобилизације банкарских ресурса. Крупније пословне банке повећавају своје потенцијале у доброј мерн путем коришћења овог финансијског инструмента. Примарно емитована CDs носе камату која је одређена стопом тражења за банкарским кредитима, степеном ликвидности банке, просечном каматом на секундарном новчаном тржишту, очекивањима у погледу кретања каматне стопе и у погледу курса монетарне политике. Углавном ови фактори одређују

[86] OECD, Financial Market Trends, Paris, 1989. st. 66–69. и M. Johnson, Eurobonds — MNTs. Corporate Finance, јуни 1988. ст. 31.

и доспелост CDs. Задовољавајућа камата и могућност продаје пре уговореног рока доспећа доприносе атрактивности CDs на новчаном тржишту и високим мобилизаторским одликама у области формирања банкарских извора."[87]

NOW аранжмаеи — negotiable order ofwithdrawal. исто тако, репрезентују, „специјалне рачуне код бванака и штедионица, који обезбеђују камату и могућност аутоматског повлачења средстава депозита. Технички. рачун припада категорији штедних аранжмана са нормалном каматом. али установљена је могућност плаћања преко рачуна, услед чега имају и одлике текућих рачуна. Институционализовање ових рачуна извршено је са циљем да се избегне законска рестрикција плаћања камате на текуће рачуне и трансакциона средства. Уведени су рачуни који покрнвају текућа плаћања. обезбеђују ликвидност и носе одговарајућу камату. Они обезбеђују шире функције и квалитет у односу на класичне текуће или штедне рачуне и услед тога су знатно атрактивнији за небанкарске трансфере. Банке су преко ових рачуна створиле нови канал прнвлачења слободних финансијских ресурса и формирања финансијског и кредитног потенцијала.[88]

Споразуми (аранжмани) о рекуповини хартија — repurchase agreements, Repos, RP — попут претходних аранжмана репрезентују иновациони инструмент новчаног тржишта и прикупљања слободних новчаних средстава. пошто се ради о краткорочним државним вредносним „папирима које банке привремено трансформишу субјектима са пролазним вишковима ликвидних средстава. Трансакције су покривене уговорима у којима се прецизира јединична вредност хартија, цена трансфера. доспелост и камата. На овај начин трансактори преливају слободна финансијска средства у банкарске потенцијале и остварују одговарајући каматни приход. Најдужи рокови доспелости су 90 дана, али се према овом аранжману средства могу повратити улагачима у знатно краћим роковима. Уложена средства немају карактер депозита и услед тога нису осигурана.

Улагачи бирају самостално рокове репродаје хартија банкама, који се могу кретати у распонима од једног до 90 дана, и од тога зависи ниво каматног прихода. Отуда се овај механизам сматра веома погодним за остваривање оптимизације краткорочних улагања средстава од стране финансијских инвеститора. Наиме, преко овог аранжмана обезбеђује се пуно коришћење новчаних средстава у периоду када су за небанкарског трансактора слободна. Трансактори односно улагачи средстава не сносе тржишни ризик, пошто се уговорима покривају износи уложених средстава и одговарајући каматни приноси. Каматна стопа се одређује према кретању просечних камата на краткорочном и дугорочном финансијском тржишту."[89]

Свип аранжмани — sweep accounts, такође, представљају нову могућност за утврђивање салда на рачунима комитената,али и нови финансијски инструмент банака за мобилизацију слободних новчаних ресурса. У основи ради се о „утврђивању индивидуализованих маргина ликвидних позиција

---

87 Др С. Јовић. Банкарство. Научна књпга, Београд. 1990. ст. 146.
88 Др С. Јовић, оп.цит, ст. 147.
89 Ибидем, ст. 147.

појединих трансактора на текућим рачунима и интервенцијама банке у случају пробијања горње или доње границе ликвидних средстава. Према специјалним уговорима између трансактора и банке треба да се одржава ниво ликвидних средстава у оквиру инсталисаних зона, при чему банке у случају вишка ликвидних средстава аутоматски врше конверзију вишка у каматоносне хартије. Обрнуто, у случају опадања салда готовине испод доње границе банка ће конвертовати хартије у ликвидна новчана средства. У суштини, банка у случају вишкова ликвидних резерви може према овом аранжману улагати средства у краткорочне хартије какве су РП, на основу чега постоји повезаност између уговора о рекуповинама и свип рачуна. Поред мобилизаторске улоге, овде банке обављају и ширу улогу катализаторског прочишћавања рачуна трансактора, оптимизације ликвидних позиција, рационализације новчаних средстава и активирања потенцијално неактивних новчаних средстава."[90]

Попуст свии аранжмана и депозитни рачуни иовчаиог тржишта — moneymarket deposit accounts репрезентују иновационп финансијски инструмент мобилизације слободних новчаних средстава и „утврђивања компетитнвне позиције банака у капиталистичким развијеним земљама. Код ових рачуна одређује се минимални ниво депозита који треба да буде одржаван. као услов да трансактор добија од банке одговарајући тржишни принос. Прпноси су одређени према просечним тржишним каматама, а депозити су осигурани од стране одговарајуће државне установе. Када ниво депозита падне испод одређеног минималног износа, банка обара каматну стопу или ниво каматног прихода. У условима одржавања депозита на и изнад минимума банка може аутономно одређивати ниво камате, односно може нудити стимулативну камату за привлачење додатних депозита. Утврђени су лимити трансакција преко ових рачуна, који ипак у довољној мери обезбеђују покривање ликвидности. Највише шест новчаних транссрера месечно је могуће обавити преко ових рачуна. Повлачење готовине са рачуна је нелимитирано. У суштини рачуни представљају аспект финансијског инвестирања трансактора, код чега су прецизно одређена правила коришћења средстава."[91]

Money market mutual find — Мешовити срондови новчаног тржишта репрезентују квалитативно нове краткорочне финансијске инструменте за прикупљање дисперзиране штедње која се улаже у квалитетне банкарске цертификате и вредносне папире фирми са високим бонитетом како би дотична улагања постала ликвидна и каматоносна. Ови мешовити срондови новчаног тржишта срормирају се на принципу „резервоара" („pooling"): дневни приливи новчаних средстава из разнородних извора синтетизују се и улажу у куповину одговарајућих тржишних инструмената. Куповина вредносних хартија обавља се свакодневно,жод чега постоји веома разрађени спектар папира по рочности и каматним приносима. Каматни принос у виду дивиденди може се дневно обрачунавати. Принос, по одбитку оперативних

[90] Ибидем. ст. 148.
[91] Ибидем. ст. 148.

и административних трошкова. транссрерише се континуелно улагачима средстава.

Краткорочност и висок бонитет хартија дају мешовитим срондовима карактер сигурности улагања новчаних средстава. Принос на уложена средства се дневно мења, са променама каматних стопа спектра вредносних папира. Бруто принос од уложених хартија се дневно умањује за износ одговарајућих оперативних, административних и дистрибутивних трошкова. Мешовити срондови обезбеђују улагачима и следеће предности: дневни доходак, ликвпдност, аутоматско реинвестирање, стабилност основног улога, платнопрометне услуге, минимални иницијални износ инвестирања, конвенционалну практичност. Дивиденде се обрачунавају и приписују рачуну свакодневно. док се готовински реализују на крају месеца. Не постоји минимални период улагања средстава нити постојп казнена камата за повлачење средстава пре рока доспелости. Улагачи могу своја средства повлачити телефонским, поштанским. чековним. телеграсрским или компјутерским начинима. што пружа погодност веома брзог покривања лпквидних потреба. Банке могу обезбедити две опције за улагаче: исплата каматног дохотка на крају месеца или реннвестирање оствареног дохоткас. Иницијални износ улагања и отварања тржишних рачуна су минимални и на тај начин створени су услови флексибилног улагања средстава свим субјектпма. Не захтева се држање минималног износа уложених средстава. него се преко каматног приноса регулише ниво депозитног рачуна.”[92]

Коначно. overdraft рачуни — overdraft cheeking account, automatic overdraft account — ресрлектују у бити кредитне лииије банке за штедише и трансакторе. Банка „аутоматски покрива повлачење средстава чековима за која не постоји довољан износ средстава на рачунима. Креира се аутоматски кредит на бази пристиглих чекова трансактора за износ који је изнад нивоа депозита комитента код банке. Погодност овог инструмента јесте аутоматизам инсталисања кредитног аранжмана преко прилива или путем кредитних картица. Отпада компликовани механизам закључивања кредитних уговора, испитивања кредитне способности и обрачуна оперативних трошкова. У главном је реч о персоналним кредитима који се реализују на индиректан начин, посредством одговарајућих инструмената платног промета. Износи кредита су обично ограничени и ограничено је време коришћења кредитних ресурса. Обрачунава се нормална каматна стопа само за износ превише повучених средстава. У условима знатних флуктуација новчаних средстава код одређених предузећа, overdraft рачуни су погодан начин рационализације и економисања метода финансирања пословних линија. Нови продор у области развоја кредитних линија и мобилизовања средстава код банака иде преко увођења тзв. дуговних картица (debit cards, „deposit access card”) које омогућавају електронско трансферисање средстава на тачкама продаје робе и услуга. Једна варијанта електронских кредитних картица јесу АТМ картице (automated teller machines) које се користе^за компјутерско повлачење готовог новца са одговарајућих рачуна. Смисао нових инструмената је у тренутном

[92] Ибидем. ст. 149.

покривању платнопрометних односа, повезивању кредитних и новчаних ресурса у врсту синтетизованог новца и отварању линија мобилизовања средстава код банака.

Додајне изворе средстава банке обезбеђују на кредитном и тржишном капиталу: кредити код централне банке, инострани кредити, издавање и продаја дугорочних хартија од вредности. Битне карактеристике метода и инструмената формирања ових извора средстава банака су следеће: Прво, треба да је реч о заиста допунским изворима. Друго, банке се на овом терену појављују у улози пасивног примаоца услова прибављања средстава („pricetaker"), за разлику од метода привлачења главних пзвора где се банке јављају у много активнијој улози. Треће, ови извори постају важни у периодима погоршања услова привлачења разних врста депозитннх средстава. Ова средства тада постају релативно погоднија за брзо усклађивање потенцијала са програмираним пласманима средстава. Ако се повећа просечна камата на тржишту. тада су депозитни извори погођени већим просечним трошковима, док су кредитни извори оптерећени порастом маргиналних трошкова. Наиме. каматни трошкови својим повећањем захтевају све депозитне изворе. док у случају недепозитних извора трошковно оптерећење погађа само нове приливе ових ресурса."[93]

Неликвидност орочених депозита принудпла је банке да формирају преносиве цертификате о депозиту (CD — negotiable certificate of deposit), који се емитују по номиналној вредности са каматом која се плаћа по доспећу (од 1–6 месеци). Банковни CD продају се директно инвеститорима. мада постоје и дилери који стварају активно секундарно тржиште за CD уз малу провизију. Принос на CD превазилази принос на друге записе посредством варирајућег опсега (spreed).

CD са вармјабилном каматом. Овај инструмент тржишта новца у САД јесте нови тип реносивих CD чији су главни купци фондови тржишта новца. „Купон који се даје за CD са варијабилном каматом приликом емитовања и приликом сваког дана исплате, издаје се на извесну суму (1,5 до 30 основних поена, зависно од имена емитента и рока доспећа) изнад просечне каматне стопе (како је наведено у композитној каматној стопи коју публикују Савезне резерве) коју банке плаћају на нове CD са основним (првобитним) доспећем које је једнако дужини периода исплате. CD са варијабилном каматном стопом пружа банциемитенту могућност да игра са каматним стопама. Банке нуде извесну заштитну камату клијентима, али такође, морају елиминисати непогодност неликвидности, јер тргују са концесијама на тржишту током других дана који нису дани исплате. Током тог последњег периода исплате (leg–roll period). тргује се CD са варијабилном каматом на исти начин као са обичним CD сличног имена банке и рока доспећа."[94]

Дисконтин CD (Discount CDs). Днлери стварају тржиште за CD и финансирају инвентар CD–а на тзв. репо тржишту које покрива главницу, али не и приспелу камату. У трговини CD–има дилер финансира приспелу

[93] Др С. .Јовиh. оп.цит, ст. 149–150.
[94] Инструменти тржишта новца САД. Берза 1/91. ст. 35—38.

камату по овим хартијама од вредности. „Да би избегли овај проблем и да би олакшали инвеститорима да врше поређење приноса који иде на CD са приносима на дисконтне хартије — запнсе, банкарске акцепте (БА) и комерцијалне записе — неки су дилери предложили 1970–тих година да банке емитују CD које носе дисконт а не камату. Неколико банака је то и урадило. алн се то није развило у општу праксу. Један од разлога је био одлука Савезних резерви да банка–емитент дисконтног CD мора да га третира као депозит чија се величина повећава током животног века CD за износ дисконта који је дат приликом емитовања. Савезне резерве. такође. захтевају да банка–емитент израчуна свој депозит резерви на бази стално растуће вредности депозита везаних за дисконтне CD. То за банке које емитују дисконтне CD ствара рачуноводствену потешкоћу. коју банке избегавају тако што престају са емитовањем таквих хартија од вредности.”[95]

CD у еуродоларнма (Eurodollar CDs). Орочени депозити у еуродоларима (попут домаћнх орочених улога) јесу неликвидна актива. То је условило да лондонске банке отпочну да емитују еуродоларске CD. које купују друге банке које послују на Еуромаркету (Еуротржишту), а остатак корпорације и институционални инвеститори. У последње време, дилери н брокери стварају секундарно тржиште за овај тип хартија од вредности.

Јенки CD (Yankee CDs). CD емитују стране банке у доларској деноминацијн на Еуротржишту, али и на домаћем тржишту посредством огранака. „CD–ове врсте се често називају јенки CD (Уапкее CD); име је настало од Јенки обвезница (Yankee bonds) које се емитују на домаћем тржишту од страних зајмопримаца.

Јенки CD, за разлику од домаћих CD, излажу инвеститоре додатном (чак и ако је само претпостављен) ризику страног назива емитента, а такође су и мање ликвидни од домаћих. Сходно томе. трговина Јенки CD–има одвија се по приносу који је близак приносу на еуро CD. Елавни купци Јенки CD–а су корпорације које су купци приноса и фондови који врше ажурирање.”[96]

Комерцијални записи. Банковни зајмови јесу један од извора краткорочних средстава расположивих за корпорације. Не. фирме са високом кредитном способношћу имају још јефтинији алтернативни извор средстава, кога номинују комерцијални записи: „Комерцијални запис је необезбеђена меница (promissory note), издата на одређену суму, са роком доспећа на одређени дан. Сви комерцијални записи су преносиви (negotiable), али већину њих држе инвестптори све до њиховог доспећа. Комерцијални записи се емитују. не само од стране индустријских и производних фирми, већ и од стране финансијских компанија. Финансијске компаније нормално продају своје записе директно инвеститорима. Индустријске фирме, пак, емитују своје записе посредством дилера. Недавно су се стране банке–холдинг компаније, општине и општинске власти придружиле емитентима комерцијалних записа.”[97]

---

[95] Ибидем. ст. 37.
[96] Исто, ст. 37–38.
[97] Исто, ст. 38.

Д Р У Г И Д Е О

МИКРОФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ И ПРЕДУЗЕТНИЧКЕ ФИНАНСИЈЕ

Благостаље једне земље не зависи од обилности прихода, ни од чврстине њених градова, ни од лепоте њених грађевина, него у броју образованих синова — људи од дара, знања и карактера. Ту лежи прави интерес и права њена моћ и снага.

Лутер

ГЛАВА ПРВА

БАНКАРСКО ПОСЛОВАЊЕ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

1 . БАНКЕ У ФИНАНСИРАЊУ РЕПРОДУКЦИЈЕ И ПОСЛОВНИМ ФИНАНСИЈАМА

Развијање и јачање децентрализованог финансијског механизма импликује: 1) фикасне и рационално организоване банкарске организације и финансијске институцпје. које обављају послове прикупљања и мобилизације слободних новчаних средстава н усмеравања средстава према потребама предузећа н према приоритетним секторима прнвреде: 2) функционалност финансњских инструмената, како по врстама (депозити. кредити, обвезнице. цертифнкати и благајнички записн) тако и по квалитету (рочна н секторска структура). којп ефнкасно утичу на понуду финансијских средстава и на њихову наменску и рационалну алокацију; 3) ефпкасне и диверсификоване финансијске токове који обухватају формирање понуде новчаних средстава. пласирање финансњскпх средстава и уравнотежавање понуде и тражње финансијеких ресурса и 4) адекватне мере монетарно–кредитне и банкарске полптике. којима се утиче на снабдевање процеса друштвене репродукције потребном количпном новца и креднта. и остваривање цнљева економске стабилпзације и прпвредног развоја.

У финансњском механпзму банке су финансијске асоцијације привреде и средство и облик концентрацпје акумулацнје н средстава. Послујућн на банкарским принцнпнма банке су попримиле прворазредну улогу у механпзму друштвене репродукције на плану есЈшкасног прикупљања новчаних средстава и формирања понуда финансијских средстава. наменског корпшћења средстава и рационалие алокацнје ресурса. nовећања друштвепе акумулацнје. дугоро^шог оснгурања стабилности финансијских токова и оптималног финансирања привредног развоја.

Улога банака у сфери финансирања друштвене репродукције нзражава се кроз остваривање функцпја банкарског система:

1. Креирање потребне количине новца и кредита.
2. Прпкуиљање н концентрација слободинх новчаних средстава и формирање понуде финансијских средстава.
3. Усмеравање прикупљених финансијских средстава и њнхова рационална алокација.
4. Удруживање средстава за потребе обнављања и проширивања материјалне основе рада (штедња),
5. Повезивање домаћнх финансијских токова са међународинм финансијским токовима,
6. Усклађивање финансијских интереса предузећа са политиком формирања кредитног потенцијала и кредитних пласмана,
7. Убрзавање циркулације финансијских средстава друштвене репродукције, и
8. Активирање новчаних средстава сектора становништва и њихово усмеравање за потребе привреде.

Функцију креирања депозитног (банкарског) новца обављају банке монетизацијом одређених облика неновчане имовине, односно потраживања фирме банкарским кредитима непосредним комитентима, трансформацијом рочне структуре депозита, селективним усмеравањем новчаних средстава и девизним трансакцијама с иностранством. Прикупљање и концентрација слободних новчаних средстава (тзв. мобилизаторска срункција банке или политика средстава) и коришћење средстава и алокација ресурса (политика пласмана) рефлектују стратегију срормирања кредитног потенцијала банке (јачање позиција депозита из друштвеног сектора привреде, концентрација штедних депозита сектора становништва, прибављање допунских средстава од Народне банке Југославије, међубанкарско преливање средстава и оријентација на инострана средства), стратегију кредитног финансирања (краткорочни, инвестициони и потрошачки кредити) и хармонизовање понуде и тражње финансијских средстава.

„Удруживање" средстава је као срактор мобилизације и циркулације друштвене акумулације супституте државних акумулационих фондова. срискалне концентрације акумулације и тржишта капитала, и комплементарни фактор самофинансирања репродукције. Разуличитим облицима удруживања средстава (непосредно удруживање акумулације у виду билатералних аранжмана о заједничким улагањима, непосредно кредитирање. наменско удруживање средстава преко банака и наменско удруживање средстава преко хартија од вредности) укрупњава се акумулација и повећава њена покретљивост. Удруживање средстава у банкама односи се на активност банака на пословима прикупљања слободних новчаних средстава. узимање и давање кредита, давање гаранција и авала. издавање и промет хартија од вредности, девизне послове и сл.

Уставни концепт финансирања друштвене реПродукције првенствено се заснива на концепту самофинансирања и на концепту „удруживања" средстава. Банке. у функцији „удруживања" средстава, усмеравају коришћење прикупљених средстава обезбеђењем допунских новчаних средстава за одржавање текуће ликвидности процеса репродукције, финансирањем потреба предузећа, кредитирањем економских субјеката. куповином хартија од вредности, давањем авала и гаранција. У том контексту. кредитни пласмани добијају значајну улогу у сфери финансирања репродукције.

Улога банака у повезивању домаћих и иностраних финансијских токова огледа се у кредитирању спољнотрговинског промета, у прибављању кредитних средстава из иностранства и у обављању девизних и валутних послова. Планирањем у банкама регулише се начин и обим удруживања средстава, правци усмеравања удружених средстава, начин одржавања ликвидности, услови коришћења средстава и др. Улога банака у пословању са сектором становништва огледа се у могућности искоришћавања и претварања суфицита сектора становништва (као позитивна разлика између висине депозита и висине узетих кредита) у стабилан и трајан извор новчаних средстава за финансирање друштвене репродукције.

2. ФИНАНСИЈСКИ МЕХАНИЗАМ ПРИВРЕДЕ

Финансијски механизам југословенске привреде је скуп финансијских институција. финансијеких инструмената и финансијских токова. Основна функција финансијског механизма је утицај је утицај на секмторску структуру формирања новчане акумулације[98] и финансијске штедње,[99] њихов секторски распоред у коришћењу и рационално и есрикасно усмеравање финансијског вишка (понуде) појединих сектора у секторе са финансијским мањком (тражња).[100] Већи обим новчане акумулације за финансирање инвестиција је услов развоја финансијског механизма, док је већи обим финансијске штедње основ за афирмацију посредничке улоге банке. Привредне органнзације су кључни сектор тражње средстава и апсорбовања вишка финансијске штедње. Сектор становништва је кључни извор понуде финансијске штедње. нако се део неподмирене тражње средстава подмирује иностраним средствима. У посредовању између суфицитарних и дефицитарних сектора.

---

98 Новчана акумулација је разлика између оствареног новчаног дохотка н издатака за потрошњу. Новчана акумулација је разлика између примања за продату робу и услуге и издавања за трошкове пословања без амортизације. пореза и доприноса и личних доходака.

99 Финансијска штедња је разлика између новчане акумулације и издатака за инвестиције у основна и обртна средства.

100 Мањак новчане акумулације или финансијски мањак карактеристичан је за фирме, док је вишак финансијске штедње (финансијски вишак) карактеристичан за сектор становништва.

банка има посредничку, мобилизаторску и дистрибуциону функцију. У том склопу, финансијско тржиште је механнзам сучељавања понуде и тражње финансијских средстава. у чијпм оквирима кредитнн облик тражње новца постаје доминантан метод коришћења екстерних ресурса. а пословна банка јединп позајмљивач финансијских средстава.

У систем финансијских институција укључујемо: систем народнпх банака (Народна банка Југославије). пословне банке. банкарске конзорцијуме, штеднокредитне организације. јавне фондове и специјализоване финансијске организације. Спстем народних банака, као што је речено. утпче на формирање и спровођење заједничке емнсионе. монетарно–кредитне и девизне политике у саставу јединственог монетарно–кредитног. банкарског и девизног система.

Пословне банке су депозитне финансијскс организације. Баве се мобилизацијом слободних новчаних средстава и срормирањем понуде средстава, пласирањем финансијских средстава и задовољавањем финансијских потреба економских субјеката (тражња средстава). Пословна банка је стожер удруживања средстава привредних предузећа у банкарску организацију и основа за шире повезивање средстава са другим банкама, ради остваривања одређених банкарских послова од ширег заједничког интереса.[101]

Финансијски инструмеети су облици у којима се држи и исказује део имовине организације у привреди, организација у непривреди, фондова, друштвено–политичких заједница. становништва и других сектора. организација и институција. По врстама разликујемо следеће финансијске инструменте небанкарског сектора: готов новац и депозитни новац, ограничене, орочене и девизне депозите, обвезнице, цертификате и благајничке записе. По рочности разликујемо следеће финансијске инструменте финансијског сектора: краткорочне, средњорочне и дугорочне кредите банака и других финансијских организација, иностранa активу и остало (новац, орочена и ограничена средства, штедни депозит, учешћа и сл.). Рарзноврсност финансијских инструмената и њихова величина и структура, обим и структура финансијских инструмената по секторима. као и структура финансијских инструмената по врстама и по рочности, од фундаменталног су значаја за банкарски и кредитни систме, као и за целокупан финансијски механизам привреде, односно финансирање друштвене репродукције.

Финансијски токови су. у суштини, циркулација финансијских средстава. Средства круже унутар датог (истог) сектора, између два субјекта. између различитих субјеката у истом сектору и између субјеката различитих сектора. Финансијске токове делимо на тржишне, регулативне и фискалне токове. Фискални токови јављају се између сектора фирми и становништва, и сектора ДПЗа и фонда. Регулативни токови постоје у односима између банака, под утицајем мера монетарног, кредитног, девизног и банкарског система (обавезне резерве, уплате одређених депозита и сл.). Тржишни токови су: финансијски токови између самих привредних организација (непосредни кредити, хартије од вредности, заједничка улагања); између сектора фирми и сектора банака (новац, ограничени, орочени и девизни депозити, хартије од вредности и остала ликвидна средства); између сектора становништва и сектора банака

[101] О банкарским и другим финансијским организацијама више је речено у склопу самоуправног банкарског система.

(новац. штедни депозити, жиро и текући рачуни); између сектора банака и сектора фирми (краткорочни, средњорочни и дугорочни кредити и хартије од вредности); између сектора банака и сектора становништва (потрошачки кредити и кредити за стамбену изградњу) и између сектора банака и сектора иностранства (девизна средства, злато, депозити, кредити и сл.).

Финансијски токови одржавају циркулацију финансијских средстава „од једног предузећа и непривредног субјекта другоме_, што представља путеве (канале) трансмисије финансијских средстава".[102] Финансијски токови могу бити непосредни (директни) и посредни (индиректни). „Директни се одвијају преносом финансијских средстава непосредно од изворног предузећа (даваоца) до предузећа корисника. Индиректни се остварују преносом финансијских средстава посредством финансијских институција (банака и других), што у основи зависи од суфицита предузећа или друге институције. могу днректно финансирати дефицитарне. а то могу чинпти уз посредовање неке финансијске организације"[103] У циркулацији новчаних средстава испољавају се финансијске активности, које утпчу на промене у потраживањима и дуговањима. односно на новчана издавања (или финансијска улагања) и новчана примања (или коришћење финансијских средстава).

3. ПРИНЦИПИ — НАЧЕЛА БАНКАРСКОГ ПОСЛОВАЊА

Снстем пословања и пословна политика банака почивају на одређеннм прннципима, начелима банкарске економије. У банкарском пословању познати су следећи принципи:

1. Принцип ликвидности.
2. Принцип рентабилности.
3. Принцип економичности,
4. Принцип рационалности.
5. Принцип самосталности.
6. Принцип сигурности, н
7. Принцнп пословности и јавности.

Принцмп ликвидности открива способност пословне банке да на време одговорн обавезама према својнм кохмитентима и оснивачима. да благовремено уравнотежи прнлив и одлив средстава. да без застоја осигура одвијање међубанкарских плаћања. да осигура потребан ниво платиог

[102] Ђ. Јовановић, Финансијски токовн средстава предузећа у инфлаторним условима привређивања, Финансијска пракса 8–10/89. ст. 473–492.

[103] Ибидем. ст. 473–492.

лпквпдптета са потребама платног промета. да плански подмнри кредитне потребе предузећа. да води рачуна о рочности својпх обавеза, да прати закономерна кретања лнквиднпх средстава у друштвеној репродукцији и да изравнава суфицитарне н дефицитарне флуктуације ликвидних токова предузећа. Једном речју. пословна банка одржава платнп ликвидитет (тј. константно омогућава неометаио плаћање њени.х комнтената) и осигурава кредитнп лнквидитет. (тј. перманентно одмерава оправдане кредитне потребе својих комитената).[104]

Принцип рентабилиости рефлектује пословање банке на принцнпу дохотка. Принцип рентабилитета пословна банка задовољава остварнвањем укупног прихода. односно добити за покриће трошкова пословања. за расходе радне заједнице. за издвајање у фондове и за расподелу остатка добнтп на деоничаре (сходно њнховом ..доприносу" у остваривању укупног прихода пословне банке) према законом регулисаним основама стицања и распоређпвања укупног прихода у банкама. Принцип рентабилности. такође. захтева велики степен „запослености" средстава банке.

Према принципу екоиомичности пословна банка првенствено треба да послује са нзворима средстава са најнижом каматном стопом н са најнижим осталим трошковима, који су у вези са пословима прикупљања, манипулисања и планирања средстава. Дајући предност економичнијим изворима средстава, пословна банка ствара објективни простор за смањење трошкова камата и других трошкова по датим кредитима организацијама у привреди, пошто су ти трошкови један од елемената у стртуктури трошкова фирме и калкулативна ставка у иолитици распоређивања оствареног дохотка. Тиме се економична пословна политика банака уклапа у политику свеопште друштвене економичности у националној привреди.

Принцип рационалности одражава рационално пласирање кредитног потенцијала. у складу са приоритетним и ефикаснијим задовољавањем потреба предузећа, као и рационалним прикупљањем новчаних средстава. У Квантитативном смислу, пословна банка води рачуна о рационалном искоришћавању кредитног потенцијала (који је намењен пласирању у виду кредита) и о свом платном ликвидитету (који омогућава несметано одвијање одвијање плаћања својих комитената). Са квалитативног аспекта, рационална пословна политика банака се огледа у постизању што већих ефеката са што мањом количином новца (постизањем већег коефицијента обртаја новчаних средстава уложених у процес репродукције) и убрзавање процеса ослобађања новчаних извора ради њиховог оспособљавања за улагања у нове потребе и у краћим роковима.

Принцип самосталности манифестује се у склопу општег курса децентрализације средстава, функције и одлука у удруженом раду. оживотворења квалитативно нових друштвено–економских односа у пословном банкарству. закључивања споразума о „удруживању" средстава. спровођења колективног руковођења. и доношења заједничких планова развоја и програма рада. Банке самостално и самоуправно обављају

[104] Ликвидност обухвата како обавезе према депонентима и кредиторима, тако и обавезе према корисницима кредита и корисницима банкарских услуга.

делатност у складу са законом, статутом, уговором и смерницама јединствене монетариокредитне и банкарске политике Југославије. поштујући при томе општи друштвено–економски интерес предузећа, упутства Народне банке Југославнје и одлуке скупштине банке.

Принцип сигурности обезбеђује гаранцију враћања кредитних пласмана по договореним условима и у одређено време. За валоризацију овог принципа од пресудне је важности кредитна способност корисника кредита, као и његови текући резултати рада (економска способност) од којих. у крајњој инстанци, зависи рекреирање кредитног потенцијала банке (кредитна способност). као и њена будућа ликвидност и солвентност. Од сигурности пословањ азависи и ниво ненаплативих потраживања. која се отписују на терет прихода банке.

Принцип пословности u јавности изражава суштину пословне политике банке. Она се огледа у прикупљању слободних новчаних средстава и формирању депозита и у пласирању и усмеравању кредитних пласмана (кредитна способност комитената, рокови, каматна стопа. и обезбеђење враћања кредита). Јавност у раду банке се огледа у доступности јавности општих аката банке, финансијског плана, завршног рачуна и извештаја о раду банке.

4. ВРСТЕ И ОБЛИЦИ БАНКАРСКИХ ПОСЛОВА – ПРЕДМЕТ БАНКАРСКОГ ПОСЛОВАЊА

Економска садржина целокупне активности (банкарског пословања) пословних банака огледа се у прикупљању и пласирању новчаннх средстава, односно у формирању кредитног потенцијала и у кредитним пласмаиима на одређеним принципима, методама и критеријумима повезаним у логичан, кохерентан, коегзистентан, рационалан и ефикасан систем пословне политике банака. Пословне банке самоуправне привреде имају бројне и разноврсне функције у друштвеној репродукцијн, које опредељују врсте и облике банкарских послова, односно предмет пословања банака. Међутим, све циљеве и задатке пословних банака можемо групнсати у следеће три групе послова:

1. Активни банкарски послови,
2. Пасивни банкарски послови, и
3. Неутрални банкарски послови.

Активни банкарски послови су банкарски пословн банке којима се прерасподељују и алоцирају прикупљена слободна новчана средства.

посредством кредитних пласмана. У бављењу активним пословима пословна банка је поверилац (према дужнику — комитенту). За обављање ових послова банка наплаћује активну камату (по одређеној стопи). која је извор прихода банке.

Актнвне банкарске послове делимо на краткорочне н дугорочне. Краткорочни банкарски послови су одобравање кредита. на кратак рок (до 2 године). комитентима од стране пословнних банака. У ову групу послова банке спадају:

1. Краткорочни кредити за робни промет.
2. Краткорочни кредити за залнхе готове робе и репродукционн матерпјал.
3. Кредити за тзв. посебне намене (повећање производње робе намењене извозу и повећање производње робе намењене потпунијем снабдевању домаћег тржишта).
4. Кредити (из средстава срондова банака. орочених штедних депозита и орочених депозита привреде. из средстава прикупљених издавањем обвезница и благајничких записа. и нз средстава прикупљених зајмова у земљи и нностранству) за остале намене (за улагања у трајно–обртна средства),
5. Есконтни кредити на основу вредносних папира које пословна банка реесконтује код Народне банке Југославије (селектнвни кредити за извоз опреме н бродова, откуп пољопривредних производа и развој пољопривреде и увоз из земаља у развоју),
6. Остали краткорочни кредити дати на бази хартија од вредности.

Дугорочне кредитне послове банке чине кредити пословних банака којп се дају комитентима на рок дужи од 5 година. Дугорочне или инвестиционе кредите банке чине:

1. Инвестициони кредити за проширење, реконструкцију и модернизацију постојећих капацитета. и за изградњу нових објеката и постро јења,
2. Дугорочни кредити за финансирање трајних обртних средстава.
3. Инвестициони кредити за опрему и нова инвестициона постро јења, и
4. Заједничка инвестициона банкарска улагања.

У краткорочне и дугорочне банкарске кредите, као израз активних банкарских послова можемо убројити и давање потрошачкпх кредита сектору становништва за куповину трајних потрошних Добара и кредите грађанима за стамбену изградњу и куповину стана. мада ове кредите могу давати и организације у привреди и непривреди.

Пасивне банкарске послове карактерише прикупљање слободнпх новчаних средстава на које банка, као дужник, плаћа пасивну камату. Групу пасивних банкарских послова чине:

1. Депозитни послови,
2. Међубанкарски послови, и

3. Послови издавања хартија од вредности, цертификата, благај ничких записа и потврда о депонованим и удруженим средствима.

Депозитни послови су послови примања у депозит новчаних средстава по жиро и текућим рачунима организација у привреди и непривреди. и других корисника друштвене имовине, послови примања улога становништва на штедњу и послови примања новчанпх средстава по жиро и текућим рачунима грађана, и сл.

Депозитни новац[105] је новчано средство предузећа, ДПЗ. задруга. инофирмн. фондова. других друштвено–правних лица и грађана. које је депоновано код банке и на које банка плаћа одређену камату. Депозитнп систем привреде чине: 1) Депозити по виђењу (средства на жиро–рачунима и средства фондова заједничке потрошње): 2) Ограничени депозити (депозпти резервних фондова. гарантни депозити за инвестиције и динарски депозити по пословима с иностранством); 3) Девизни депозити[106] и 4) Орочени или инвестициони депозити (орочена средства до 1 године. орочена средства преко 1 године н орочена средства за стамбену изградњу).

Депозитни новац грађаиа чине: а) Орочени и неорочени штедни депозити; б) Жиро–рачуни и текући рачуни грађана и ц) Примљене обвезнице на које банка, такође плаћа камату.

Међубанкарски послови су. у ствари, међубанкарско финансирање — кредитирање по коме је једна банка прималац средстава (кредита)[107] – дужник, док је друга банка давалац средстава (кредита) — поверилац. Банка, која прима новчана средства за кредитирање својих комитената. обавља пасиван посао и плаћа пасивну камату на позајмљена средства.[108]

Реесконтни кредити. као својеврсни облик међубанкарског кредитирања, јесу. такође, пасивни банкарски послови на основу којих је пословна банка прималац кредита од централне банке на бази есконтовања меница. Пословна банка може да уступи меницу другој пословној банци и да на тај начин дође до новчаних средстава (кредита), која се морају вратити по истеку рока назначеног у меници.

Пословне банке прибављају новчана средства за сопствено пословање и издавањем хартија од вредности:[109]

- цертификати;
- благајнички записи;
- потврде о депонованим средствима.

---

105 Најсавременији облик кредитног новца, депозитни новац, као и питања која су везана за његово формирање, пласирање и регулисање, постали су средишњи проблеми монетарно–кредитне политике.

106 Девизни депозити су депозити у страним средствима плаћања. Систем девизних депозита чине девизни рачуни предузећа, девизни рачуни грађана и штедни девизни улози становништва. Ови девизни депозити могу бити по виђењу и орочени.

107 У ове послове убрајамо заједничко међубанкарско финансирање одређених послова и међубанкарско кредитирање посредством тржишта новца.

108 Ови кредити се односе на кредите за ликвидност и на кредите за одређене намене.

109 Видети: Закон о хартијама од вредности. „Сл. лист СФРЈ”. 40/78 и Закон о основама кредитног и банкарског система. Сл. лист СФРЈ”. 2/77.

Цертификат који издаје банка је доказ о „удруженим” средствима за образовање и повећање фонда улагача банке. Благајничке записе издају Народна банка Југославије и народна банка република и покрајина. Благајничке записе, које издаје пословна банка, могу да уписују фирма, фонд и ДПЗ, али не и народне банке. Обратно, благајничке записе, које издају народне банке, могу да уписују, поред фирме, сронд и ДПЗ, и пословне банке. Фирме и ДПЗ могу затражити од банке потврду о депонованим средствима која су „удружена” у банци. Потврда се сматра хартијом од вредности. Потврду о уложеним средствима издаје банка тој организацији о депонованим средствима без намене код банке са роком враћања дужим од 1 године.

Неутрални банкарски послови су послови у којима се банка не појављује, ни као дужник. ни као поверилац. У овим пословима банка само посредује у реализацији одређених послова у име и за рачун корисника друштвене имовине. За обављене послове банка наплаћује само провизије или одређене накнаде. а не активну или пасивну камату. У ове неутралне послове сврставамо послове платног промета. комисионе послове. послове око разних исплата и уплата итд.

Послови платног промета су сва плаћања преко банака, али не и готовинска плаћања. Поред послова платног промета у земљи, банке овлашћене за одређене послове платног промета с иностранством обављају девизновалутне послове. кредитне послове с иностранством и послове платног промета с иностранством. Народна банка Југославије даје овлашћење за куповину и продају девиза. есрективног страног новца. банкарских чекова и кредитних писама од домаћих и страних лица (тзв. мењачки послови).

Комисиови банкарски послови су: а) послови одобравања и пуштања кредита у течај. контрола употребе кредита и наплата емитованог кредита; б) издавање гаранција и гарантних писама; ц) куповина и продаја хартија од вредности и девиза; д) издавање кредитних писама и отварање акредитива и е) примање, чување и руковање разним предметима, вредностима и драгоценостима.

Послови разних уплата и исплата су наплате потраживања по основу поседовања обвезница, чекова, вредносних писама и каматних купона, као и исплате одређених обавеза (струја, вода, кирија и др.). Ови послови се називају инкасо пословима.

Међутим, осим критеријума поделе банкарских послова по билансноаналитичким обележјима, банкарски послови могу се класпфиковати и по следећим критеријумима: 1) Подела послова према критеријуму основних функција; 2) Подела послова по критеријуму функционалности банкарског пословања и 3) Подела послова по критеријуму рочности. По првом критеријуму у банкарске пбслове убрајамо послове „удруживања” средстава, послове повезивања новчаних токова и циркулације средстава у друштвеној репродукцији, послове прикупљања слободних новчаних средстава у виду новчаних депозита и штедних улога, послове усмеравања новчаних средстава и кредитирања економских субјеката, послове издавања хартија од вредности, послове платног промета и др. Са становишта

функционалности банкарског пословања, банкарски послови су послови стварања депозитног или банкарског новца и послови снабдевања друштвене репродукције потребном количином новца, послови мобилизације и концентрације слободних новчаних средстава. послови пласирања новчаних средстава везаних за кредитирање. куповина хартија од вредности. давање гаранција и авала. услужни. посреднички и комисиони послови, послови девизне контроле. статистике и евиденције итд. Са становншта рочности, банкарски послови су послови обезбеђења краткорочних. средњорочних и дугорочних извора средстава и послови краткорочних. средњорочних и дугорочних пласмана.

5. ПОСЛОВНА ПОЛИТИКА БАНАКА

Пословна политнка банака је скуп начела и метода за остваривање циљева и задатака банака у друштвеној репродукцнјн. У тржишној привреди банкарске организације су, у домену кредита. новчане циркулацпје, финансијске евиденције. контроле и других банкарских послова. попримиле бројне и сложене функцнје (циљеви и задаци) у друштвеној репродукцији:

1. Изналажење метода (начина) снабдевања привреде потребном количином новчаних средстава.
2. Оптимална дистрибуција и алокација потребног новца.
3. Елиминисање инфлационих и дефлационих тенденција. и очување стабилности куповне снаге динара и стабилног нивоа цена и запослености.
4. Спровођење политике краткорочног и дугорочног кредитирања организација у привреди и ванпривреди.
5. Организовање платног промета у земљи и иностранству (сходно својим овлашћењима),
6. Спровођење политике рационалних и ефикасних кредитних пласмана,
7. Издавање и промет хартија од вредности, и давање гаранција и авала,
8. Обављање посредничких, услужних и комисионих послова, п
9. Обављање осталих банкарских послова.

У остваривању циљева и задатака банке полазе од одређених начела на којима је заснована пословна политика. Пословна политика банака полази од начела дугорочног планирања политике „удруживања” средстава, прикупљања слободних новчаних средстава и пласирања средстава, начела

флексибилног прилагођавања потребама својих чланова и других комитената, начела усклађивања политике средстава и политике пласмана, начела приоритета, селективности, рационалности, ефикасности и стабилности прикупљања, концентрације, пласирања и циркулације средстава друштвене репродукције, и начела планирања, договарања и споразумевања. У том смислу, издвајамо три групе активности пословне политике банака:

1. Политика концентрације средстава за потребе обнављања и проширивања материјалне основе привредних предузећа,
2. Политика мобилизације слободних новчаних средстава економских субјеката репродукције, узимања кредита у земљи и иностранству, и издавања и промета хартија од вредности, и
3. Политика пласирања средстава, давања кредита, гаранција и авала, и куповине хартија од вредности.

Политика „удруживања" средстава, уз самофинансирање, јесте основа система финансирања проширене репродукције, која се заснива на „удруживању" акумулације, на принципу непосредног кредитирања и заједничких улагања, на принципу наменског удруживања акумулације у банкама и концентрације акумулације преко банака, у виду хартија од вредности. Томе можемо додати кредитирање, као допуиски извор финансирања репродукције.

У банкарским организацијама и средства се „удружују" за одређене намене, и то: 1) за остваривање заједничког дохотка; 2) за међусобно кредитирање; 3) за регулисање дужничко–поверилачких односа на основу куповпна и продаја хартија од вредности; 4) за одржавања текуће ликвидности; 5) за финансирање одређених потреба привреде, без обавезе враћања; 6) за кредитирање на основу хартија од вредности и 7) за заједничка улагања.

У оквиру политике формирања новчаних средстава банка прикупља: 1) Краткорочне, средњорочне и дугорочне депозите. динарску и девизну штедњу; 2) Емитује хартије од вредности и 3) Узима кредите у земљи и иностранству, ради формирања понуде финансијских средстава и њеног усклађивања са тражњом финансијских средстава.

Политика пласмана је: а) Политика пласирања новчаних средстава; б) Краткорочно. потрошачко и инвестиционо кредитирање; ц) Давање гаранција и авала: д) Продаја хартија од вредности. У средишту пословне политике је кредитни однос између предузећа и банака, који треба да постане додатни (уз „удруживање" средстава и самофинансирање) извор финансирања репродукције и допунски извор прикупљања екстерних средстава. За остваривање кредитне функције пословне банке од битног су значаја послови утврђивања критеријума за одобравање кредита. утврђивања услова краткорочног и дугорочног кредитирања обртних средстава, изналажења критеријума дугорочног инвестиционог кредитирања, утврђивања приоритета и намена селективних кредита и утврђивања услова потрошачког кредитирања, у складу са захтевима економске стабилизације и привредног развоја.

6. ПОСЛОВНИ ОДНОСИ ИЗМЕЂУ БАНАКА И ЊИХОВИХ КОМИТЕНАТА

Пословни односи између банкарских организација и привредних организација јесу сложени и разноврсии. Свака фирма (предузеће) код банака се може појавити као оснивач, односно управљач банке, као депонент средстава, као корисник кредита и као корисник банкарских услуга. Банке се, с друге стране. у односу на предузећа могу јавити у улозн дужника, у улози повериоца, у улози посредника, у улози саветника и контролора.

У нашем банкарском систему привредне организације су оснивачп н финансијери банке. пошто обезбеђују средства путем уплата у фонд осннвача за пословање банке. Сва улагања у фонд оснивача су трајна улагања. Статус оснивача банке стиче свака фирма (предузеће) потписивањем уговора (по закону) о оснивању банке. Као оснивачи банке. привредне организације стичу право да учествују у расподели прихода исте банке. али и обавезу да покривају ризик у случају негативног пословања (губици банке). Свака банка на базн уплаћеног улога нздаје цертификат који гласи на име предузећа. Ова потврда илн цертификат у стварп представља цертификат о „удруженим" средствпма. Он се може преносити и уступати било којој другој фирмн.

Уложена средства прпвредних организацнја у банку су депонована средства. Са депонованпм средствима банка послује. Код сваке банке постоје два облнка средстава која се депонују. и то: неорочена средства (или депозити по виђењу) и орочена средства (нли депозпти са отказним роком). Неорочена и орочена средства јесу предмет уговарања између привредних предузећа и банке, између којих се закључује уговор о депоновању средстава. Предузећа на депонована средства код банке добијају камату и стичу право на добијање кредита у сразмери са депонованим средствима. Укупан збир депонованих средстава чпнп кредитни потенцијал банке на основу кога се утврђују укупне могућности за одобравање кредита у виду кредитних пласмана код органнзација у привреди.

О пословима које треба финансирати заједнички се договарају банке и привредне организације ради утврђивања услова кредитирања. Овај пословни однос прецизира се уговором о кредиту, у коме се утврђује износ кредита, камата. рок повраћаја и други услови релевантни за равноправне односе пословних партнера. У том склопу, фирма тежи да услови кредитирања буду што повољнији, док банка тежи да средства буду ефикасно пласирана. Пословност у коришћењу друштвених средстава је обострани интерес и банке и предузећа.

Поред кредитних и депозитних послова, пословни односи између банака и организација успостављају се и на основу разних банкарских услуга.

У ове банкарске услуге спадају: авалирање (јемство) меница. есконт меница, отварање акредитива, издавање кредитног писма, издавање разних гаранција у земљи и иностранству, обављање разних девизних послова и др. За пружене услуге банке свако предузеће плаћа накнаду. Накнада се утврђује банкарском тарифом сваке календарске године. Ову тарисру утврђују предузећа (фирме) на скупштини банке на почетку пословне године.

Коначно, банке својим комитентима дају савете, упутства и мишљења у вези са финансијским пословањем предузећа и финансирањем развојних програма. Истовремено, банка врши контролу финансијског пословања предузећа.

7. ФИНАНСИЈСКО РЕСТРУКТУРИРАЊЕ БАНАКА И ПРЕДУЗЕЋА

Савремено банкарство развијених тржишних привреда карактерише концентрација банака, квалитативна контролна улога државе и финансијска дерегулација, плурализам власништва, просрит као мотив пословања пословних банака и спајање банака и/или осигуравајућих друштава у условима свеопште либерализације финансијске заштите.[110] Међународни банкарски систем у 80–тим годинама фактички је упловио у воде глобализације финансијских токова и механизама. оштре међународне експанзије и интернационалне конкуренције банкарских трустова, и глобализације финансијског и банкарског тржишта, и срлуидности у пословању банака и финансијских организација.[111] „Суштина трансформације наших банака у банке акционарског типа (предузетничке банке) је да послују као финансијска предузећа на начелима ликвидности, рентабилности и сигурности у тржишном окружењу, при чему постоје конкурентски односи у финансијском сектору како између финансијских институција (пословне банке и небанкарске финансијске организације) тако и између различитих облика финансирања (билатерални — депозити и кредити — и мултилатерални — хартије од вредности).[112]

У том контексту, банке не могу више репрезентовати „технички сервис” за снабдевање привреде новчаним средствима нити институције којима управљају дужници већ само самосталне финансијске организације које аутономно дефинишу кредитну политику са самосталним и објективним

[110] А. Живковић, Банкарство у условима развоја јединственог југословенског тржишта, Економски анали 106/90 ст. 159–183.

[111] Др М. Ћировић, Монетарна економија, Европски центар за мир и развој, Београд, 1987. ст. 117.

[112] А. Живковић. оп. цит, ст. 160.

проценама степена кредитног ризика код сваке трансакције и које перформансно приступају анализи кредитне и пословне способности привредних јединица. У банкарској методологији код оцене инвестиционих пројеката „инсистира се на временској пројекцији новчаних токова, коришћењу садашње вредности свих разматраних категорија, компаративној анализи, процени ризика и неизвесности и синтетизованим приступима и методама оцене. При томе се полази од рентабилитета инвестиција, рока повраћаја коришћених кредита и туђих ресурса, стопа самофинансирања, као и доприноса инвестиционих програма повећању девизних прихода. Узимају се у обзир каматна стопа на посуђене ресурсе који се могу покрпти, рок за изградњу. јединични трошкови пројекта и комитентски односи банке и инвеститора. Све коришћене варијабле се на крају синтетизују. како би се вредност инвестиција што реалније сагледала и предвиђа се ограничавање давања инвестиционих кредита једном кориснику на највише 10% инвестиционог потенцијала. То би требало да допринесе рационалном коришћењу недовољних средстава националне штедње. а код већих инвестиционих пројеката неопходна је дисперзија ризика. Пословне банке би у потпуности поштовале ригорозне критеријуме кредитирања и финансирања чију адекватност потврђује тржиште. јер би у противном. пре или касније, биле подвргнуте банкротству или санацији”.[113]

Током 80–тих година створени су институционални услови за постепено уклањање регионалног карактера пословног банкарства са пренаглашеном територијализацијом финансијских токова, за повећање одговорности оснивача банака, за евиденционо раздвајање краткорочног и инвестиционог биланса. за реафирмацију начела банкарског пословања итд. „У складу са својим новим профилом, банка ће убудуће пословати и у своје име и за свој рачун. као самостални економски субјект. она би трговала специфичном робом (новцем) који прикупља и позајмљује по том основу. по каматама формираним на новчаном тржишту. На примарном финансијском тржишту најпре би свака пословна банка. као посредник у струјању нницијалних финансијских средстава. вршила функцију инвестнционог баикарства обављајући агенцијске послове у вези дужннчких и својинских хартија од вредности. што би временом постао посао посебно за то специјализованих институција. На секундарном финансијском тржишту. које ће пословати „преко шалтера”. банке ће задржати своју улогу при поновној куповини односно продаји већ реализованих вредносних папира. Најактуелнија финансијска иновација је новчано тржиште на коме тржишни трансактори делом држе своје новчане резерве у виду трансакционих депозита код банака. а делом као краткорочне хартије од вредности код себе. Пропорције примарних и секундарних резервп ликвидности зависе од нивоа каматних стопа и трансакционих трошкова. Услов за снажење овог тржишта је да предузећа остварују довољну акумулацију, како би део средстава држала и у облику ликвидних обвезница за понуду по релатнвно стабилним ценама”.[114]

---

[113] Ибидем. ст. 163.
[114] Ибидем. ст. 166.

У најновијој реорганизацији банкарске сфере банке су конципиране као аутономни тржишни субјекти, који остварују добит. покривају ризик, одговарају својим обавезама, доприносе проширеном репродуковању капитала у фондовима и јачају акумулативну и репродуктивну способност оснивача. У том контексту, банке послују у своје пме и за свој рачун, али и као финансијски агенти, интермедијери и саветодавци. Пословна оријентација банака је универзална, специјализована и развојна. Банке своје депозитне, кредитне, инвестиционе и услужне функције обављају у зависности од расположивих потенцијала. који се употпуњава емитовањем хартија од вредности, од доградње финансијске мреже и од диверсификације финансијских инструмената.

Промене у финансијској структури у развијеним тржишним економијама испољавају се у виду финансијских иновација, дерегулације, секјуритизације и глобализације. То је довело до креирања диверсификованих финансијских инструмената путем којих се повезујукредитори и дебитори уз слободно формирање билансне структуре, активирања тржишта капитала и новца као институционалног облика трансфера дугорочних и краткорочних финансијских ресурса између дужника и поверилаца без посредовања финансијских инстрггуција, дерегулације на финансијском сектору и увођења конкуренције између профитно оријентисаних финансијских институција, и формирања реалних каматних стопа као објективизираног параметра за оптималну алокацију финансијских ресурса.[115]

Ове тенденције у променама финансијске структуре у форми финансијских иновација манифестују се у виду (облику) дерегулације, секјуритизације и глобализације. „Тако је дошло до стварања услова за оштрију конкуренцију између разних типова финансијских институција уз напуштање строгих подела компетенције њихових делатности на финансијском сектору (дерегулација). Ово је праћено повећањем релативне улоге вредносних папира као и секундарних тржишта на којима долази до купопродаје раније емитованих папира, уз релативно потискивање финансијских институција односно јаче повезивање финансијских институција за тржиште вредносних папира (секјуритизација). Најзад, дошло је до тенденције међународног повезивања националних финансијских тржишта односно стварања глобализованог финансијског тржишта. Тенденција глобализованог кретања новца и капитала резултат је с једне стране постојања конвертибилности валута као и смањења или укидања ограничења на плану кретања капитала између земаља и иностранства.”[116]

Реформа југословенског финансијског система иницирала је потребу институционализације финансијског тржишта на коме се укрштају токови понуде и тражње новца и капитала. На новчаном тржишту „се врши преливање краткорочних средстава пре свега у виду депозита банака код централне банке и благајничких записа централне банке, док би у перспективи дошло до емисије краткорочних државних обвезница. депозитних цертификата банака

[115] Др М. Ћировић, Тржишно–оријентисана реформа финансијског система, Економски анали, бр. 106/90 ст. 187–204.

[116] Др М. Ћировпћ. оп. цит, ст. 190.

и комерцијалних папира предузећа. Увођењем новчаног тржишта долази до диференцијације новчаних актива на примарне и секундарне новчане активе. У контексту стварања новчаног тржишта на којем долази до интервентних операција централне банке стварају се институционалне могућности за нове механизме регулисања примарног новца од стране централне банке. Међутим, са*гледишта развоја финансијске структуре много је значајније стварање тржишта капитала на којем долази до примарне емисије вредносних папира (акција и обвезница) од стране предузећа као и обвезница које емитује држава. Тржиште капитала повлачи за собом и стварање секундарног тржишта на којем долази до купопродаје примарно раније емитованих вредносних папира. На тај начин једном емитоване акције предузећа остају перманентно у промету и самим тим представљају трајне изворе финансирања предузећа. При томе је битно нагласити да акције предузећа носе варијабилни принос чија висина зависи – од текуће просритабнлности предузећа као и политике расподеле нето добити предузећа између ретенције профита за финансирање развоја и исплате нето добити у виду дивиденди власницима акција. Обвезннце су инструмент кредитних односа између предузећа или државе као емитената тих облика вредносних папира и оне носе по правилу сриксну каматну стопу или каматну стопу која је везана за неку референтну каматну стопу на финансијском тржишту. Обвезнице које се налазе у промету на секундарном тржишту капитала имају рок доспећа од најмање годину дана (по алтернативној конвенцији најмање две године)”.[117]

8. ФИНАНСИЈСКЕ ОРГАНИЗАЦИЈЕ

У литератури се небанкарске фииансијске организације класификују према врстама извора и према врстама функција. и то у виду следећих пет група институција: депозитне фииансијске организације. инспиуције за уговорну штедњу. институционе финансијске организације, фииансијске компаније и мешовнте финансијске организације. „Тип депозитних финансијских органнзација има изворе формирање финансијског потенцијала прилнчно слнчне изворпма пословних банака. У ову групу спадају мешовите штедне банке. штеднокредитна удружења и кредитне уније. У институције које организују уговорну (дугорочну) штедњу спадају осигуравајуће организације и пензнони фоидови. Тип инвестициоиих финансијских организација срормира свој потенцијал на основу издавања и/или трансфера дугорочних вреднрсних хартија („stocks and bonds”) и укључује: мешовите фондове. ннвестиционе компаије („closed–end”), личне и заједничке старатељске фондове („turst

[117] Др М. Ћировић, оп. цит, ст. 201.

funds”) и старатељске компаније. Извори средстава финансијских компанија састоје се из комерцијалних папира, банкарских кредита и акција. На крају. мешовите финансијске организације укључују: државне и полудржавне кредитне агенције за финансирање и осигурање специјалнихтрговинских и инвестиционих аранжмана, инвестиционе и брокерске куће за поспешивање финансијских инвестиција и разне минијатурне организације као што су залагаонице”.[118]

У структури штедионица доминирају (1) Заједничке штедне банке, (2) Штедно–кредитна удружења и (3) Кредитне уније. „Заједничке или мешовите штедне банке („mutual savings banks”) спадају у депозитне небанкарске сћинансијске организације, које у основи имају кооперативни карактер и главни задатак поспешивање и мобилизацију атомизиране штедње у друштву. Овим финансијским организацијама управљају штедише и депозитари, иако они нису формални власници и не постоји институт акционарства. Остварени нето приходи се према одређеним кључевима расподељују штедишама и депозитарима. Отуда су ово непрофитне финансијске институције за развој и унапређење штедње најситнијих депозитара. Осниване су и функционисале са специјалним статусом, који не подлеже условима формирања и деловања банака... Заједничке штедне банке не могу издавати вредносне хартије и тако обезбеђивати дугорочне изворе финансијских средстава. Такође, по правилу не могу користити кредите и друге позајмице као што је то случај са банкама и неким другим финансијским институцијама. За ове институције важе доста рестриктивни услови привлачења допунских финансијских фондова, што је донекле компензовано либерализацијом државне регулације и обезбеђивањем уговарања већх каматнх стопа на депозите у односу на банкарске камате... Формирана финансијска средства се највећим делом усмеравају за финансниpање стамбене изградње, потрошачких кредита и куповину државних и привредних обвезница. У САД око 2/3 пласмана се усмерава у виду стамбених кредита („mortgage loans”). док се остали део пласнра на тржишту капитала, потрошачке кредите и остале врсте финансијске активе. На страни пласмана углавном не постоје строге рестрикције као у случају формирања фондова. Генерално важи принцип обезбеђивања сигурности пословања а не профитабилности. Услед тога. ове институције одобравају стамбене кредите по нижим или преференцијалним каматним стопама, у односу на тржишне. што је повезано са нижим стопама опорезивања односно обезбеђивање пореских концеснја овим установама. али и са основном стратегијом формирања ниске стопе прихода и високог степена стабилности депозита”.[119]

Штедна и кредитна удружења (Saving and ioan Associations) формирају се пак у виду акционарннх или мешовнтих (заједничких) финансијских организација. При томе. јасно су „разграничене групе штедиша у односу на групацију корисника кредита, а управљачка структура је везана за стоп9е уложених депозита или фондова. Институције су чланице одговарајућих осигуравајућих организација за осигурање и обезбеђење сигурности

[118] Др С. Јовић, Банкарство, Научиа књига, Београд. 1990. ст. 72–73.
[119] Ибидем ст. 74–75

депозита. Средства ових институција су иначе стабилна будућп да је највећи део уложеннх депозита средњорочног и дугорочног карактера. Због свога легалног статуса институције расподељују депозитарима и улагачима дивпденде уместо каматних приноса, иако за субјекте ова терминолошка дистинкција нема важности. Извори средстава ових институција састоје се углавном из дугорочних и штедних депозита. која се формирају на основу специјалних метода атрактивног апсорбовања вишкова штедње у друштву. Конкурентност у односу на банке и остале финансијске организације постиже се преко већих и варијабилних каматннх стопа и путем коришћења шире структуре орочавања депозита. На овај начин се могу постићи бољи односи између каматоносности и ликвидности штедње субјеката. што је битно за формирање стабилнијих и већих стопа раста депозита. Свој финансијски потенцијал институције могу да повећају и преко позајмица код специјалних финансијских и банкарских организација, уз плаћање тржишних каматних стопа. Организације акционарског типа могу да издају и пласирају дугорочне хартије као допунски извор формирања својих финансијских извора. У најновије време методи повећаног апсорбовања штедње остварују се преко увођења камате на неорочене депозите, терминала за аутоматизовани трансфер депозита и све присутнијег приступа на тржиште капитала. Убедљиво највећа пропорција пласмана отпада на стамбене кредите, на које институције у САД усмеравају 4/5 својих укупних портсреља односно пласмана. Са повећаним приливом средстава код ових финансијских организација повећава се и обим пласираних стамбених кредита и оживљава укупно тржиште градње и финансирања стамбене привреде. На овај начин се традиционално одржава њихова превасходна функција привлачења локалних извора штедње за финансирање локалне стамбене привреде, иако се у новије време иде на политику боље дисперзије пласмана у наменском и ширем регионалном смислу. То се делимично постиже преко захтева да се држе повећане ликвидне резерве у облику вредносних папира”.[120]

Кредитне уније. исто тако, припадају структури депозитних небанкарских финансијских организација које се баве мобилизацијом и концентрацијом дисперзионе штедње. „То су старатељске. кооперативне и непрофитне финансијске организације, чији су чланови најчешће из круга истоврсних професија, занимања или територија. У односу на претходне две, ова врста финансијских организација је новијег датума. мањег обима и знатно веће бројности. Чланови бирају своје органе управљања и руковођења. Супервизорство над њиховим пословањем може бити локалног, регионалног или националног карактера, у зависности од величине и удружености ових организацпја. Кредитне унпје могу да се удружују у специјалне врсте асоцијација. које обезбеђују информативне, саветодавне и финансијске услуге. Депозити могу бити осигуравани код посебних врста осигуравајућих финансијских организација. Кредитне уније послују по принципима самофинансирања и волонтерског ангажовања чланова. услед чега су оперативни трошкови врло ниски. Нема гарантованих дивиденди

[120] Ибидем ст. 75–76

или прихода члановима. Кредитне уније могу позајмљивати средства код других организација, али само до 50% свога капитала. Уживају веће пореске повластице него претходне депозитне финансијске организације. На депозите се уговарају фиксНе каматне стопе које су углавиом изнад тржишних камата, што је био важан разлог за повећани раст штедње. Чланови кредитних унија по правилу су из кругова са релативно нижим дохоцима и са слабијом оријентацијом на тржишне механизме и инструменте улагања своје уштеђевине... У структури пласмана доминирају потрошачки, а не стамбени. кредити. пошто ове организације не могу одобравати кредите са роковима доспелости изнад десет година. У суштини ове финансијске организације настоје да измире два неконзистентна циља: да привлаче депозите и штедњу преко већих каматних стопа а да одобравају кредите уз релативно ниже каматне стопе. Посебна тешкоћа проистиче из чињенице да потрошачки кредити сразмерно носе највеће трошкове, због односа између мањег обима кредита и фиксних (оперативних) трошкова кредитирања”.[121]

Осигуравајућа друштва, као и тзв. пензионп фондови, систематизују се у оквиру групације институција за развој уговорене штедње. „Постоје осигуравајуће организације за осигурање живота и органидација за осигурање имовине. Заједничке карактеристике су у сталном и стабилном приливу средстава у виду уплата премија осигурања, на основу чега се формирају веома стабилни износи средстава за финансирање основне намене. Средства су дугорочног карактера, формира се на основу издавања и трансфера хартија од вредности. Формирани доходак се не опорезује уколико се организације придржавају принципа пословања и ако 90% дохотка расподељују на своје партиципанте. Постоје четири врсте ових организација: инвестиционе компаније са фиксним фондовима, инвестиционе компаније затвореног типа. компаније отвореног типа и инвестиционо старатељство у области реалне имовине. Прве три финансијске организације купују акције и обвезнице на основу фондова уложених од стране новчаних инвеститора (крајњих штедиша), док четврта организација пласира мобилизоване фондове у реалну имовину. Инвестиционе компаније са фиксним фондовима су знатно смањиле своје учешће на тржишту капитала у последњим деценијама, услед ригидности у пословању, фиксираних рокова доспелости пласмана, немогућности ретрансфера холдинга и сл. Инвестиционе компаније затвореног типа („elosed–end investment companies”) posluju kao prave poslovne korporacije, koje najčešće realizuju hartije zajedničkog kapitala. Investicione kompanije otvorenog tipa izdaju samo jedan oblik hartija u vidu vlasničkih udela, koje realizuju po tekućim vrednostima plus troškovi transfera. Investicione staratecjske organizacije („real estate investment trusts”) улажу своје фондове у финанспрање стамбених и грађанских кредита. док се у погледу мобилизовања средстава не разликују од претходних финансијских организација.

Финансијске компаније обухватају три типа специјализованих небанкарских финансијских организација: 1) за финансирање промета трајних добара; 2) за финансирање потрошње и 3) за одобравање специјалних

[121] Ибидем ст. 76–77

зајмова. Организације за финансирање продаје трајних добара у првом реду финансијски потпомажу куповину аутомобила и других трајних добара на основу срормирања посебних програма отплата коришћених зајмова. Компаннје за финансирање потрошачких расхода одобравају специјализоване и ситне кредите потрошачима у циљу премошћавања гепа између текућих доходака и текуће потрошње. Трећи тип финансијских копанија одобрава специјализоване зајмове привредним предузећима која нису имала довољан степен кредитне способности за добијање банкарских кредита. Пракса ових финансијских организација показује специфичну структуру извора и капитала, која се знатно разликује у односу на остале финансијске организације. Оснивачки капитал чини трећину укупних фондова. Додајни финансијски потенцијал формирају на основу мобилизације средстава на тржишту новца и капитала, коришћења банкарских кредита, издавања краткорочних вредносних папира и сл. Осигуравајуће организације и банке углавном пласирају вишкове слободних финансијских средстава у куповину краткорочних вредносних хартија финансијских компанија, у циљу држања финансијских портфеља високе сигурности и ликвидности. Својом активношћу финансијске компаније повезују тржиште новца и капитала и помажу процесе усклађивања краткорочних и дугорочних каматних стопа. Она помажу нормално пословање малопродајне трговинске мреже путем обезбеђивања потрошачких кредита и краткорочних пословних кредита малим предузећима.

Старатељски фондови су специфичне институције којима пословно управљају посебна старатељска одељења пословних банака, са циљем да се формирана финансијска штедња пласира на сигуран и ефикасан начин. Код пласирања мобилизованих средстава респектује се правило брижљивог и сигурног избора („prudent man rule”) за обезбеђење разумног дохотка и очување уложеног капитала. Највећи део фондова пласира се у виду заједничког оснивачког капитала, обвезнице, стамбене зајмове и сл. Институције за организовање уговорне штедње и финансијских инвестиција потпомажу стабилност финансијског тржишта, повећани прилив штедње друштва у финансијске канале и стабилност тражње и цена одговарајућих тржишних хартија. Ове финансијске организације помажу у формирању тзв. дугорочног хоризонта укупног инвестирања штедње, будући да обезбеђују већи прилив нових финансијских ресурса у односу на нормални одлив и да постоји чврста тенденција раста обима њихових биланса. Наиме, према концепту дугорочног хоризонта инвестирања занемарују се краткорочне осцилације цена вредносних хартија и у потпуности респектују дугорочни трендови формирања цена и курсева хартија. што је веома важно за одржавање секуларних тенденција раста цена хартија од вредности и стимулацију предузећа да сразмерно веће пропорције својих доходака издвајају за инвестициона улагања. Паралелно са тим. смањује се каматна стопа и тако омогућава олакшано финансирање развоја реалних инвестиција у привреди.

Остале финансијске организације делују најчешће као државне агенције за формирање крупнијих финансијских ресурса и срннансирање специјализованих области економске активности. Ове институције послују

под спонзорством државне администрације и одобравају преференцијалне кредите за финансирање, нарочито, пољопривреде и урбане привреде. Највећи значај се придаје развоју бенесрицираног финансирања стамбене изградње у пољопривреди и урбаним просторима, нарочито за помагање станоградње за слојеве становништва са најнижим дохоцима. Ове институције одобравају директно повољне кредите одговарајућим категоријама становништва и стимулишу остале фииансијске организације на повећање обима стамбеног кредитирања. На овај начин је терет субвенционог кредитирања везан за државне агенције, док банке и тржишне финансијске организације примењују пуне економске и финансијске критеријуме транссрера и пласмана средстава. У сумарној оцени небанкарских финансијских организација треба истаћи њихову важност у погледу развоја комплексности и дубине финансијског тржишта, што је битно за повећање штедње и акумулативности, као и стабилности укупног финансијског система. Депозитне небанкарске финансијске организације повећавају мобилизацију краткорочних, ликвидних и сигурних финансијских средстава и доприносе развоју компетптивности на новчаном тржишту. Институције за развој уговорне штедње обезбеђују трајну потпору за раст дугорочних, квалитетних и стабилних финансијских фондова. што је основа за уравнотежење на сектору инвестиције — акумулације. Иституције за финансијске инвестиције формирају мешавину краткорочних и дугорочних финансијских ресурса и обезбеђују суптилно покривање евентуалних дефицита на појединим сегментима финансијског тржишта. Коначно, остале организације обезбеђују средства за субвенционо финансирање виталних области друштвеног живота”.[122]

[122] Ибидем ст. 78–81

ГЛАВА ДРУГА

ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ И ФИНАНСИЈСКО ПОСЛОВАЊЕ

1. ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА

Пословне финансије или финансије предузећа — фирме су: 1) Систем новчаних токова у друштвеној репродукцији предузећа: 2) Кружно кретање новчаних средстава у сфери производње. размене. расподеле и потрошње; 3) Финансијски односи између предузећа. економских субјеката у привреди и друштва у целинн. између организационих и радних једпница и радних делова унутар сложених предузећа: 4) Примање, чување, издавање. расподела и употреба финансијских средстава и 5) Финансирање текућих и развојних потреба и програма предузећа.

Финансијски односи успостављају се између различитих и бројних прнвредних н ванпривредних субјеката у друштвеној репродукцији. Основе заснивања финансијских односа су, такође. бројне и разноврсне: куповина и продаја робе и услуга. удружнвање средстава, заједничка улагања. узимање и враћање кредита. заједнички доходак. расподела дохотка. плаћање пореза. доприноса. уговорних и законскнх обавеза. финансирање инвестнција (улагање у основна средства и трајна обртна средства). санирање губитака итд.

Финансијски односн се успостављају између привредних организација, задруга. друштвено–политичких заједница. самоуправних срондова. банкарскнх. финансијских и оспгуравајућих организација. задруга. друштвено–политнчких заједница, самоуправних фондова. банкарских. финансијских и оснгуравајућих организација и других самоуиравних организација и институција. Разликују се унутрашњи финансијски односи. који срункционишу унутар привредне организације, између њених основних

организационих делова и унутар сложеног предузећа. н екстерни (спољни) финансијски односи. који срункционишу између предузећа и између предузећа и друштвено–политичких заједница, срондова. банкарских, финансијских и оспгуравајућих организација, и осталих организација и институција.[123]

У центру финансијског односа је новац, односно новчана средства.[124] Организација за новац набавља све што је потребно за нормално одвијање процеса производње и за репродуковање уложених средстава. Реализацијом робе и услуга основна организација удруженог рада ослобађа уложена новчана средства за нове производне програме, за проширење материјалне основе рада. за задовољавање личних и заједннчких потреба радника и за алиментирање општедруштвених и заједничких потреба. Тиме се залази у проблематику стицања и распоређивања дохотка и успостављања доходовних односа. Добит је основ и извор финансирања предузећа, па и финансијске функције и финансијских токова привредних организација. Новчани односи су основ за успостављање финансијских односа. Пошто доходак синтетизује и економску и финансијску страну друштвених резултата рада. то и реинтегрисани доходовни и финансијски односи одсликавају и економске и финансијске токове у друштвеној репродукцији.

Учење Маркса о кружном кретању капитала и његовом претварању из робног у новчани облик отворио је перспективу разумевања дужничко–поверилачких односа и новчаних токова у друштвеној репродукцији. Новчаним средствима се отварају потраживања и затварају дуговања преко уплате и исплате новца или плаћања која према врсти и намени у предузећу, делимо на новчана средства за редовно пословање (новчана средства у пословном сронду и новчана средства која потичу из амортизације) и наменска новчана средства (средства у резервним фондовима и средства у фондовнма заједничке потрошње).

Финансијским пословањем предузећа (фирме) називамо: 1) Целокупно пословање новчаним средствима: 2) Послове прикупљања и пласирања финансијских средстава: 3) Извршавање задатака финансијске функције; 4) Спровођење финансијске политике; 5) Обављање послова финансијске евнденцније. финансније анализе и финансијске контроле и 6) Финансијско планирање и управљање.[125]

Фииансније пословођење, се односи на успешно вођење финансија предузећа. које се и огледа у финансијској снази. ..а то је:

- трајна способност плаћања од које завпси постојање предузећа па тржишту.
- трајна способност финансирања. као прикупљања капитала и прнбављање средстава од других под повољнијим условима и истовремено способности враћања на време.

---

[123] Б. Дефранчески, Финансијско пословање организација удруженог рада, Савремена администрација, Београд. 1979.

[124] Ибидем.

[125] Др С. Вукић (Ред.). Финансијско управљање у организацијама удруженог рада, Књижевне новине, Београд. 1979.

- трајна способност инвестирања као есЈшкасно и успешно улагање средстава у процесе пословања и развоја.
- трајна способност повећања имовине власника на основу резултата (добити и/или других категорија резултата).
- трајна способност задовољавања фннансњских интереса учесника предузећа поред власника. менаџера и запослених, такође. тржишних и финансијских учесника, учесника из друштвене инфраструктуре за њихово финансирање (из јавних финансија и из пословних, односно тржишних односа) и државе (јавне финансије). Срж финансијског управљања и пословођења огледа се у вођењу финансијске политике предузећа као помоћи у вођењу политике предузећа".[126]

1) УПРАВЉАЊЕ ПОСЛОВНИМ ФИНАНСИЈАМА VERSUS ФИНАНСИЈСКИ МЕНАЏМЕНТ

Ако се под пословним финансијама подразумевају односи и процеси репродуковања финансијског капитала предузећа у фуикцији остваривања пословних и развојних циљева привредних субјеката, онда је целокупан финансијски капитал, којим располаже предузеће (без обзира у ком је облику и ко је његов крајњи власник), предмет управљања пословним финансијама.[127] „Задатак финансијског управљања и управљања пословним финансијама јесте да креира и остварује политику оптималног финансијског пласмана уз очување пуне ликвидности, тј. способности предузећа да све доспеле обавезе исплаћује на начин и о роковима који су утврђени уговорима или законом... Као оптимално пласирање (улагање) финансијског капитала сматра се оно које у датим условима обезбеђује да се овај оплођава по највишој могућој стопи рентабилности уз најниже трошкове и ризике".[128] Према томе. генерални циљ управљања пословним финансијама (односно финансијском менаџменту) јесте оплодња финансијског капитала предузећа по максималној стопи рентабилности улагања. без обзира да ли се ради о сопственом капиталу (својина власника, односно акционара). позајмљеним ресурсима (банкарски кредити) и тзв. средствпма у обрачуну, и без обзира да ли се ради о расположивом (ликвидном) капиталу у новчаном облику или о ангажованом капиталу. То је уједно и централни мотив финансијског предузетништва. који фактички „диригује" финансијском менаџменту да води рачуна о угледу предузећа на тржишту (GoocKvill). о кредитној способности фирми и о стручним кодовима за послове финансијског менаџмента. Зато је и креирање и остваривање политике оптпмалних финансијских пласмана уз динамичко одржавање оптималног степена ликвидностн предузећа фундаментални цпљ управљања пословним финансијама.[129]

---

126 Др .И. Краљ, Финансијско управљање и фииансијско пословођење у условима тржишне привреде, Књиговодство 8–9/90 ст. 131.

127 Др Б. Орловић, Управљање пословним финансијама, Економика 3/91. ст. 54–59.

128 Ибидем, ст. 55.

129 Опширније: R. A. Brealey i S. C. Myers. Principles of Corporate Finnance, Mc Graw–Hill. N. York. 1991.

У том склопу, важна је тзв. параметарска основа за управљање пословшга финансијама у тржишним економијама, као нумерички изражене величине (односи) у срорми показатеља стања и кретања иквидности предузећа. Показатељи ликвидности су од посебног значаја за регулацију финансијске равнотеже предузећа. финансијске активности фирме. структуре капитала компаније. трошкова финансирања предузећа и финансијског резултата фирме. Параметри финансијске равнотеже јесу биланси који рефлектују однос између потребних и реалних (расположивих) финансијских ресурса у ликвидном облику у виду рационалних циљева. односно коесрицијената по крптеријуму развојних пројеката, врста финансијских средстава, обрачунских јединица, рочности финансијских средстава, намена финансијских ресурса и динамике ангажовања.

Билансирање потребних и расположивих ликвидних средстава ваља подесити и по роковима доспећа, односно унапред утврђеном динамиком прилива и одлива финансијских средстава, с тим што квантитативни однос између потребних и расположивих средстава (коефицијент) у сваком року доспећа по развојном пројекту мора износити 1. То пак имплицира између биланса потребних и расположивих ликвидних средстава у годишњем (текућем). оперативном (месечном) и дневном програму. У обрачунским једнницама у оквиру годишњих месечних и дневних планова свуда ваља израдити билансе по врстама и износима финансијских ресурса. по валутама и начинима прибављања средстава, по наменама средстава. по рочности, по динамици ангажовања средстава како би аигажовани капитал постао ликвидан након рационално обављене функције и ефикасно обављеног пословања фирме.

Индикатори финансијске активности предузећа (параметри. показатељи) програмирају се по фазама пословног процеса како би се у свакој фази репродукције коефицијент обртања финансијских средстава повећавао упоредо са смањењем трошкова финансирања и повећања тржишне конкурентности и акумулативне и репродуктивне способности предузећа.[130] У том склопу. показатељи за контролу трошкова финансирања инкорпорирају стопу укупних трошкова финансирања у односу на остварену бруто добит н коефицијент покрића као однос оствареног квантума добити у односу према износу ануитета и трошкова финансирања; док индикатори за контролу финансијског резултата англобирају односе између квантума нето добити и износа просечио ангажованнх обртних средстава (стопа) и између износа нето добити и износа укупно ангажованог сопственог капитала.

Коначно. „показатељи за регулацију структуре финансијског капитала се користе као коефицијенти: (а) степена финансијске аутономије (однос између позајмљених и сопствених износа финансијских средстава. (б) рочности задужености (дугорочни и краткорочни кредити у односу на сопствена средства), (ц) врста и основа задужености (хипотеке. залоге. гаранције. меница) и (д) фондова за исплату ануитета (однос између прилива

[130] P. K. Ethvard, Managing the Factory, Basil Blackwell. Osford, 1987.

ликвиднних средстава у фондове ануитетне службе и обавеза за исплату ануитета)”.[131]

У савременом свету. рационална политика финансијских пласмана и ефикасна политика ликвидности по правилу се ослањају на емисију, куповину и продају хартија од вредности. „Емисија акција омогућује да се повећа капитал и финансијски потенцијал предузећа. Емисија обвезнпца омогућује да се прибаве средњорочна или дугорочна финансијска средства за сјјигаансирање већих пословних или развојних пројеката... Куповина и продаја хартија од вредности представља начин да се привремено слободна финансијска средства пласирају у хартије с високом рендитом. и да се. при томе, не угрози одржавање ликвидности предузећа (јер се хартије могу брзо продати или. у случају падања стопе рендите једних, заменити другим”.[132] Но, за то је потребно постојање добро организоване ефектне. девизно–валутне и робне берзе са компензационим касама и обрачунским заводима (klmnghaus), специјализоване финансијске агентуре. развијено инвестнцноно банкарство. развијено тзв. калкулативно књиговодство (које је постало кљумни ннструмент управљања финансијским пословањем фирме). развијена компјутеризована информатичка и комуникацијска технологија у оператнвном финансијском менаџменту. диверснфикована мрежа агенција за финансњско–експертне услуге, агенције за финансњску ревизију н арбитражу: агенције за финансијски маркетинг и инжењеринг, и агенције за порески консалтинг и фискални менаџмент.[133]

Пре него што се уђе у игру треба знати да је финансијски бизнис велика узбудљива алтернатива самозапошљавање са брзим тржишним играчима.[134] Финансијско тржиште је права ратна ареиа. јер се на берзама новца н капитала перманентно укључују свеже јединице и искључују жртве. То је првенствено игра на финансијски добитак у области улагања капитала у ризичне подухвате. Тржишна слобода је овде право богатство финансњских избора са мноштвом комбинација и алтернатива. Разлпчите суме ангажованог капитала, различити трошкови финансирања, различити нивои добнти. различите стопе приноса и различите клопке ризика воде различитом успеху или неуспеху. богатству или банкротству. новом изазову или разочарењу.

Зато сваки финансијски менаџер треба да прође кроз тест предузетних особина и менаџерских врлина да би „осетио и измерио” сопствену способност за вођење бпзниса и ризичне тржишне игре на добитак. У том тесту су нарочито важне следеће особнне:

1. Креатпвност и способност.
2. Упорност и истрајност.
3. Дух истраживања и експерпментисања.
4. Визнонарство и пницијатива.

---

[131] Др Б. Орловић, оп. цит, ст. 56.

[132] Др Б. Орловић. Управљање пословним финансијама, Економика 3/91. ст. 57.

[133] Упореди: F. C. Jeager i N. E. Sciz. Financial Institution Management. Englewood Cliffs. Prentice–Hall. 1989,

[134] Опширније: D. K. Eiteman i A. I. Stonebill, Multinational Business Finance, Addision — Vesley Publishing Company, N. York. 1989.

5. Независност и аутономност.
6. Опседнутост идејом и самопотврђивањем.
7. Синтетичко мишљење и држање свих детаља у глави.
8. Самоувереност и мотивисаност.
9. Убедљивост у изношењу идеја и замисли.
10. Флексибилност и отвореност.
11. Спремност на сарадњу и прављење коалнција.
12. Правилан избор кадрова и партнера.
13. Правовремена процена ризика и максимална одговорност,
14. Идентификовање ресурса и ефикасно финансирање послова.
15. Веровање у себе, своју стручност и свој рад.

Све ово је веома важно знати, јер су многи у заблуди када мисле да је менаџерима једина преокупација велика зарада — новац. Пренебрегава се, дакле, чињеница да су менаџери највише опседнути нмперативом опстанка. с обзиром да само та исконска борба за опстанак, у крајњој инстанци, код успешних менаџера резултира новцем и благостањем. То треба знати и упамтити једном за свагда, јер је „најтеже зараднти први милион долара" у животу, раду и бизнису.

2. ФУНКЦИЈЕ ПОСЛОВНИХ ФИНАНСИЈА

Функције пословних финансија предузећа могу се систематизовати на следећи начин:

1. Ефпкасно осигурање процеса рада потребним новчаним средстивима;
2. Наменско и рационално коришћсњс финансијских средстава;
3. Планска расподела остварених средстава;
4. Обезбеђење финансијске стабилности и равнотеже;
5. Остварење финансијске евиденцнје и контроле;
6. Спровођење самосталне финансијске политике.

Ефикасно обезбеђење процеса рада потребннм новчаним средствима односн се на прибављање финансијских средстава за финансијско пословање у потребном износу, у предвиђеном року и за утврђене намене и функције пословне полнтике фирме. Наменско и рационално коришћсње средстава имплицира ангажовање новчаннх средстава за срункционисање средстава у процесу рада. реализацију готових пронзвода и услуга и репродуковање пословних средстава на принципима економичности. рентабнлности

и продуктпвностп. Планска расподела остваренних средстава односи се на употребу новчанпх средстава за задовољавање потреба проширене репродукције и раста предузећа. личннх и заједннчких потреба радника и општедруштвених и заједничких потреба друштва. Обезбеђење финансијске стабилиостн н равнотеже немогуће је без стабилне финансијске ситуације,[135] стабилних финансијских односа са купцима и добављачима и уравнотеженог стања новчаних средстава на рачунима.

Функције обезбеђења новчаних средстава. наменске расподеле средстава и рационалне употребе средстава везују се за финансијску политику као скуп начела. метода. прописа. мера и инструмената у процесу спровођења пословннх одлука и реалпзацији циљева и задатака пословних финансија. Организовано и планско прикупљање новчаних средстава и њихово трошење је финансијска делатност привредне организације. У том смислу. финансијско пословање има за полазну основу новчани промет. у чијем су средишту плаћања обавеза и наплате потраживања. Финансијско пословање у ужем смнслу је пословање повезано са новцем и са његовом манипулацијом. Остали финансијски послови. везани за вођење финансијске евпденције. за састављање пословних и финансијских обрачуна. за финансијску анализу и финансијску контролу. припадају домену финансијског пословања у ширем смислу. Ови послови чине садржину рачуноводствене срункције и стога се квалитативно разликују од послова који опредељују финансијску срункцију предузећа.

Фундаментални циљ свакездраве финансијске политнке предузећа јесте дугорочно обликовање стабилне финансијске снаге фирме. која инкорпорнра (1) Способност финансирања н повећања пмовнне. (2) Способност плаћања н инвестирања. и (3) Способност максимирања добитка на средњи и дуги рок. Способност (капацитет) финансирања предузећа рефлектује способност мобилизације сопственог капитала. акумулирањем нето добитка и емнтовањем акција. и краткорочно — дугорочним задуживањем фирме; док способност перманентног повећања имовине репрезентује дугорочно увећање имовнне (прираст) предузећа. односно власника или сувласника фирме. који су уложили капптал и који очекују његово стално репродуковање на увећаним основама (добнци). Капацитет (способност) плаћања имплицира трајну финансијску оспособљеност фирме да у свакој временској секвенци исплаћује доспеле обавезе. да у сваком тренутку враћа позајмљена средства о року доспећа и да у свакој ситуацији ликвндна средства надилазе доспеле обавезе предузећа; док капацитет ннвестирања (инвестициони капацитет) по правилу репрезентује рентабилно улагање средстава у текуће пословање предузећа и у раст фирме на трајним. стабилним и дугорочним основама. Коначно. способност максимирања добитка јесте врхунски циљ заједннчких

[135] Финаисијска ситуација дефинише се као стање финансијских односа и као обим и структура финансијских токова фирме. Уобичајено је, међутим, да се ликвидност и солвснтност третирају као основна обележја стабилне финансијске ситуације организација удруженог рада и уравнотежености финансијских токова и односа. Стабилна финансијска ситуација (стабилни финансијски односи) и финансијска равнотежа (равнотежа финансијских токова) заправо су пандан ликвидности (као ширењу плаћања у року и способности плаћања и могућности измирења финансијских обавеза целокупним расположивим средствима).

интереса власника фирме. менаџерског типа предузећа. радника и поверилаца предузећа. и државе. али и централнн критеријум бонитета предузећа.

ПрибавЗање новца и капитала јесте централни посао финансњске функције предузећа. У том склопу. новац рефлектује новчана средства која се користе у краћим времеиским секвенцама — у правнлу до годпне дана: док капитал репрезентује новчана средства која се користе у дужем временском периоду — у правилу преко године дана. У теорнји и пракси. егзистирају два метода мобилизације (могућностн прибављања) новца и капптала. и то: интерне и екстерне могућности: „Интерне могућностп прпбављања недостајућег новца н капитала су: продаја дела предузећа. продаја неког основног средства које није преко потребно. продаја купљених деоница од других предузећа и банака и продаја потраживања. Екстерне могућности прибављања недостајућег новца и капитала су: емисија краткорочнпх хартија од вредности. емисија дугорочних хартија од вредности закључења уговора о трајном улогу трећих лица. закључење уговора о кредиту (краткорочном или дуторочном) и закључење лизинг аранжмана.[136]

Прибављање новца и капитала вршп се под одређеним условима у чијем епицентру стоји цена. која фунгира у различитим облицима. Цена прибављеног капитала путем продаје предузећа (дела) јесте стопа нето добитка на сопствени капитал тог дела фирме који се продаје и за који се билансира финансијски резултат. Цена капитала путем продаје основног средства јесте пак. „опортунитетни трошак у висини стопе нето добитка на сопствени капитал”. Цена прибављеног капитала путем продаје купљеннх деоница (акцпја) је. исто тако. опортунитетни трошак у висини стопе дивиденде. Цена прибављеног капитала путем продаје потраживања јесте пак дисконтна стопа која се одобрава у непосредном процесу продаје. Цена закупа јесте фактичка цена лизинг арашжмана, док је каматна стопа цена прибављеног новца и капитала путем закључивања уговора о кредиту по фиксној камати или по варијабилној каматној стопи на финансијском тржишту у моменту отплате дуга. Цена прибављеног капитала путем трајног улога јесте стопа накнаде на улог у фиксној или варијабилној форми. Коначно, цена прибављеног капПтала путем емисије акција јесте стопа дивиденде. при чему продаја емитованих акција изнад њихове номиналне вредности — чиме се остварује премија (тзв. ажија), која повећава сопствени капитал — не представља основицу за расподелу дивиденде.[137]

---

[136] Др. И. Родић. Пословне финансије, Економика. Београд. 1991., стр. 15.

[137] Опширније: H. M. Maiktivky, Mean — Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets, Oxford, Basil Blackwell, 1990.

3. ФИНАНСИЈСКО ПОСЛОВАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА

Природа финансијских токова фирме опредељује специфичну садржину финансијског пословања основних организација удруженог рада. од којих треба истаћи следеће:[138]

1. Правну,
2. Институционалну,
3. Економску,
4. Новчану.
5. Административно–финансијску, и
6. Планску садржину.

Финансијеки послови одликују се правном. строго формалном садржином. којом се опредељује форма финансијских послова из које проистичу права и обавезе регулисане законским прописима. Институционална садржина финансијских послова проистиче из друштвено–економских односа.

Економска садржина финансијских послова проистиче из чињеница да су сви новчани токовн изведени из економских токова. резултата привређивања и доходовања. Основна органнзација удруженог рада је кључни субјект привређивања, стожер доходовних односа. ћелија удруживања средстава. Финансијски однос је новчанн пзраз пословних. економских односа, надградње доходовних односа и одраз дужничко–поверилачких односа. Садржина финансијских односа детерминисана је материјалним односима у друштвеној репродукцији. у којој новчани токови опслужују све фазе процеса репродукције у предузећу.

Целокупно финансијско пословање привредне организације има новчану садржину. Финансијски послови у фирми везани су за новчани промет, тј. за функције новца у друштвеној репродукцији. Заправо, финансије у робноновчаним односима и означавају новчану страну куповина и продаја. односно робног промета. новчану страну контроле, анализе и евиденције, новчану страну планирања и финансирања, расподеле дохотка и награђивања према раду и друштвеним резултатима рада, економске стабилизације и привредног развоја итд. Закон о предузећу обавезује све фирме и раднике да резултате свога рада и пословања исказују новчаним показатељима и да пословањем друштвеннм средствпма за производњу, као и својим текућим и минулим радом, репродукују новчана средства за задовољење личних и заједничких потреба радника, за алиментирање општедруштвених и заједничких потреба друштва, за обезбеђење резерви,

[138] Б. Дефранчески, оп. цит.

за проширење материјалне основе рада, као и за надокнаду утрошених средстава у репродукцији. Административно–финансијска садржина пословних финансија. односно финансијских послова фирме, огледа се у циркулацији финансијских докумената који су законски прописани у формалносуштинском смислу, у ангажовању рада и ангажовању радника на административним пословима и у формирању финансијске службе.

Планска садржина финансијских послова фирме огледа се у планском усмеравању материјално–финансијских односа у друштвеној репродукцији удруженог рада. Планирање материјалних и финансијских токова и робноновчаних односа у привреди. у Марксовом смислу, огледа се у томе да „удружени произвођачи рационално уреде промет материје са прнродом. да га доведу под своју заједничку контролу, уместо да он њима господари као нека слепа сила. да га врше с најмањим утрошком радне снаге и под условима који су најадекватнији њиховој људској природи”.[139] Планирање пословног и финансијског резултата је право. обавеза и дужност радника сваке фнрме, којим се усклађују материјални и финансијски односи у друштвеној репродукцији и повезују материјални и финансијски планови развоја фирме са друштвеним плановима економског и социјалног развоја Југославије.

4. ФИНАНСИЈСКА СИТУАЦИЈА ФИРМЕ

Финансијска ситуација предузећа сматра се последицом њеног начина финансирања и самог пословања. на коју утичу бројни фактори: интерни (унутрашњи) и екстерни (спољашњи). Унутрашњи факторп настају у самој организацији у вези са крајњим задатком, на пример. у вези са набавком и продајом робе. Спољни фактори се налазе обично у сфери финансирања. на пример. кредити од банака, њихова величина и услови добијања.

Финансијска ситуација се утврђује испитивањем:

1. финансијске сигурности,
2. ликвидности и
3. аигажовања средстава у појединим облицима пословних средстава.

Финансијска сигурност, са становишта предузећа, подразумева такво финансирање које осигурава непрекидно нормално извршавање задатака. Финансијска сигурност, са становишта кредитора, подразумева могућност предузећа да исплати своје обавезе. Финансијска сигурност условљена је финансијском самосталношћу и независношћу пословања фирме од средстава из туђих извора.

[139] К. Маркс, Капитал, II том, Култура, Београд, 1948. стр. 711–712.

Под ликвндиошћу се подразумева могућност да се расположивим новчаним средствима правовремено исплате доспеле обавезе. Лнквидност може бити садашња и перспективна. Садашња је она која показује тренутну могућност исплате доспелих обавеза.

Аигажовање средстава у појединим облицима пословних средстава јесте суштина пословања, јер непрекидна трансформацијасредстава из једног облика у други проузрокује перменантно мењање количине појединих средстава. Управо. од одговарајуће количине. као и врсте средстава. зависи опсег извршења задатака. Тако већа количина средстава омогућава извршење већег обнма задатака. а само извршење задатака мења количину и врсту појединих средстава. Ако количина средстава није у складу са потребама. онда се то одражава на процес пословања. Према томе. непрекндна динамика одржавања одговарајуће количине и структуре средстава јесте проблем пословања. Да би се сагледала финанснјска ситуација у организацији удруженог рада треба испитати структуру пословних средстава. С обзиром да је њихова структура врло сложена. треба утврдити велики број показатеља ради њиховог ближег дефинисања.

1) ФИНАНСИЈСКА СТРУКТУРА ПРЕДУЗЕЋА

Конструкција финанспрања или финансијска структура подразумева комбинације средстава нз сопствених извора, удружених. позајмљених. туђих и бесповратних средстава. При томе. квалитет појединих извора средстава оцењује се на бази расположивости и цене средстава. Код оцене расположнвости средстава сагледава се стабилност појединих извора средстава са становишта рока располагања средствима. начина располагања средствима. услова коришћења средстава и начина отплаћивања коришћених средстава.[140] Код оцене средстава калкулише се са трошковима прибављања и са трошковима коришћења средстава са становишта рентабилности. ликвидности, сигурности и стабплностн финансијског пословања предузећа.

Оптимална конструкција финансирања подразумева пзбор оне структуре извора средстава која омогућава најповољнију комбинацију рентабилности. ликвидности и сигурности пословања с једне и стабилност финансирања и развоја с друге стране. Таква комбинација извора средстава осигурава најјефтиније финансирање. уз уредно измпрење доспелих финансијских обавеза.

У оптимализацији финаиснјске структуре битна су питања оптималног нивоа задуживања. пропорција краткорочних и дугорочних извора финансирања и односа интерних и екстерних извора средстава. У финансијској праксн ова су питања од есенцијалног значаја за финансијску функцију. Код нивоа задуживања битни су цена задужења, услови задужења и доспелост задужења, код односа интерних и екстерних средстава битно је да екстерна средства не прелазе 1/3 укупно расположивих средстава за

[140] Др .И. Витез (Ред.). Финансијско пословање у радној организацији, Информатор, Загреб, 1971.

репродукцију остварених текућим пословањем; код односа краткорочних и дугорочних извора средстава битно је сагледавање ових односа са становишта рентабилности и ликвндности. структуре средстава и структуре улагања.

Финансијска равнотежа предузећа постоји онда када су средства по обиму и року везаности једнака изворима финансирања по обиму и року расположивости. У питању је, дакле и краткорочна и дугорочна финансијска равнотежа. „Кваититативно, краткорочну финансијску равнотежу изражава однос ликвидних и краткорочно везаних средстава, с једне, и краткорочних обавеза, с друге стране. док дугорочно финансијску равнотежу изражава однос дугорочно везаних средстава, с једне, и сопственог (трајног) капитала увећаног за дугорочне обавезе и дугорочна резервисања, с друге стране”.[141]

Са становишта теорије и праксе улагања новца и капитала предузећа важно је време имобилизације улагања. које може бити трајно. краткорочно и дугорочно. Трајно имобилисана улагања јесу улагања у земљиште, у трајна обртна средства, и трајна улагања у друге фирме. Краткорочно имобилисана улагања односе се на улагања у сезонске залихе и краткорочна потраживања. Дугорочно имобилисана улагања јесу пак основна средства и дугорочни финансијски пласмани.

(1) Финансијска структура и цена извора финансирања

Предузећа у процесу улагања средстава у пословну стратегију и предузетничку функцију користе различите облике финансирања, односно различите изворе ресурса, који се исказују у пасиви биланса стања (као рефлексије финансијске структуре и структуре капитала). Финансијска структура у пословној функцији репрезентује квантитативни и квалитативни однос између сопствених и позајмљених извора финансирања; док однос између сопствених извора и дугорочних дугова номинује структуру капптала. Финансијска структура је различита за поједине облике предузећа. Најједноставнију финансијску структуру има власничко предузеће (инокосно и ортачко). У том предузећу укупне изворе капитала чине позајмљени капитал (краткорочне обавезе и дугорочни дугови) и сопствени капитал (капитал једног власника) ако је инокосно предузеће, односно капитал више власника ако је ортгачко предузеће...

Најразуђенију финансијску структуру имају акционарска предузећа. Она се. наиме, финансирају капиталом прибављеним из екстерних и интерних извора. У оквиру екстерних извора јавља се позајмљени и акцијски капитал. Позајмљене изворе чине краткорочни и дугорочни дугови, док се акцијски капитал прибавља емисијом и продајом обичних и преференцијалних акција. Интерне изворе финансирања чине акумулација и амортизација.

Без обзира о којој врсти предузећа се ради, сваки од облика финансирања требало би да има своју цену. Код појединих облика финансирања та цена ће представљати реални трошак финансирања (камата, дивиденда обична и преференцијална), док ће код акумулације и амортизације та цена представљати опортунитетни трошак финансирања. Реални трошак

[141] Др. Ј. Родић. Пословне финансијс, Економика, Београд. 1991. ст. 331.

финансирања претпоставља стварно издавање готовине за плаћање камате и дивиденде. док оиортуннтетни трошак фиеаесирања представља. у ствари, пропуштени принос најбоље одбачене екстерне алтернативе и не претпоставља издавање готовине."[142]

У структури капитала акционарског предузећа (акционарско друштво) партиципнрају дугорочни дугови, акцијски капитал емисија обичних и преференцијалних акција). амортизација и акуиЗулирани добитак. Дугорочни дуг јесте новчана обавеза са роком доспећа после 12 месеци (година дана), а најчешће од 5–20 година. „Дугорочни дугови представљају значајан сегмент финансирања у структури капитала предузећа. Та структура, за разлику од финансијске структуре, обухвата само дугорочне дугове и трајне изворе из којих се финансирају дугорочна улагања у пословна средства, обртна и фиксна. Присуство дугорочног дуга може да стнмулише повољно дејство финансијског „leverage"–а на рентабилност трајног капитала, што с огледа у повећању стопе приноса на акцијски капитал, односно нето добитка по емитованој обичној акцији. С обзиром да дугорочни дуг због ефекта опорезивања спада у ред јефтинијих извора финансирања у структури капитала, то даје могућност предузећу да његовим разумним коришћењем утиче на снижење просечне цене капитала као инвестиционог критеријума и на тај начин интензивира своју инвестициону и укупну пословну активност."[143]

Обичне акције представљају трајни екстерни извор финансирања. чија се номинална вредност утврђује приликом њихове емисије. Њихова тржишна вредност формира се на тржишту капитала. Обичне акције гласе на доносиоца чија дивиденда представља принос од држања тих акција, којима се формира акцијски капитал. Дивиденда се исплаћује из нето добитка. односно из добити након опорезивања.

Преферешшјалне акције јесу ликвидни извор финансирања, пошто су сличне са обичним акцијама и обвезницама. Фиксна преференцијална дивнденда и пречe право на нето добитак и средства јесу наличја са обвезницама и обичним акцијама. Сличност егзистира све док се, са становишта анализе финансијске структуре. преференцијалне акције не тритирају као дуг и ентерни извор сопственог капитала (што зависи од тога да ли се анализа врши за потенцијалне купце обичних акција или за потребе купаца обвезница).

Акумулирани добитак је квалитетан сегмент текућег нето добитка у функцији повећања сопствених извора пословних средстава. Тај део акумулираног нето добитка за потребе раста фирме треба процентуално детерминисати у дугорочној стратегији развоја.

Амортизација јесте интерни извор финансирања. пошто репрезентује процес трансформације основних средстава у обртна средства (готовина) у редовном току пословне стратегије фирме. Део готовине у висини трошкова амортизације налази се у исплаћеним приходима од продаје.

---

[142] Др М. Иванишевић: Облици финансирања и цена извора финансирања, Књноводство 7/92. стр. 121.

[143] Ибидем. ст. 19.

Презентирани извори финансирања имају своју цену. У том смислу, цена дугорочног дуга јесте цена дуга која треба да буде једнака дисконтној, односно каматној стопи која изједначава текућа нето прнмања предузећа из тога извора финансирања са садашњом вредношћу будућих издатака на име камате и отплате главнице, коригованој за очекивани ефекат пореза на добит:[144]

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

где су: Ki — цена дугорочног дуга, i — каматна стопа, t — стопа пореза на добит. „Пошто се камата признаје као трошак пословања, цена дуга после опорезивања мања је од цене дуга пре опорезивања. Разлог томе налази се у сразмерно мањим издацима на име пореза. Ово представља један вид уштеде за предузеће и обично се каже да држава плаћа део пореза предузећа... Код директних кредитних аранжмана цена дуга пре опорезивања, по правилу, једнака је уговореној каматној стопи. Међутим, код емисије и продаје обвезница цена дуга пре опорезивања биће једнака номиналној каматној CToraі само ако је текућа каматна стопа, односно тржишна стопа капитализације једнака номиналној каматној стопн.[145]

Цена капитала од емисије обичних акција обично се квантификује по моделу константног раста дивиденде. Тада тржнштa цена обичних акција износи:

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

где су: Po — садашња вредност акцпје, Dl — износ дивиденде. k — стопа капитализације. g — стопа раста днвиденде и тржншне цене акцпје. Но. када се саберу трошкови емпсије и котације (F)l онда цена акцијског капитала износи:

$$K_e = \frac{D_1}{P_o(1-F)} + g$$

где је F трошак емисија А акције и котација. „Цента акцијског капитала (Ке). према томе, могла би се дефинисати као дисконтна стопа, односно интерна стопа приноса која изједначава садашњу вредност издавања готовине по основу дивиденде са садашњом тржишном ценом акције. односно нето примањем готовине из тог извора финансирања. Према томе, Ке је просто стопа капитализације по којој тржиште вреднује ток приноса настао улагањем додатног акцијског капитала.”[146]

Цена капитала од емисије преференцијалних акција, као извора финансирања, полази од нето примања готовине од продаје преференцијалних

---

144 Др Д. Красуља, Финансијска ефективиост и финансирање инвестиција, Београд, Научна књига, 1977. стр. 16–17.

145 Др М. Иванишевић. оп. цит, ст. 20.

146 G.A. Aragon, Financial Menagement, Allin Bacon, Boston. 1989. st. 147–14.

акција и од издавања готовине по основу преференцијалне дивиденде. Дисконтна стопа, која изједначава садашње вредности оба тока готовине, заправо. репрезентује цену капитала од емисије преференцијалних акција:

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

где су: Кр цена капитала од емисије преференцијалних акција, Dp – очекивана годишња повлашћена дивиденда, Рр — тржишна цена преференцијалних акција. Пошто се преференцијална дивиденда плаћа из добитка после опорезивања... цена капитала од емисије ових акција већа је од цене дуга, с обзиром да се камата плаћа из добитка пре опорезивања. Према томе за разлику од дугорочног дуга, код преференцијалних акција не постоје ефекти опорезивања који би утицали на смањење цене овог капитала.[147]

Цена акумулираног капитала јесте стопа прииоса коју очекују држаоци обичних акција. што значи да се цена акумулираног дохотка фактички изједначава са ценом капитала из емисије обичних акција. „Тржишна цена акција ће остати непромењена ако се на уложени акумулирани добитак оствари стопа приноса која одговара цени акцијског капитала. Уколико се акумулирани добитак уложи уз стопу приноса нижу од цене акцијског капитала, тржишна цена акција ће пасти. У овом случају за акционаре би боља алтернатива била да се укупни нето добитак исплати кроз дивиденде. На тај начин тржишна цена акција би остала непромењена иако би стопа раста нето добитака и дивиденде била нула.

Међутим, акционари ће остварити нижу стопу приноса него што је цена акцијског капитала јер ће на примљену дивиденду морати платити порез, а исто тако мораће платити трошкове посредничке провизије приликом улагања тог капитала. Због тога се цена акумулираног добитка може израчунати на следећи начин:

$$k_r = k_c (1 - T)(1 - B)$$

где је к, очекивани принос на акумулирани добитак (цена акумулираног добитка), k_e цена акцијског капитала, Т маргинална стопа пореза коју плаћају акционари на укупан приход и В проценат посредничке провизије.”[148]

Коначно, цена средстава амортизације може да зависи од избора предузећа између реинвестирања средстава амортизације у текуће пословање и дистрибуције средстава амортизације кредиторима и акционарима (у зависности од тога да ли је стопа приноса већ аили мања од просечне цене капитала. „То значи да би цена средстава амортизације морала бити једнака бар просечној цени капитала предузећа (пондерисаној просечној цени интерних и екстерних износа финансирања) и да. практично, просечна цена капитала предузећа иступа као опортунитетни трошак средстава амортизације.[149]

---

147 Др М. Иванишевић, оп. цит, ст. 21.
148 Ибидем, ст. 22.
149 Исто, ст. 22.

2) НОВЧАНО ТРЖИШТЕ И ТРЖИШТЕ ФИНАНСИЈСКИХ СРЕДСТАВА

Свака привредна организација утврђује своје новчане токове које планским путем смањује ијли убрзава и одржава минимална новчана средства за ликвидност. Међутим, појављују се вишкбви или мањкови ликвидних средстава и, самим тим, јавља се потреба да се они одстране.[150] Ту могућност управо пружа новчано тржиште, чија је основна функција да изравнава вишкове и мањкове ликвидности обртних средстава и да задовољава потребе за ликвидним средствима сваког предузећа. Банке. као финансијски посредници на новчаном тржишту, посредују у преливању ликвидних средстава од места где се појављују вишкови на места где се појављују додатне потребе.[151]

Први ниво новчаног тржишта налази се унутар сложеног предузећа, где се првенствено изравнавају вишкови и мањкови између радних делова унутар исте целине. У овом кругу врши се позајмљивање средстава. па је круг пословних партнера затворен.

Други ниво новчаног тржишта налази се у банкама. Пословне банке прпхватају вишкове ликвидних средстава, насталих изравнавањем у затвореном кругу организација удруженог рада и пласирају их међу своје чалнице.[152] На овај начин круг учесника је прилично широк али још увек затворен. Због тога изравнавање вишкова ликвидних средстава још увек није потпуно успешно. што изискује даље проширење круга. Успешност изравнавања вишкова ликвидних средстава и потреба за њима постиже се на два начина. У првом случају поједини круговн или њихови чланови траже могућност директног изравнавања са другим круговима из истог нивоа. тј. другог предузећа. Ту се врши директно — непосредно кредитирање и удруживање средстава међу банкама. Овај пут нарочито уходан у продаји робе. тј. у робном промету.

У другом случају успешност изравнавања вишкова ликвидних средстава постиже се међусобним кредитнрањем пословних (основних) банака. Даље тзв. слојевитост новчаног тржишта испољава се на ннвоу и у оквиру банака.

Конституисање тржишта новца и капитала, и поред вишегодишњег догматског односа према овом тржишту у нашој теорији и политици, треба да осигура „проширено репродуковање друштвеиих средстава". њихово реално вредновање као чинилаца производње. уз бољу комбинацију фактора производње (рад и капитал) у развојној оријентацији предузећа. Истовремено, ово тржиште треба да осигура и већу мобилност акумулације, њену ефикаснију употребу, али и већи доток из приватног сектора (становништва) и из иностранства у производне токове привреде.

---

150 Др Ј. Родић, Пословне финансије, Економика, Београд, 1991, стр. 331–332.

151 Група аутора: Финансијска функција у организацијама удруженог рада, Информатор, Загреб. 1940, стр. 118.

152 Ибидем. стр. 118.

У погледу ограничавајућих фактора на подручју новца, сматрамо, треба посебно истакнути да је привреда остала без новца за текуће пословање и да тренутно располаже са свега око 2–3% сопствених новчаних обртних средстава. Пословање привреде без кредита банака није могуће. Привреда мора да узима банкарски кредит (од којег зависи готово 100%) и за редовно пословање. Односи на тржишту новца су данас такви да привреда код банака користи око 100% кредита, док код банака формира свега око 17% текућег новца и свега око 10% штедње (дугорочних депозита).

Диспропорције на новчаном тржишту су врло велнке. Ово посебно из два аспекта: 1) Однос примариог и секундарног новца на страни прпвреде и 2) Секторско формирање понуде и тражње текућег рачуна.

Привреда је остала и без новца за редовно пословање. У хиперинфлацији. покренутој трошковним ударима постаје „нормално" да маса новца. посебно када се спроводи некакав тип рестриктивне монетарне политике, ретко може да прати раст цена. Потпуно „оголела" привреда. која располаже са свега око 2–3% властитих обртних средстава, мора да узима краткорочне кредите банака за текуће пословање. Тако се каматама извлачи из привреде готово сва акумулација, а у неким гранама и цели доходак. Новац и кредит постају коитрапродуктивии фактори репродукцње. Напме. без стварања нових вредности и дохотка, узимање кредита за текуће пословање мора да осигурава доходак за враћање кредита, плаћања огромгшх камата. али и да осигура процес укупне расподеле (плаћање пореза, доприноса, личних доходака). Без додатних улагања и нових реалних квалитетнијих ннвестиција (које су учешћем од 9% у друштвеном производу. пале испод нивоа инвестиција у развијеним капиталистичкпм државама. али и у земљама у развоју) нема изласка из крнзе. преструктурирања привреде и динамизирања раста. То је давно познато нз бројннх теорија економског развоја. То је „могуће" новим повећањем цена. Раст цена већ у следећој секвенци мора бити већи од раста камата. јер се морају покрпти и сва друга издавања из дохотка и набујали трошковни нмпулси, што отвара трку цена и трошкова камата. У пуном „погону" је кризно–инфлаторпи модел раста!

Када се радн уравнотежавања понуде и тражње новца у привреди. банке усмере на повлачење новца (ради стабилизације привреде. односно антиинфлационе политике). најпре се мора повлачити новац (или креднт) од привредних предузећа као главних (основних) корисника кредита, да би прнвреда. коначно. остала без новца за редовно пословање. док други сектори (држава. становништво, банке) задржавају новац. Равнотежа на тржишту новца се тешко успоставља, осим кроз ограничење производње н инвестиција. а то значи по цену развоја. Тржиште новца је ограничено углавном преко деловања следећих фактора (а то су истовремено и стварне запреке за његово стварно функционисање):

1. Недостатак новца у сектору привредних предузећа. без кога није могуће нормално пословање, али ни процес стварања робе и услуга (дакле робно тржиште);

2. Предимензионисана кредитна зависност привреде код банака (али и међусобно) постаје све већи терет;
3. Изразито висока цена новца на том тржишту, посебно у условима високе инфлације, тако да је, из наведених разлога, привреда без обзира на цену новца приморана да формира високу тражњу новца. без којег није у стању да нормално послује. Тражња новца и кредита није у функцији стварања нових производа и раста производње, већ одржавања текуће репродукције и расподеле инфлаторног дохотка у остале (непроизводне) секторе;
4. Новчано тржиште у таквим односима није у стању да уравнотежава гаонуду и потражњу новца;
5. Финансијски систем је тако постављен да доводи до сталног одлива новца из сектора привреде у друге секторе због чега привреда користи кредите и позајмљује новац на новчаном тржишту да би кроз систем расподеле дохотка подмирила све друге секторе (становништво, држава, банке).

Други битан саставни део укупног тржишта новца и капитала јесте тржиште капитала (или тржиште штедње, односно акумулацијеј. На овом тржишту се, теоријски је то добро истражено, јављају понудиоци и тражиоци капитала. То су сектори понуде и сектори тражње.[153] Управо је функција тржишта капитала да осрњура оптимално кретање акумулације из сектора с вишковима штедње на секторе с већим улагањем (инвестирањем) у односу на властиту формирану акумулацију.

Тржиште капитала управо треба да омогући да се овај финансијски вишак са других сектора пренесе на сектор предузећа као главног корисника капитала. Главни субјет који је до сада то учинио биле су пословне банке. Привреда је због тога према банкама високо кредитно зависна. док је употреба и ефикасност коришћења капитала била ниска.

Кредитни облик коришћења штедње преко тржишта капитала створио је високо задужену привреду (без властитог капитала за развој). тако да се у новим правцима усавршавања тржишта капитала класичан кредитни облик настоји допунити и већпм делом заменити тржиштем акција. облигација и другим дугорочним вредносним папирима. Такво тржиште капитала (берзе) данас успешно функционише у развијеним капиталистичким (тржишним) привредама. Његове предности у алокацији средстава, ефикасном коришћењу, стварању трајних извора средстава за финансирање предузећа и сл. треба искористити. Међутим, у развоју таквог тржишта капитала (тржиште вредносних папира) јављају се одређени ограничавајући срактори, бар у овој срази развоја. на које је овде потребно указати:[154]

---

[153] Овај проблем смо шире истражили у раду Др С. Комазец: „Друштвени капитал, финансирање репродукције и економска стабилност", ИРО Зрински, Чаковец, 1984.

[154] На ове проблеме смо шире указали у Зборнику радова: Хартије од вредности и финансијско тржиште, Весник Инвестбанке, Београд, април-мај, 1989. стр. 52–57.

1. Врло висока нестабилност привреде и типична хиперинфлација — која онемогућава дугорочна улагања и формирање штедње из расподеле дохотка.
2. Изразито ниска профитна стопа која се у последњим годинама креће између нуле и 2%, што је далеко испод реалне каматне стопе.
3. Неправилан однос стопе инфлације и стварне. а не ревалоризационе, каматне стопе.
4. Неповољан однос прихода од акција (дивиденди) и камате у банкарском систему, што је један од основних ограничавајућих фактора у претварању новчаног капитала у финансијски капитал (акције).
5. Политичка нестабилност, што је битан срактор високе стопе ризика. коју треба „додати" на реални принос на уступљени капитал.
6. Недовољно познавање и мало искуство у пословању вредносним папирима. које може да десрормише, или чак поништи овако фини и осетљиви механизам тржишта капитала.
7. Неподешен финансијски и порески систем тржишту капитала – који више делују дестимулативно.
8. Недостатак и нестанак акумулације у друштвеном сектору (осим у сектору становништва) за већи пласман, односно куповину акција, а тиме и брже кретање акумулацње унутар привреде и најрентабилније инвестиције. Пословне банке настоје да се „трансформишу" у акционарска друштва. при чему би оснивачи (привреда) своја средства остварила као трајнн нзвор средстава банака. уз давање акција. Стратегија би управо требало да буде потпуно обрнута: треба јачати стални капитал предузећа, а не средства (внше или мање ликвидна) блокирати у банкама, уз њихово трансформисање у одређени „портфељ акција". Финансијска структура имовнне предузећа се истина, мења, али реални — производни капитал се претвара у фиктивни. а непосредно стварање вредности замењује приходима на вредносне папире. Овај правац тражи дубље критичко препспнтивање са свим консеквенцама које из наведеног произлазе.
9. Неподешепа структура имовнне предузећа за брзе измене те структуре према захтевима и реаговањима тржишта капитала и сл.[155]

3) ПОЛИТИКА ОБРТНИХ СРЕДСТАВА И ПОЛИТИКА ЛИКВИДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА

Обртпа средства дефинишу се као део пословннх средстава која се једнократннм улагање.м могу утрошитн у једном репродукцпоном циклусу. У обртна средства улазе предмети рада. новчана средства. њпховп прелазнп облици. који се једнократном употребом троше у пословном процесу н

[155] Комазец, С: Друштпени капитал, финансирање репродукције и економска стабилност, НИТО Зрински, Чаковец, 1985.

чија се вредност преображава из новчаног облика кроз кружнн ток у новац. Новац н различити облици новца обухватају готовину у глагајнама и у банцп. затим валуте. девизе, чекове и менице. обвезнице. глагајничке записе н друге вредносне папире. Прелазни облицп новца у робу обухватају авансе добављачима за обртна средства. аконтације по службеном послу. авансе по основу заједиичких улагања обртних средстава, кредите дате кооперантима и аконтације личних доходака. Активна временска разграничења обухватају залпхе сировина. материјала и ситног инвентара, сировине и материјал. горива и мазива. набављене полупроизводе и делове и сл. Прелазни облици робе у новац односе се на потражнвања од купаца, потраживања од осигуравајућих организација за штете на обртним средствима и кредитне односе са непосредним потрошачима за продату робу. Коначно, обртна средства се јављају и у облицима залиха готових пронзвода, залиха трговачке робе у складнштима, полупроизвода сопствене производње. итд.[156]

Величину и структуру обртних средстава опредељују начин пословања, техничко–економске карактерпстике пословања, рационално располагање средствима и изворима средстава и пословни успех. Оптимална величина обртних средстава јесте најповољнији однос између резултата улагања и самих улагања ради постизања минималних улагања за максималне резултате. Максимални финансијски резултат је, према томе, критериј оптимизације. У том смислу, за управљање обртним средствима битно је утврдити потребе за обртним средствима, сагледати расположива обртна средства, исказати одступања расположивих од потребних обртних средстава и донети одговарајуће пословне одлуке за елиминисање одступања. Фирма је ликвидна уколико располаже већим новчаним средствима у односу на доспеле обавезе. Стављањем у однос новчаних средстава за доспелим обавезама добија се коесрицијент ликвидности који може бити већи од 1 и мањи од 1. Уколико је, нпр. коесрицијент ликвидности већи од 1. организација удруженог рада је ликвидна и обрнуто.[157]

Очување ликвндности је врло важан проблем финансијске срункције. У процесу рада, средства се трансформишу према Марксовој шемп кружног кретања (N–R...P...R1–N1). Почетни облик средстава је новац који се појављује у облику новчаних средстава на жиро–рачуну у облику готовине, чекова, меница и др. Ова средства ішају своју краткорочну и дугорочну ликвидност у зависности од тога када и како се могу претворнти у новац. Све остало представљају потраживања и ненаплатива потраживања. залихе и сл. Неликвидност настаје услед бројних узрока. од којих су најважнији неефикасна полнтика кредитирања купаца. неконтролисано улажење у инвестициона улагања, прекомерне залихе, поремећаји у расподели. повећана исплата личних доходака, повећана издвајања за порезе и доприносе, рестрикције у монетарној и кредитној политици. остварени губици у пословању. пораст цена. неусклађеност прилива и одлива финансијских средстава. неповољни извори средстава. високе финансијске обавезе итд. Неликвидност. под дејством

[156] Др. И. Родић и др Ј. Марковић, Пословне финансије, Савремена администрација, Београд. 1982. стр. 141–154.

[157] Др П. Јурковић (Ред.). оп. цит., стр. 169—178.

наведених узрока, може се отклонити убрзањем циркулације средстава. преструктуирањем средстава. компензацијом дела средстава и обавеза према изворима. променом рокова доспећа обавеза плаћања према изворима и убацивањем додатних финансијских средстава у процес репродукције. То, пак, значи да је, у основи. потребно водити политику оптималних средстава и политику оптималне ликвидности. како би у сваком тренутку фирма могла да одговори свим доспелим краткорочним и дугорочним, односно укупним обавезама.

Ликвидност је способност фирме да о року доспећа исплати доспеле обавезе. Трајна ликвидност зависи од пролива и одлива готовине, док текућа ликвидност зависи од односа обртних средстава и краткорочних обавеза. За оцену политике ликвидности предузећа, важна је тренутна и будућа ликвидност. Коефицијент тренутне ликвидности (KTL) добија се из односа ликвидних средстава првог степена (која чине готовину. потраживања по депозитним рачунима по виђењу и хартије од вредности, које су одмах уновчиве)[158] и обавеза доспелих за плаћање.[159]

$$KTL = \frac{G + D + HV}{O}$$

где су: G — готовина у благајни, D — депозити по виђењу и орочени депозити. HV — хартије од вредности и O обавезе доспећа.

Будућа ликвидност се псказује коефицијентом убрзане ликвидности (KUL) и коефицијентом текуће ликвидности (KTL):[160]

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

$$KLT = \frac{OS}{KO}$$

где су: G — готовина у благајни. D — депозити по виђењу и орочени депозити по годину дана. HV — хартије од вредности уновчиве у року до године дана, PK — краткорочна потраживања са роком наплате до годину дана. OK — краткорочне обавезе са доспећем за плаћање до годину дана, OS — обртна средства и KO — краткорочне обавезе.

Политмка перманентног одржавања ликвидности нужно имплицира респектовање златног билансног правила у ширем смислу и начела финансијске стабилности, одржавање краткорочне и дугорочне. финансијске равнотеже и усклађивање мобилизације, краткорочно везаних средстава по року и обнму са доспећем краткорочних обавеза. „Ако су дугорочно везана средства једнака дугорочним изворима финансирања, аутоматски су ликвидна плус краткорочно везана средства једнака краткорочним обавезама. Да би

[158] Средства другог степена ликвидности чине хартије од вредности које се за 30 дана могу наручити и потраживаља од купаца, док средства трећег степена ликвидности чине сва остала обртна средства.

[159] Др J. Родић. Пословне финансије, Економика. Београд, 1991. стр. 69.

[160] Ибидем, ст. 69–72.

се у таквим условима ликвидност перманентно одржавала. финансијском стратегијом и тактиком мора се постићи да мобилизација краткорочно везаних средстава по обиму и року одговора доспећу краткорочних обавеза, при чему ће ликвидна резерва тежити нули”.[161]

(1) Краткорочна и дугорочна финансијска средства

Ликвидност фирме јесте илустратор краткорочне финансијске равнотеже. пошто рефлектује способност фирме да у одређеном року одговори својим обавезама плаћања. „Краткорочна финансијска равнотежа сагледава се компарацијом односа појединих облика средстава са изворима према степену њихове платежне способности и временске доспелости. Аналнза краткорочие финансијске равнотеже врши се на основу биланса стања чије се позиције класификују према принципу ликвидности. По њему, позиције активе се приказују по редоследу опадајуће ликвидности, а позиције пасиве према принципу растуће доспелости”.[162] Пошто се анализа ликвидности ипак своди на анализу платежне способности фирме. односно на показатеље моменталне ликвидности. ликвпдности на рок и укупне ликвидности:

$$L_1 = \frac{OS}{KO}$$

$$L_2 = \frac{NSoo}{KO}$$

$$L_3 = \frac{OPON}{KO}$$

где су: Ll — показатељ укупне ликвидности, OS — обртна средства, КО краткорочне обавезе. L2 — показатељ моменталне ликвндности, NSoo новчана средства у основном облику (чисти платежни облици новца на жирорачуну и у благајни), КО — краткорочне обавезе (доспеле обавезе за плаћање), L3 — показатељ ликвидности на рок, OPON — основни и прелазни облици новца (новац на жиро–рачуну и у благајни. хартије од вредности и потраживања) и КО — краткорочне обавезе. Но. и поред тога. за финансијску анализу фирме је најважнији показатељ укупне ликвидности. јер он „показује са колико је обртних средстава покривен сваки динар краткорочних обавеза”. Традиционално нормалан однос гласи: однос између обртних средстава и краткорочних обавеза изражава се готово увек са 2:1.

Дугорочна фииансијска равнотежа репрезентује квантитативну финансијску избалансираност између дугорочно ангажоваиих средстава и дугорочних извора. Она се изводи из анализе дугорочно везаних средстава, нето обртних средстава и структуре капитала. Дугорочна ангажована средства (дугорочна финансијска улагања, основна средства и робни облици обртних средстава — залихе) финансирају се дугорочним износима (сопствени капитал и дугорочне обавезе). „Анализа дугорочне финансијске равнотеже вршн се на основу биланса стања чије се позиције класификују према принципу

[161] Др. И. Родић. оп. цит, ст. 72–73.
[162] Др П. Богетић, Финансијска анализа у функцији процене предузећа, Књиговодство 1982, ст. 15.

сигурности. Према њему, позиције активе се приказују према редоследу растуће ликвидности, а пасиве према опадајућој рочности".[163] Финансијска равнотежа, међутим, може се анализирати и посредством односа нето обртног фонда и сталних залиха.

За анализу финансијског положаја фирме важна је структура капитала (структура пасиве биланса стања), будући да финансијски положај (позиција, стање, ситуација) детерминише структуру извора финансирања. У том контексту, капитал (пасива), са власничког односа, компонује се сопственим (интерним) и екстерним (позајмљеним, туђим) капиталом. Зато је важно структуру капитала посматрати. симултано. посредством показатеља сигурности (Si), показатеља задужености (Za) и показатеља самосталности (Sa):

$$S_i = \frac{SK}{UK} \times 100$$

$$Z_a = \frac{PK}{UK} \times 100$$

$$S_a = \frac{SK}{TK} \times 100$$

где су: SK — сопствени капитал, UK — укупан капитал, PK — позајмљени капитал, TK — туђи капитал.

У овој анализи битни су сопствени извори од чије структуре и pihтензитета раста зависи властити капитал, који чини фирму финансијски независним и самосталним пословним субјектом; Јер, једино сопствени капитал није, по десриницији оптерећен финансијским расходима. Само позајмљени капитал репрезентује туђе власништво са очекиваном каматом. „Проценат учешћа позајмљеног у укупном капиталу показатељ је задужености предузећа. У принципу. мањи степен задужености израз је веће финансијске сигурности и самосталности и гарантне способности и обратно: сразмерно веће учешће сопственог капитала у структури извора финансирања не мора a priori да значи и најрентабилнији метод финанснрања. Сходно томе поставља се питање која структура капитала обезбеђује оптимални систем финансирања пословања предузећа. Према традиционалном схватању прихватљива је структура капитала у којој 50% чини сопствени а 50% позајмљени капитал, у којој је однос између сопственог и туђег капитала заступљен у релацији 1:1: у пнтању је правнло изравнања ризика — правило једнакости сопственог и туђег капитала. На овај начин, сматра се. обезбеђује се сигурност наплате потраживања односно исплате обавеза. Речју. обезбеђује се ликвидност."[164]

4) ФИНАНСИЈСКА УЛАГАЊА

Под финансијским улагањима подразумевају се улагања у потраживања. Тим улагањима повећава се фршансијска актива, односно ствара се имоврша

[163] Др П. Богетић, оп. цит, стр. 13.
[164] Ибидем, ст. 15.

од које се очекује приход, односно доходак. Финансијским улагањем ствара се у једној организацији актива, а у другој пасива. Наиме, у овом случају преноси се новац из једне организације у другу и тако организаргија која прима новац постаје дужшпс, а она која даје постаје поверилац.[165]

Основна карактеристика финансијских улагања јесте, у ствари, фиксни принос, тј. камата. Финансијска улагања могла би се дефинисати и као облик преношења вишка новчане акумулацргје која настаје над улагањима у основна средства и залихе. Дакле, ако је организација остварила вишак финансијских средстава након подмирења свих облика потрошње и улагања у инвестррције, онда се поставља питање како усмерити и где уложити тај вишак финансијских средстава. То може урадити сама организација у директном контакту са другом организацијом или пак посредством банака. Отуда и подела финансијских улагања на новац. депозите код банака. обвезнице банака и сл.[166]

Поједине врсте финансијских улагања имају и различита обележја и значења за пojеднне организације и фирме. Новац у облику готовине и депозитног новца представља најликвиднији финансијски облик и то му даје предност пред другим облицима улагања. Међутим; – новац (готовина и депозитни новац) је истовремено и непродуктиваи облик финансијских улагања и то је његова слаба страна. Због тога треба наћи равнотежу између слабости и предности новца као финансијског облика улагања тако што ће се правилно планирати његов обим. На другој страни улагања у депозите код банака доносе релативно висок фиксан приход. већи је степен сигурности и стиче се предност за корншћење банкарских кредита. Ипак, кредити су најуноснијн облик финансијских улагања, јер се могу у целини прилагодити средствима у погледу рока н осигурати њихово враћање. Овде спадају и обвезнице, јер су то заправо кредити.

Код финансијских улагања мора се тежити оптималној структури по врстама. јер је различит утицај на пословање и финансијску ситуацију у предузећу. Свака фирма мора наћи своју оптималну структуру улагања, јер не постоји општеважећа структура улагања. При томе се, међутим, мора равнати према правилима улагања. где је темељна правилна оптнмална ликвидност. На пример. фаворизују се улагања која уз лпквидност пружају уносан посао као што су вредносни папири или кредити. Међутим. у економској пракси се код финансијских улагања као основнн критеријумп узимају: (а) Сигурност улагања, (б) Корисност улагања. (ц) Рок улагања. (д) Прилагодљивост посла н (е) Опорезивање улагања.

---

[165] Др. И. Родић. оп. цит, стр. 73.

[166] Др В. Зеремски, Управљање финансијским системом у удруженом раду, Књижевне новине, Београд, 1980.

5. ФИНАНСИЈСКА ПОЛИТИКА ПРЕДУЗЕЋА

Југословенски теоретичари на различпте начине дефинишу финансњску политику предузећа. и то: (1) Финансијска политика представља сврсисходну актнвност усмерену иа избор оног варијантног решења финансијске стратегије и тактике, путева. мера и средстава којима се оптимално остварује циљ финансијског управљања — трајно остваривање максималних финансијских резултата пословања предузећа, (2) Финансијска политика представља актнвност предузећа на изналажењу најповољнијих финансијских решења ради постизања максималних финансијских резултата у укупном пословању предузећа, (проф. Симоновић), (3) Утврђивање финансијске ситуације коју предузећа треба да оствари у једном одређеном временском периоду, начин њеног остваривања и мере које треба предузимати, представљају посебну врсту делатности предузећа, односно њених органа у области финансија те организације. која се назива финансијска политика предузећа (проф. Дефранчески), (4) Финансијска политика се дефинише као одлучивање о основним финансијским циљеврша, успостављање и одржавање оптималних финансијских односа у структури средстава (актива) и извора средстава (пасива). као и оптималних односа међу деловима средстава и деловима обавеза и начела финансијског одлучивања у остваривању основних финансијских циљева (проф. Краљ) и (5) Финансијска политика предузећа може се дефинисати као укупност правила понашања код свих финансијских операција и диспозиција. Према временско–генетичком аспекту финансијска политика се делн на (а) Политику финансирања. (б) Инвестициону политику и (ц) Текућу финансијску политику. Са временског аспекта, финансијска политика се дели на дугорочну политику. Са временског аспекта, финансијска политика се дели на дугорочну политику структуре и на краткорочну политику ликвидности. Са асепкта задатака финансијске функције, финансијска политика се дели на политику набавке. политику употребе и политику управљања капиталом.[167] „Што се тиче садржине политике финансирања, она је у литератури различито интерпретирана. У ширем смислу схваћена. обухвата набавку и диспонирање капитала; у ужем смислу, обухвата све мере једног предузећа које мењају обим апстрактног (пасива) и нстовремено конкретног капитала (актива) или само састав апстрактног капитала (промена структуре пасиве). То су догађаји: (1) Примања капитала код оснивања и проширења, (2) Промене облика капитала, (3) Враћање капитала и (4) Поравнање губитка. У основи мера које покрећу поменуте промене капитала налазе се проблеми: промене квалитета потребе (врста капитала(, обезбеђење кредита (покриће ризпка) и покриће потреба (врста зајма, правна форма. услови).

[167] Др Ј. Ранковић, Управљање финансијама предузећа, РО за унапређење организације рада и усавршавање кадрова „Цеитар”. Београд. 1989, стр. 23–24.

Инвестициона политика обухвата дугорочно улагање капитала са свим потребним просуђивањем, утврђивањем циљева н начелима. при чему треба имати у виду да се везивање капитала не односи искључиво на постројенска добра (основна средства) већ. на сва добра (основна средства и залихе). потраживања и готовину. који служе извршењу учинака и предмет су инвестиционог просуђивања.

Текућа финансијска политика се често назива политиком ликвидности. Она представља скуп потребних мера. које треба да омогуће да предузеће буде способно да у сваком тренутку испуни безусловно доспеле обавезе плаћања; она се у пракси јавља као умеће да се одржи способност плаћања. Инструменти за одржавање захтеване ликвидности су: (1) финансијска анализа, заснована на билансу и финансијском извештају, (2) рачун везивања капитала, (3) финансијски план и (4) дневни финансијски преглед.

У извршавању конципиране политике финансијска срункција је оптерећена утицајем не само интерних него екстерних фактора, као што су: тржиште набавке и продаје, повериоци и фискус.[168]

Финансијска политика предузећа јесте јединствена интегрална целина. која синтетизује парцијалне финансијске политике. Као парцијалне финансијске политике обично се наводе следеће: (1) Политика прибављања финансијских средстава. (2) Политика финансирања просте и проширене репродукције, (3) Политика пласмана вишка финансијских средстава, (4) Политика финансирања инвестшшја, (5) Политика обезбеђења финансијских резерви, (6) Политика заједничких улагања, (7) Политика финансирања иновација и перманентног образовања кадрова. (8) Политика финансирања заједничке потрошње. (9) Политика финансирања стамбене изградње и (10) Политика утврђпвања и расподеле укупног прихода и дохотка. Проф. Краљ пак у свом моделу финансијске политике наводи следећу класификацију: (Г) основна финансијска политика (политика основних начела финанснјског пословања. као што су ликвндност. рационално финансирање. рентабилност. финансијалност и мобилисање средстава; политика финансијске снаге — финансијске структуре и Финансијска ефикасност за репродукцију и остваривање вредности: осиовна политика управљања средствнма и политика распоређивања са финансијског аспекта — структура финансијског одлучивања), (2) пословна финансијска полптика (текућа политика финансирања. политика располагања средствима. политика лнквидностп, полнтпка укупног прпхода, дохотка и распоређивања са финансијског становишта) и (3) развојна финансијска политика (политика акумулисања, удруживања н мобилизацпје средстава, политика финансирања тржпшног развоја. политика финансирања техничког развоја, политика финансирања кадровског развоја. полптика финансирања инвестицпја н политика финансирања улагања).

[168] Др Р. Јанковић, оп. цит, стр. 24–25.

ЧИНИОЦИ ПОЛИТИКЕ ПРЕДУЗЕЋА И ФИНАНСИЈСКЕ ПОЛИТИКЕ	ПОЛИТИКА ПРЕДУЗЕЋА КАО ОКВИР ФИНАНСИЈСКЕ ПОЛИТИКЕ
ИНТЕРЕСНО ВЛАДАЊЕ УЧЕСНИКА ПРЕДУЗЕЋА И ЊИХОВИ ФИНАНСИЈСКИ ИНТЕРЕСИ . Интерееи власника и управљача . Интереси запосленпх . Интересн тржишних учеснпка . Интересп фпианспјских учеснпка . Интереси друштвспе инфра–структуре . Интересп пословодства . Интересп предузећа посматранн са стано-внпшта поједнпнх учеснника као властнтн и интереси осталнх, због чега долази до међусобних утицања (интересне одпс. полп-тпчке акцнје). . Интересе је могуће остварпватп помоћу новца. До повца се долази радом н пословањем те кроз учешће у резултатима пословања. а такође позајмљивањем и враћањем. Новац је ограничавајућн чппплацте је стога могуће утицати и одлучнвањем о новцу. утпцај	ЗАМИСЛИ. СВРХЕ И ЦИЉЕВИ ПРЕДУЗЕЋА ТЕ ЊЕГОВЕ ФИНАНСИЈСКЕ СВРХЕ И ЦИЉЕВЕ . Основпа политика: основна фппанспјска полптика као целокуппа подршка полнтицп предузећа кроз повчани вид репродукције. . Развојиа полптнка: развојна финансијска полптпка као развијање финанспјске снаге предузећа те финансирање развоја и улагаља у сталиа средства (развојни финансијски цпљеви). . Текућа полнтика: текућа фпнапсијска политика као осигуравање финанспјске спаге предузећа и финансн рања пословања (текући финансијскн цнљеви). могућпости
полазпшта филозофи.1 А ПРЕДУЗЕЋА. ЊЕГОВЕ СУБКУЛТУРЕ ТЕ ПОЛАЗИШТЕ У ФИНАНСИЈСКОМ НАЧИНУ РАЗМИШЉАЊА . Мншљење као утицај окружења (идеологпје и вредностн — демократија. плуралнзам. људска права. права државе птд.): . повац као пспхолошка вредност н као средство за остваривање осталих вредиости. . Уверење о предузећу: . финансијеки концепт према којем свака одзука пма фппапспјске последице, а потропшти је могуће само ополнко колико се може остварптп. позајмити и вратити. Код доношења одлука треба да се полазп од финансијске теорије одпучнваља на основу стваранних фппапспјских тОкова. . Становишта учеснника предузећа (воља за сарадњу, прпиадност предузећа. залагање за остварење): . У снажном н успешном предузуећу може се очскивати веће новчано учешће (мотнвацнја у пспхолошком уговору).	сиособпостп СТВАРАЛАЧКО УСМЕРАВАЊЕ КА ЦИЛјЕВИМА предузећа ha ФИНАНСИЈСКИ НАЧИН И КА ФИНАНСИЈСКИМ ЦИЉЕВИМА . Кључна подручја политика предузећа: поступање по фпнапспјском концепту. постизање финансијских резултата. финанснјско усклађивање. . Правипа циљиог понашања: правила финанођског понашаих! као фшшисијск!! начела. златна и остала хеурнстичка правипа одпука па основу стварних финансијскнх токова. – Стратешко одлучиваље (пословие и политичке стратегије предузећа): . стратешкп фнпанспјски цпљеви. динамнчко финансијско структурисаље. финансијске коиструкцијс. финанспјскс тактике. . Усклађене структуре: . Усправпе и водоравне финанспјске структуре усклађпвапе с цпљевпма и стратегпјама.
ОСТВАРИВАЊЕ ПОЛИТИКЕ ПРЕДУЗЕЋА ПОМОЋУ ЊЕГОВЕ ФИНАНСИЈСКЕ ПОЛИТИКЕ као програмираио уемеравање ка остварпвању полптике те ка постизању основнпх. стратешких. нлапских и остазих цпљева помоћу новца те усмераваље ка постизању финансијске полптпке делатноешма финансијског КОМПИ (финанспјско информисање. фпиапсијско плаипраље. финансијско мотнвисање, финансијско органи3оваи>е и финансијско координппсаље) н текућим одлучиваље.м. Извођење и реалнзација	

Финансијска политика се дефниише као свесно тражење и стваралачко одлучивање о темељним финансијскпм циљевима. као извор одговарајућих финансијских стратегија за детаљније опредељење тих циљева и избор праваца акције уз сврспсходан распоред (алокација) ресурса за њихово одлучивање. као обликовање оптималних структура средстава и извора средстава. као и

структура финансијског одлучивања за примену стратегија н реализацију темељних цнљева. као правила финансијског понашања по финансијскнм начелима (ликвидности. финансирања. сигурности. рентабилностп. финансијалностн. акумулисања. мобилнсања и удруживања средстава. спојеним начелом финансијске снаге), са стајалиштима према људима (саЈМоуправност и суделовање у финансијском одлучивању). према знању (при.мена достпгнућа науке о управљању и теорије о пословним финансијама. повезано са пскуством и интенцнјом) и према пословннм концептима. са пуним признањем финансијског концепта. н као кључлна подручја финансијске функцније (концепт. циљеви и резултати, временска и остале усклађеностп) и надзор над мерљпвнм или бар за процењивање подесним секторима надзора (планнрани финансијски токови и стања. планирана ликвидност. рентабилност. финансијалност. динамнчки аспекти финансијске политнке).[169]

Модел вођења финансијске политике предузећа у условима тржишне Краљ представља се у следећем виду.[170]

Начела финансијске политике су, по проф. Родићу.[171] следећа: начело финансијске стабилиости, начело рентабилности, начело лнквндности, начело финансннрања у складу са ризиком, начело финансијске еластичпости, начело независности и начело оптималног активизациоиог дејства слике финансспрања. У том склопу, начело финансијске стабилности тангира фактички однос дугорочно везаних средстава и сопственог капитала увећаног за дугорочно позајмљени капитал; док начело финансијске еластичности рефлектује способност прилагођавања предузећа измењеним могућностима и условима прибављања додатног капитала и превремене отплате позајмљеног капптала.

1) ЦИЉЕВИ И ЗАДАЦИ ФИНАНСИЈСКЕ ПОЛИТИКЕ ПРЕДУЗЕЋА

Финансијска политика предузећа[172] је скуп начела. метода. мера и инструмената за остваривање пројектованих циљева и задатака у текућем финансијском пословању и будућем финансијском развоју и за реализацију стабилних финанснјскпх односа. уравнотежеиих финансијских токова и оптималне финансијске ситуације.[173]

---

169 Др Ј. Краљ, Рационална финансијска политика, као један од услова успешног пословања предузећа. у „Финансирање организација удруженог рада у савременим увјетима привређивања". Загреб, 1973, стр. 71.

170 Др Ј. Краљ, Финансијско управљање и финансијско пословођење ууусловима тржишне привреде, Књиговодство 8–/90. стр. 132–133.

171 Др Ј. Родић, Пословне финансије, Економика. Београд. 1991. стр. 42–53.

172 Др П. Јурковић (Ред.). Пословне финансије, Народне новине, Загреб. 1980.

173 Финансијска ситуација има квантитативни и квалитативни аспект, који оцртава резултате и потраживања, кредите и сопствене изворе. Битан је формално–суштински израз финансијске ситуације, односно слика рашчлањења активе и пасиве, чија реалност зависи од процене залиха, отписа основних средстава, отписа ненаплативих потраживања и застарелих обавеза и инфлације. За разлику од биланса стања, биланс успеха исказује позитивие или негативне компоненте финансијског резултата. У целини, билансна шема треба да одговори на бројна питања о приказивању, анализи и оцени финансијске ситуације: укупно ангажована средства

Финансијска политика је интегрална комнонента пословне политике. Она одсликава новчану страну пословне политике. Финансијска политика је усаглашена са пословном политиком фирме. Заједно, оне чине дијалектичко јединство, иако је финансијска полнтика ннструмент шире пословне полнтике за прикупљање и корпшћење финансијскпх средстава. за обављање новчаног промета и за регулисање дужничко–поверилачких односа. Пословна политика је оквир за финансијску политику. чији циљеви рефлектују финансијску страну циљева пословне политике.

Осигуравање стабилне финансијске ситуацпје и стабнлиог финансијског разврја је основни циљ финансијске политике предузећа. Он се огледа у ефикасном прикупљању финансијсктгх средстава. њнховој планској расподели и рационалној употреби. економичном располагању средствнма у функцији остваривања довољног (планираног) дохотка за проширене материјалне основе удруженог рада и будући финансијски развој фирме. Циљеви финансијске политике могу се систематизовати на следећи начнн:

1. Набавка средстава (финанспрање).
2. Коришћење новчаних средстава,
3. Обезбеђење ликвидности и солвентностн,
4. Регулисање дужничко–поверилачких односа,
5. Финансијско планирање новчаних токова,
6. Формирање и распоређивање дохотка.
7. Анализа. контрола и евиденција финансијских токова,
8. Текуће, средњорочно и дугорочно финансирање (текуће потребе, обртна средства и основна средства).

Презентоване функције финансијске политике предузећа могу се груписати на следећа три функционална подручја:

1. Набавка средстава (финансирање),
2. Употреба средстава (инвестирање),
3. Управљање средствима (ликвидност).

Ова систематизација је добра са становишта организационо–структурног обележја (прибављање и улагање дугорочних сопствених и позајмљених средстава, тј. инвестиције у обртна и основна средства) и динамичко–диспозицијског обележја (прикупљање и улагање краткорочних средстава на основу набавке и продаје. укључујући и проблематику ликвидности, платног промета и управљања финансијама). У томе се исцрпљује и садржина финансијске функцнје. и њена подела на краткорочну и дугорочну сферу.[174]

Из садржине финансијске функције фирме проистиче функција управљања пословним финансијама. Она се састоји од набавке, употребе

у пословној активности, ангажовани износ средстава у обртна средства и основна средства, кредитни извори обртних и основних средстава, сопствени извори обртних и основних средстава, степен ликвидности појединих делова активе и његове усклађености са степеном доспелости појединих делова пасиве, итд.

[174] Др Р. Тепшић (Ред.). Пословне финансије, Информатор, Загреб, 1974.

и управљања новчаним средствима. Због тога је проширена финансијска функција, чији је задатак да обезбеди, посредством одржавања финансијске равнотеже и синхронизације новчаних примања[175] и издавања. неометано одвијање сјшнансијских токова и одржавање стабилних финансијских односа.

Са становпшта цилзева и задатака финансијске функције, финансијска политика може се поделити на политику набавке средстава. политику употребе средстава и политику управљања средствима. Са становишта временске димензије, финансијска политика се дели на краткорочну. средњорочну и дугорочну политику. Са функционалног становишта, сЈшнансијска политика се дели на: 1) политику финансирања (прикупљање и употреба новчаних средстава на основу набавке и продаје роба и услуга); 2) инвестициону политику (дугорочна улагања у обртне и основне фондове) и 3) текућу финансијску политику (политику ликвидности, укључујући и платни промет и дужничко–поверилачке односе).

Циљеви и задаци финансијске политике у пословној политици и пракси спроводе се и остварују одговарајућим инструментима финансијске политике. У инструменте финансијске политике предузећа убрајају се:

4. Финансијски планови и програми.
5. Закони, договори и споразуми.
6. Статути. правилници, одлуке и сл.

Финансијски пламови су основни инструменти финансијске полнтике. Њима се пројектују текући и перспективни задаци пословне политике. односно текућа и будућа финансијска ситуација привредне органнзације (са становишта примања и издавања новчаних средстава) дужничко–поверилачки односи, обим структуре финансијских токова, ликвидности, финансијска стабилност и финансијски положај фирме у друштвеној репродукцији, укључујући и финансијско „читање" биланса стања и биланса успеха. Финансијскн планови (краткорочни, средњорочни и дугорочни), укључујући и кредитне девизне пнвестицпоне н друге планове финансијских конструкција (финансирања) предузећа, као и планирање нетообртних средстава и планирање ликвидности, су инструменти финансирања друштвене репродукције.

Договори и споразумн о „удруживању" средстава. о „удружнвању" у пословну банку, о расподели дохотка расподели средстава за личне дохотке и заједничку потрошњу радника и сл., регулншу питања у области финансијског пословања, планирања и развоја. Они су основни инструменти за регулисање финансијских односа и новчаних токова у предузећу.

Статутп, правилнипп, одлуке, пословници н упутства за рад су организациони инструменти финансијског пословања предузећа. а најпре стицање и распоређивање дохотка. наменско коришћење средстава итд.

---

[175] Финансијска функција (финансирање, кредитирање, ликвидност, платни промет и дужничко–поверилачки односи) је надопуна основних економских функција фирме — иабавка, производња и продаја.

2) ЧИНИОЦИ И ПРИНЦИПИ ФИНАНСИЈСКЕ ПОЛИТИКЕ ПРЕДУЗЕЋА

На формирање и доношење финансијских одлука у предузећу делује чнтав низ економскнх н ванекономских чннилаца. Стога и на спровођење конципиране финансијске полптике утичу бројни фактори који се класификују на:[176]

1. интерне факторе.
2. екстерне факторе.

Структуру интернпх фактора, илн унутрашњпх чинилаца. чине они фактори. или чиниоцн, који се продукују унутар предузећа и који делују у самој фирми. Ови чиниоци су материјалне. техничко–технолошке. друштвено–економске. социјалне, кадровске. органпзационе. развојне и субјективне прнроде. Интернн чиниоци су везани за обим производње. асортиман производа, ниво залпха. снабдевеност репродукционим материјалом, остварену реализацију. ниво потребних и расположивих новчаних средстава, динамику употребе средстава, финансирање инвестиција, ниво и динамику личних доходака, коришћење туђих средстава. организацију рада, распоред кадровског потенцијала. ниво техничке опремљености рада, социјалну димензију расподеле (солидарност и узајамност), обим удруживања средстава, ниво заједничких улагања, стицање и распоређивање дохотка, рентабилност, економичност и продуктивност пословања, планирање и развој, штедњу и рационализаторство, залихе. губитке и санацију, задуживање, дуговања и потраживања нтд. Унутрашњи фактори делују двосмерно: а) у правцу стабилизовања фииансијске ситуације, уравнотежавања финансијских токова и јачања финансијских односа и б) у правцу дестабилизације финансијске ситуације, неравнотеже у новчаним токовима и слабљења финансијских односа предузећа.

Групу екстерних, спољних фактора, као објективних чинилаца, чине три подгрупе фактора: 1) Фактори који су резултат деловања привредног и финансијског система, 2) Фактори који су резултат деловања домаћег и међународног тржпшта и 3) Фактори који су резултат непредвиђених друштвених, политичких и природних околности. У прву подгрупу екстерних фактора обично се сврставају промене мера и инструмената монетарно–кредитне и банкарске политике, фискалне политике. девизне спољнотрговинске царинске политике привредног развоја и политике расподеле. Тој подгрупи припадају и ребаланси друштвених планова, уставне и друге системске и законске промене са антиципираним или ретроактивним деловањем, стабилизационим или дестабилизационим импликацијама и другим ефектима на финансијску политику предузећа. У промењеним условима привређивања и доходовања модификује се пословна и финансијска политика фирме прилагођавајући се новонасталим променама у окружењу без обзира да ли је реагибилитет фирме благовремен или са закашњењем.

---

[176] Б. Дефренчески, оп. цит.

Промена стабилизационог или дестабилизационог карактера у механизму функционисања домаћег и иностраног тржишта, као друга подгрупа екстерних фактора. модификују финансијску политику фирме. Промене у ценама. у условима продаје и набавке, снабдевености тржишта репродукционим материјалом и готовим производима, у апсорпционој снази тржишта, у условима тржишне конкуренције итд., неминовно изнуђују промене у финансијској политици. Тада планирани континуитет у снабдевању и планирању и континуитет у реализацији захтевају брзо и ефикасно реаговање и прилагођавање новонасталој ситуацији.

Фактори који су резултат непредвидивих друштвених, политичких и природних околности (као што су пооштравање светске ситуације, обуставе рада. елементарне непогоде и сл.) утичу на промене финансијске политике и њено прилагођавање новонасталим ситуацијама.

Уобичајено је да се принципи финансијске политике дефинишу као одређени захтеви којих се придржава организација у финансијском пословању, у разрешавању финансијске проблематике и у конципирању финансијске политике. У кључне принципе финансијске политике предузећа убрајају се:[177]

1. Економски принципи репродукције (продуктивност, еконо мичност и рентабилност),
2. Принципи интегритета друштвених средстава, оптималног активизационог периода и заштите од презадужености,
3. Принципи рационалног и наменског коришћења средстава и ефикасног улагања средстава.
4. Принципи ликвидности, сигурности и опрезности,
5. Принципи независности. самосталности и флексибилности (еластичности),
6. Принципи рационалног обављања финансијских послова, ефикасне организације финансијске службе, финансијске дисциплине и ажурности.

Принципи економичности, продуктивности и рентабилности значајно утичу на стабилност финансијске ситуације и стабилност финансијског положаја фирме на уравнотеженост новчаних токова и финансијских односа и на финансијски резултат пословања. Економично, продуктивно и рентабилно пословање организација има и своју финансијску страну, која „као трико верно одсликава економско тело". Економски принципи друштвене репродукције се синтетизују у финансијском резултату, тј. оствареном дохотку.

Принципи интегритета друштвених средстава, оптималног активизационог периода и заштите од презадужености репрезентују очување функционалне и пословне способности материјалних и финансијских средстава у пуном (неокрњеном) износу, скраћење активизационог периода и економско пропорционисање туђих (екстерних) и сопствених (интерних)

[177] Др Ј. Ранковић, Управљање финансијама радних организација, Завод за савремену организацију пословања, Београд, 1979.

средстава у финансијским конструкцијама. Применом прннципа интегритета друштвених средстава, предузеће осигурава средства за самостално финансирање просте и проширене репродукције (амортизација и акумулација), као и за материјалну заинтересованост и социјалну сигурност радника (лични дохоци). Скраћивањем активизацноног периода предузеће ослобађа средства за нове инвестицпоне подухвате и за нова улагања у трајна обртна средства. Планским пропорционисањем сопствених и туђих средстава организација се осигурава од презадужености, ризика и неизвесности у финансијском пословању.

Принципи рационалног и наменског корншћења средстава н ефикасног улагања произлазе из економских принципа друштвене репродукције и функција им је да објасне рацпоналну употребу новчаних средстава. наменско коришћење финансијских средстава и ефикасна финансијска улагања. што се огледа у укупно оствареним резултатима текућег и минулог рада. Обавеза фирме је да покрива трошкове (материјални трошкови и амортизација), да остварује средства акумулације и резерве, да осигурава средства за алиментирање општедруштвених и заједничких потреба и да обезбеђује средства за личне дохотке и заједничку потрошњу радника.

Принципи ликвидности. спгурности и опрезности рефлектују ликвидирање доспелих обавеза и потраживања у предвиђеном року. финансијску сигурност извора средстава за измирење обавеза и за финансирање текућег пословања, као и ангажовање и диспонирање средстава резерви) за ризике у пословању. Веома је важно начело ликвидности, на коме се заснива политика ликвидности, односно текућа финансијска политика или политика финансирања предузећа. Принцип ликвидности регулише измирење (исплату) доспелих обавеза о року, а ликвидирање обавеза захтева располагање новчаним средствима. Ликвидна је, дакле. она фирма која из текућих финансијских средстава уредно и на време ликвидира своје обавезе (доспеле) према повериоцима и која одржава ликвидне позиције пословног финансирања. Она то чини планираним усклађивањем прилива новчаних средстава са обимом, структуром и динамиком заснивања и доспевања обавеза (тј. одлив новчаних средстава).

Новчану или финансијску ликвпдност треба разликовати од пословне ликвидности (као способностп организације да својим текућим ликвиднм новчаним средствима финансира текуће пословање) и. нарочито. од солвентностп (способности организације да својим целокупнпм средствнма одговори доспелим обавезама у датом тренутку).

Нринципи нсзависностн, самосталности и флексибилности рефлектују самосталност и независност у финансијском пословању (сходно децентрализованом моделу доношења финансијских одлука у систему привређивања и доходовања) и еластичну финансијску политику. Самосталност и независност у финансијском пословању је слободно располагање оствареним дохотком (финансијским резултатом) на самоуправним. заједничким договореним и јединственим начелима интегрисаних доходовних односа социјалистичке репродукције. Флексибилност или еластичност финансијске полптике је

способност фирме да се адаптира (прилагођава) променама у привредном и финансијском систему и спстему финансирања друштвене репродукције.

Принцип рационалног обављања финансијских послова, ефикасне организације и финансијске службе. финансијске днсциплине и ажурности импликује рационално коришћење средстава у процесу рада (нзвршење финансијских послова уз најниже трошкове). ефикасну организацију финанснјске функције (са мањпм бројем радника обављати ефикасно и рационално финансијске послове прикупљања и корншћења новчаних средстава. укључујућп и аналпзу. евиденцију и контролу). дисцпплиновано и одговорно извршавање финансијских задатака. који су засновани на законскнм проппспма. договорима. споразумима. уговорпма. правилницима и упутствпма и обављање финансијских послова у планпранпм роковима.

6. ФИНАНСИЈСКА ФУНКЦИЈА ПРЕДУЗЕЋА

Проф. Турк[178] сматра да финансијску функцију у предузећу чине: (1) прибављање средстава. (2) пресрормирање или коришћење средстава. (3) враћање средстава И (4) преформирање извора средстава. А са становишта управљања проф. Турк финансијску с|зункцпју проширује и на (5) плаиирање финансијске функције. (6) лрипрему извршавања финансијске функције, (7) нзвршавање финансијске функције и (8) надзирање финансијске функције. По проср. Ранковићу финансијска функција обухвата три срункционална подручја, и то: (а) набавку капитала (финансирање). (б) употребу капитала (инвестирање) и (ц) управљање капиталом (одржавање ликвидности).[179] Спознаја финансијске функције је од есенцијалне важностн за теорију и политику управљања финансијама предузећа. А само управљање финансијама предузећа прос]ј. Ранковић де финише[180] као диспозптнвну делатност, која уз помоћ одговарајућих средстава (инструмената) настоји да обезбеди реализацију задатака, који произлазе из подручја финансијске функције, а повезани су са извршењем циља предузећа. Ова дефиниција истиче одређене појмове који предодређују суштину управљања финансијама предузећа, и то: (1) диспозиција — задатак, (2) задатак финанснјске функцнје — средства за извршење задатка, (3) циљ финансијске функције — циљ предузећа.

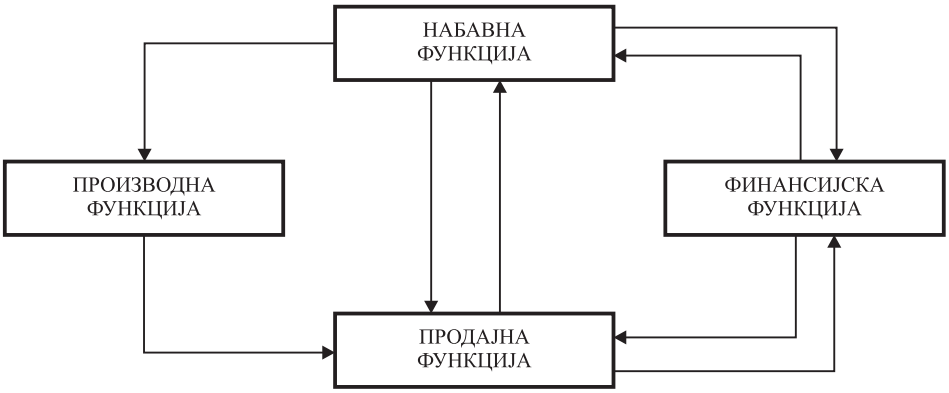
---

178 Др И. Турк, Дефиниција финансијске функције у организацији удруженог рада и Зборник радова „Финансијско управљање у организацијама удруженог рада”, НИРО Књижевне новине. Београд. 1979. стр. 63–64.

179 Др Ј. Ранковић, Управљање финансијама предузећа, РО за упапређење организације рада и усавршавање кадрова „Центар”. Београд. 1989. стр. 19–20.

180 Др Ј. Ранковић, Управљање финансијама предузећа, РО за унапређење организације рада и усавршавање кадрова„Центар”, Београд, 1989, стр. 19–20.

Финансијске и друге функције предузећа



Финансијска функција има своје место. улогу и значај у привредним организацијама, који се синтетизују у њеним задацима. Задаци финансијске функције фирме углавном се групишу у две основне групе. и то примарни и секундарни. У примарне задатке финансијске функције сврставају се задаци који су непосредно повезанп са процесом друштвене репродукције, као што су: прибављање финансијских средстава (у првом реду новца), употреба средстава (улагање) и усклађивање рока расположивости извора и рока имобнлизације кредита.[181] За разлику од примарних. у секундарне задатке[182] финансијске функције убрајају се задаци који су посредно везани за процес друштвене репродукције, као што су: диспонирање новца, контрола новчаних докумената. надзор употребе средстава, вођење оперативне евиденције. финансијско планирање. финансијска анализа и информисање.

За разлику од овог приступа класифпкације задатака финансијске функције, у финансијској литератури егзистирају теоријски приступи који другачије систематизују задатке финансијске функције. Наиме, проф. Јурковић те задатке финансијске функције своди на планирање и прибављање потребних средстава, рационално коришћење расположивих средстава, перманентно усклађивање прилива новчаних средстава са роковима доспећа финансијских обавеза, разрешавање економско–финансијских односа између делова прнвреде. расподелу оствареног финансијског резултата и анализу и контролу употребе финансијских средстава.[183]

Према томе. суштину финансијске функције не треба посматрати само са аспекта њене улоге у репродукцији (примарна репродукциона функција) него и са аспекта њене друштвено–економске улоге у развијању економских финансијеких односа.

Финансијска функција је једна од централних функција пословања. због тога што су новчана средства потребна ради набавке средстава рада

[181] Др Ј. Родић, др И. Марковић: Пословне финансије, Савремена администрација. Београд. 1982. стр. 2.
[182] Ибидем, стр. 8.
[183] Др Д. Јурковић, Пословне финансије, Информатор, Загреб. 1987. стр. 7.

и предмета рада и ради исплате лнчних доходака радника. У дужничко–поверилачким односнма међусобии односи се регулишу посредством новчаних средстава која се у кружном току трансформишу према потреби у робу, услуге. радну снагу и остале чиниоце кружног тока средстава. У тим сложеним условима финансијског пословања задаци финансијске функције огледају се у планирању финансијских средстава за разне набавке и куповине, у обезбеђењу средстава за обављање процеса производње. у заједничкој бризи за реализацију производа и наплату потраживања од купаца. То показује да се у производнбм цнклусу срормнра спрега између овпх функција у следећем низу: финансијска–набавна–производна–продаЈна–финансијска.

Све ове функције повезане су у целинн чији је заједнички задатак успешност пословања фирме. Оне су. према томе. међусобно зависне и условљене. Зато се и међусобно координирају да бп се реалнзовао производнп програм и остварнла пословна политика.

Финансијска функција „држн" почетну и крајњу тачку кружног кретања средстава: N–R...P...R1–N1. прп чему Rl–Nl представља прнбављање средстава илп завршну фазу кружног кретања средстава и N–R представља пласман средстава или почетну фазу кружног кретања средстава.

Послови финансијске функције.[184] према томе. су: (1) прибављање новца и капитала. (2) улагање новца и капитала. (3) обликовање структуре кашггала. (4) усклађивање рокова имобнлизацпје федстава и закона расположивих извора финансирања. (5) креирање финансијске политике и развијање стратешје и тактпке финансијског управљања. (6) наплата потраживања, (7) продаја потраживања и купљених деоница, (8) плаћање обавеза, (9) откуп дугова и продатих деоница. (10) продаја и куповина девиза. (11) диспонирање новца. (12) праћење кретања каматних стопа. тржишне цене хартнја од вредности и курса валута. (13) обрачун личних доходака. (14) осигурање имовине, (15) контрола новчаних докумената и надзор рацноналности коргштења средстава, (16) вођење благајне н портсреља хартија од вредности. (17) вођење оперативне евпденције. (18) финансијско планирање. (19) финансијска анализа. (2) сачињавање предлога санације. (21) финансијско информисање.[185]

[184] J. Ковачевић, Дјеловање финансијске функције у тржишној привреди, Финансијска пракса 8–10/89. стр. 343–363.

[185] Др J. Родић, Пословне финансије, Економика, Београд, 1991. стр. 15–27.

7. ФИНАНСИЈСКИ ПОСЛОВИ ПРЕДУЗЕЋА

Југословенски теоретичари различито дефинишу послове и задатке финансијске функције, и то:[186] (1) Проср. Јурковић задатке финансијске функције своди на послове планнрања потребних финансијских средстава, прибављања потребних финансијских средстава, рационалног коришћења средстава, перманентног усклађивања прилива новчаних средстава са роковима доспећа финансијских обавеза, разрађивање економско финансијских односа међу деловима привреде и предузећа, расподеле оствареног резултата, анализе и контроле употребе средстава; (2) Проср. Тепшић пак сматра да се задаци финансијске функције односе на прибављање новчаних средстава, коришћење новчаних средстава. усклађивање динамике прилива новчаних средстава и роковима плаћања обавеза према изворима. регулисање новчаних токова и праћење финансијских односа у предузећу и контрола употребе новчаних средстава у кружном току; (3) Проф. Родић и Марковић задатке финансијске срункције предузећа деле на примарне задатке (прибављање новчаних средстава. употреба новчаннх средстава. усклађивање рокова имобилизације средстава и рокова расположнвости извора) и на секундарне задатке (диспонирање новца, контрола новчаних доку.мената, надзор рационалности употребе средстава. вођење оперативне евпденције и финансијско планирање, финансијска аналпза и финансијско информисање).

Обим. структура и динамика финансијских послова су усклађени са финансијском функцијом. организацијом финансијског пословања и извршавањем финансијских послова. У ствари. финансијски послови извиру из финансијске срункције, која опредељује органнзацију финансијске службе и извршење финансијских задатака. Финансијску срункцију компонују бројни, међусобно испреплетани и повезани финансијскп пословн. Скуп финансијских послова у склопу пословних финансија или финансија фирме рашчлањава се и класисрикује на:

1. Послове прикупљања и употребе новчанпх средстава.
2. Послове новчаног промета.
3. Послове финансијског планнрања,
4. Послове расподеле,
5. Финансијске послове услужног типа.
6. Организационе финансијске послове,

[186] Др Д. Јурковић, Пословне финансије, Народне новине, Загреб. 1980, стр. 7. др Р. Тепшић. Пословне финансије, Информатор, Загреб, 1974. стр. 5 и др J. Родић и др И. Марковић, Пословне финансије са програмом финансијске консолидације, Савремена администрација, Београд, 1986. стр. 3–14.

7. Рачуноводствене послове,
8. Послове са банкарским, финансијскпм и осигуравајућим органи зацијама,
9. Послове са ЗОП, ДПЗ, коморама и удружењима,
10. Финансијске послове са осталим субјектима у привреди и ван привреди.

Послови прикупљања и коришћења новчаних средстава су фактурисање продате робе, евидентирање потраживања, исплате доспелих обавеза, наплате потраживања, прибављање допунских средстава, улагање средстава. репродуковање уложених средстава, удруживање средстава, осигурање ликвидности итд. Ови послови чине садржину политике финансирања.[187]

Послови новчаног промета обухватају издавање налога за безготовинска плаћања, праћење стања средстава на жиро–рачунима, диспонирање средстава, исплате у готову и друге послове везане за плаћање. Ради обављања послова новчаног промета, организације се повезују са организацијама које обављају новчани промет у земљи и иностранству код којих се налазе депонована расположива новчана средства на одговарајућим рачунима.

Послови финансијског планирања, или пројектовања финансијске ситуације обухватају израду месечних, кварталних, годишњих (текућих), средњорочних, (петогодишњих) и дугорочних финансијских планова, утврђивања планова материјалих трошкова и амортизације, планова реализације. планова прихода и расхода. планова инвестиција. кредитних планова и др.. као и израду предрачуна (цена, пореза и доприноса. уговорних и законских обавеза и др.).

Послови расподеле усредсређени су на утврђивање принципа. критеријума и мерила стицања и распоређивања оствареног дохотка и добити сходно друштвено–економским и социјалним основама, који су утврђени договорима, споразумима и интерним правилницима о расподели добити и средстава за личне дохотке и заједничку потрошњу радника.

Финанснјски послови услужног и солидарног типа су послови исплата накнада из средстава фондова заједничке потрошње радника (давања радницима који одлазе на одслужење војног рока, на војну вежбу или у пензију. давање за пострадале од елементарних непогода и сл.). пословн наплате забрана. обустава и других накнада.

Организациони финансијскн послови су послови финансијског управљања, финансијског руковођења, финансијске координације, организације финансијског сектора и извршења финансијске функције.

Рачуноводствени послови обухватају послове финансијске евиденције (финансијско, погонско. робно и материјално књиговодство, евиденција основних средстава и евиденција ситног инвентара и потрошног материјала), послове обрачуна (периодични обрачуни и завршни рачун). обрачун личних доходака, уговорних и законских обавеза, пореза и доприноса. послове израде

[187] Др Р. Црнковић (Ред.). Финансијска функција у организацијама удруженог рада. Информатор, Загреб. 1980.

извештаја о пословању и раду, послове састављања дневних извештаја о стању и кретању обавеза према добављачима, стању и кретању средстава на рачунима. стању и кретању задуживања, стању заједничких улагања и стању и кретању удруживања рада и средстава, као и послове интерне контроле.

Послови са банкарским, финансијским и осигуравајућим организацијама су, у ствари. послови између банака и фирми, финансијских организација и фирми и осигуравајућих организација и фирми. Пословни односи са банкама регулисани су уговорима и споразумима о удруживању средстава у банку. Банке обављају бројне послове за привредне организације као комитенте: прикупљање новчаних средстава, удруживање слободних новчаних средстава. депоновање средстава (новчани депозит). давање кредита, девизн еи валутне послове, удруживање рада и средстава за одређене намене (регулисање међусобнпх дужничко–поверилачких односа, одржавање текуће ликвидности, финансирање без обавеза враћања, трајно уступање средстава, међусобно кредитирање, остваривање заједничког дохотка), давање гаранција и авала,издавање хартија од вредности, послове платног промета итд.

У склопу пословних односа између фирме и банке, предузећа удружујући средства у банку, на основу споразума, стичу и одређена права (одлучивање о коришћењу средстава удружених у банци, утврђивање планова рада и програма развоја банке, одлучивање о распоређивању прихода банке, добијање кредита, учествовање у расподели дохотка банке, управљање банком, усмеравање кредитног потенцијала банке и др.) и одређене обавезе (сношење ризика у пословању банке, покривање губитака банке, одговорност за целокупно пословање банке, развијање друштвено–економских односа у банци. обавештавање банке о својим програмима развоја и својим резултатима рада. јачање расположивих извора средстава за остваривање програма рада и плана развоја банке. усклађивање преузетих обавеза и могућности фирми удружених у банци. поверавање послова платног промет ау земљи и са иностранством банци нтд.). Тиме се бројни финансијски послови, поверени банци, повезују и интегришу у јединствену целину. у заједничку финансијску полнтику удружених предузећа у оквиру финансијске функције банке.

8. КОДЕКС ПОСЛОВНО ФИНАНСИЈСКИХ НАЧЕЛА[188]

Полазећи од општих опредељења и свесно прихваћених правила понашања радннка којп се баве пословним финансијама. са циљем стручно–акционог јединства у напорима за унапређивање финансијске функције у нашем друштву. доноси се Кодекс начеда финансирања којим се ближе дефинишу концепција и карактеристика финансија у пословним објектима.

Начела финансирања сврстана су у следеће трупе:

I. Полазна начела пословног финансирања
II. Начела о финансијској политици
III. Начела о успостављању финансијских односа
IV. Начела о изворима финансирања пословног субјекта
V. Начела о коришћењу средстава
VI. Начела о доношењу одлука из делокруга пословних финансија
VII. Начела о планирању финансијских токова и финансијске ситуације
VIII. Начела анализе финансијских токова и финансијске ситуације
IX. Начела о контроли рационалности употребе средстава
X. Начела информисања о финансијским токовима и финансијској ситуацији
XI. Начела организовања финансијске службе
XII. Завршни ставови

Сврха разраде начела финансирања у оквиру Савеза рачуноводствених и финансијских радника Југославије може се видети у следећем:

- да Савез рачуноводствених и финансијских радника придоносе реализацији друштвеног опредељења да се уставност и законитост у нашем самоуправном друштву не изражава само у облику класичних правних норми већ да у његов садржај све више улазе самоуправне норме;
- да се формулацијом начела пружи помоћ онима који раде на пословним финансијама да би се при обављању тих послова боље сналазили, да би се подстицала креативност њиховог рада;
- да се поспеши пренос нових теоретских достигнућа на подручју пословних финансија у праксу финансијских радника, чиме се нарочито пружа помоћ на усавршавању млађих кадрова;
- да се дају законодавству трајније стручне основе које могу помоћи при доношењу законских прописа којима се прецизирају интенције економске политике у одређеном раздобљу;

[188] Кодекс је усвојен 29. јуна 1982. год. цит. према Ј. Матовић, Закон о финансијском пословању, Информатор, Загреб, 1990. ст. 175–182.

- да се осигура стручна основа за самоуправно регулисање материје са подручја пословног финансирања, а и за помоћ при доношењу инструмената којима се код пословног субјекта прецизирају интенције полтике у одређеном раздобљу.

1) ПОЛАЗНА НАЧЕЛА ПОСЛОВНОГ ФИНАНСИРАЊА

1. Начела финансирања јесу скуп правила о рационалном поступању пословних субјеката средствима (имовином) капиталом и дуговима (обавезама према изворима финансирања). Та начела се у погледу метода одлучнвања. планирања. контроле, анализа и информисања разрађују у пословно–финансијским стандарднма (Основе пословно–финансијских начела и стандарда).
2. Пословне финансије пословног субјекта с динамичког аспекта обухватају следеће процесе:

а) формирање и повећавање обима капитала и дугова (финансирање).
б) повећавање неновчаних облика средстава у пословном процесу (инвестирање),
ц) смањивање неновчаних облика средстава у току пословног процеса (дезинвестирање),
д) смањивање обима капитала и дугова (дефинансирање).

Статички аспект пословних финансија пословног субјекта подразумева његову финансијску ситуацију изражену кроз стање његовог финансирања (пасива биланса стања) и његовог инвестирања заједно са стањем новца (актива биланса стања — Начело садржаја пословних финансија).

3. Начела финансирања се односе на све пословне субјекте на по дручју привредне и ванпривредне делатности, и то без обзира на њихову величину, сектор власништва и статус правне или физичке особе (Начело субјекта у пословном финансирању).
4. Под изворима финансирања пословног субјекта подразумевају се правне и физичке особе од којих пословни субјект прибавља средства. То је и сам пословни субјект (Начело извора финансирања).
5. Под готовином се подразумевају домаће новчанице и ковани новац. Под новцем, узимајући у обзир могућност плаћања[1], поред готовине. подразумева се још депозитни новац као уговорено право на зајам по текућем рачуну.

   Под ликвидним средствима се. поред новца, сматрају и краткорочна потраживања која се поуздано могу текуће претворити у новац, односно користити за плаћање и одмах уновчиве вредносне папире.

   Под средствима, осим финансијских средстава, подразумевају се сва остала пословна средства и средства за ванпословну сврху (Начело садржаја средстава).

6. У пословном процесу новца се преображава у друге облике средстава. Без обзира у којој се фази, односно облику налазе средства. увек се посматрају као преображенн облик новца (Начело новчаног сагледавања средстава).
7. Пословање и стање пословног субјекта сагледавају се с финансијске тачке гледишта на темељу новчаних токова и финансијских токова. као и њнховог утнцаја на стање новца и финансијску ситуацију пословног субјекта (Начело финансијског сагледавања пословања и његових резултата).
8. Под новчаним токовима сматрају се примпци којн у одређеном раздобљу повећавају стање новца и издаци којн смањују стање новца пословног субјекта.

   Под срннансијским токовима подразумевају се токови свих средстава. с тнм да су V синтетнчком облику приливи средстава повезани с новим финансн рањем и дезинвестирањем, а одливи средстава повезани с инвестирањем и дефинансирањем у одређеном раздобљу, што утиче на стање новца пословног субјекта (Начело садржаја новчаних и финанснјских токова).
9. Пословни субјект финансијском активношћу управља средствима тако да њима оствари што повољнији утицај на пословни резултат међусобним повезивањем начела оптимализацнје инвестирања. оптимализације финансирања. финансијске рентабилности, укупне рентабилности, те рентабилности капитала, сигурност враћања, ликвидности средстава. текуће платежне способности и крајње платежне способности (Начело есрикасносг управљања финансијском активношћу).
10. Пословни субјект остварује резултате пословања уз што повољније ангажовање средстава (Начело оптимализације инвестирања).
11. Пословни субјект прибавља средства из оних извора финансирања који му осигуравају текућу и крајњу платежну способност уз максималну финансијску рентабилност, укупну рентабилност и рентабилност капитала (начело оптимализације финансирања).
12. Пословни субјект инвестира новац у послове за које постоји различити ступањ поузданости да се правовремено и у целости врате, што треба да буде у размери са очекиваним приносом од таквих улагања (Начело ризика и неизвесности у инвестирању).
13. Под динамички посматраном ликвидношћу средстава подразумева се њихова способност преображавања из облика у облик (проточност средстава). Преображавање средстава из облика у облик ангажовања у току процеса пословања разврстава их у сваком датом тренутку у разне ступње удаљености од облика новца, што је ликвидност средстава посматрана статички (ступањ уновчивости средстава). Динамички и статички посматрана ликвидност од утицаја је на текућу платежну способност пословног субјекта (Начело ликвидности средстава).

14. Пословни субјект дужан је у сваком тренутку располагати новцем у износу доспелих обавеза, а плаћање уз примерени вишак новца у износу сигурносне резерве новца — што је његова текућа платежна способност; даље, да у сваком тренутку укупна вредност активе биланса стања одговара укупној вредности пасиве у билансу стања — што је његова крајња платежна способност, која може бити релативна или апсолутна. У првом случају, подразумева се могућност измирења укупних обавеза према дуговима. а у другом и укупних обавеза према капиталу (Начело платежне способности).
15. Пословни субјект инвестира средства у оне послове којима ће остварити највишу стопу приноса изражену односом чистих примитака према уложеном износу тих средстава — што изражава финансијску рентабилност. Однос добитка пре опорезивања заједно с каматама на коришћене дугорочне кредите и зајмове према вредности укупно ангажованих средстава умањених за текуће обавезе (под претпоставком да се из краткорочних обавеза финансирају искључиво привремено ангажована средства) изражава укупну рентабилност пословања пословног субјекта. Однос добитка који прилада по основу капитала према властитом капиталу. пак, изражава рентабилност капитала (Начело рентабилности).
16. У управљању новцем пословни субјект стално полази од његове временске преференције због чињенице да се новцем у садашњости могу остварити веће користи него кад се номинално истим износом располаже у будућности. На временску преференцију новца рачуна се при доношењу финансијских одлука или кумулисањем износа — укамаћивањем. или декумулисањем износа — дисконтовањем (Начело временске пресреренције новца).
17. Свака пословна одлука има за пословни субјект финансијске последице. те их је већ у току одлучивања нужно сагледавати. При томе. треба полазити и од сазнања да је могуће потрошити само онолико колико се има, односно колико се може добити из других извора позајмљивањем или на неки други начин, али уз услов да пуну вредност тако прибављених средстава треба осигурати за враћање изворима финансирања (Начело финансијске савесности).
18. Пословни субјект је дужан осигурати континуелну способност финансирања и сношења ризика (Начело финансијске стабилности).
19. У располагању средствима пословни субјект придржава се и начела законитости, статутарности и на други начин утврђених норми пословног и финансијског понашања (Начело нормативности).

2) НАЧЕЛА О ФИНАНСИЈСКОЈ ПОЛИТИЦИ

20. Финансијска политика састоји се у одређивању основних финансијских циљева у склопу остваривања пословне и других политика пословних субјеката. Основни финансијски циљеви

произлазе из пословних и других циљева пословног субјекта — да у условима тржишне привреде продајом робе и услуга оствари максималан пословни резултат уз сразмерно побољшану финансијску ситуацију. Финансијском политиком се иницирају, подржавају и реализују циљеви пословног субјекта.

21. Финансијска политика се остварује: а) одлучивањем о основним финансијским циљевима, б) избором стратегије и тактике, као и праваца акције ради остварења основних финансијских циљева, ц) стварањем и одржавањем оптималне вертикалне и хоризонталне финансијске структуре и д) применом начела одлучивања о финансијским токовима и финансијској ситуацији у остваривању основних финансијских циљева.

22. Под финансијском стратегијом подразумева се одређивање праваца стицања и употребе финансијских средстава у пословном процесу. Финансијском тактиком бирају се путеви. мере и методе остваривања праваца стицања и употребе финансијских средстава.

    Финансијску стратегију. по правилу, тактнку одређују органи управљања пословног субјекта. а припремају је и реализују стручни органн (пословодни орган и финансијске службе).

23. Под вертикалном финансијском структуром подразумевају се вредносно–рочни односи између делова средстава (активе), с обзиром на појавне облике. и између делова обавеза према изворима средстава (пасиве), с обзиром на њихове врсте. Под хоризонталном финансијском структуром подразумевају се вредносно–рочни односи између делова ак тиве и припадајућих делова пасиве. Ти односи познати су и као „хори зонтална” и „вертикална” правила финансирања.

    Вертикална и хоризонтална финансијска структура су оптималне када су потпуно усклађене са циљевима пословне политике пословног субјекта.

24. Политика оптимализације структуре средстава осигурава се не сметаним преображавањем средстава у кружном току из једног у други појавни облик, при чему се средства посматрају у склопу следећих ску пина: 1) новац, 2) краткорочно вредносни папир, 3) краткорочна по траживања од купаца и других дужника. 4) залихе довршених производа и робе, 5) полупроизводи и производња у току, 6) залихе сировина и осталог материјала, 7) дугорочни финансијски улози и 8) основна сред ства.

    Несметано и ефективно преображавање средстава у кружном току из једног у други облик, из једне у другу фазу, у планираном опсегу и планираном динамиком представља оптималну ликвидност средстава.

25. Политиком оптималне структуре обавеза према изворима сред става осигурава се финансијска стабилност пословног субјекта и врши утицај на његов развој, рентабилност, ризик и неизвесност,

ликвидност средстава и платежну спсособност. Том политиком оптималне структуре треба настојати да удео обавеза према туђим изворима не угрожава финансијску стабилност. Када се пак, ангажују средства из туђих извора, треба водити такву политику задуживања да њихова структура, с обзиром на рокове доспећа обавеза за враћање средстава (дугорочне и краткорочне), буде усклађена са структуром и брзином циркулације средстава у пословном процесу.

26. Политиком рационалних односа међу деловима средстава (актива) и обавеза према изворима средстава (пасива) стварају се оптималне претпоставке за ликвидност средстава, стопу ризика и неизвесност. платежну способност и финансијску стабилност. При томе, треба настојати да су обавезама према властитим изворима и дугорочним обавезама према туђим изворима покривена дугорочно везана средства. Краткорочним обавезама према изворима средстава треба да су кривена краткорочно везана средства.

27. Хоризонтална финансијска структура рачуна се стављањем у однос одговарајућих делова активе и пасиве и изражава се: убрзаним, брзим и текућим коефицијентом.

Убрзани коефицијент представља резултат дељења ликвидних средстава краткорочним обавезама према изворима средстава — и пожељно је да буде највише 1.

Брзи коесрицијент представља резултат дељења новца и свих краткорочних потраживања краткорочним обавезама према изворима средстава — и треба да је најмање 1.

Текући коефицијент представља резултат дељења обртних средстава краткорочним обавезама према туђим изворима — и пожељно је да буде најмање 2.

Поштовањем дефинисаних величина убрзаног. брзог и текућег коефицијента стварају се претпоставке за одржавање платежне способности и финансијске стабилности пословног субјекта.

28. Пословни субјект мора водити политику оптималне текуће платежне способности. То је ситуација када су све доспеле обавезе плаћања у сваком тренутку (дану) покривене расположивим новцем и када уз то постоји одређен вишак новца као резерва за осигурање текуће платежне способности.

Прекомерна текућа платежна способност постоји када расположиви новац премашује и доспеле обавезе плаћања, и сигурносне резерве за осигурање текуће платежне способности.

29. Када пословни субјект не може расположивим новцем плаћати обавезе у роковима њиховог доспећа, налази се у ситуацији текуће пла тежне неспособности.

Текућа платежна неспособност може бити изражен ау виду неправовременог или обустављеног плаћања обавеза. Обустава плаћања обавеза у роковима њиховог доспећа прети да доведе пословни субјект у стање стечаја, односно ликвидације.

30. Против текуће платежне неспособности, као и прекомерне те куће платежне способности у ширем смислу, треба предузимати мере финансијске политике, оптимализацијом структуре обавеза према изво рима финансирања и самих средстава у односу на појавне облике, суп ституцијом извора финансирања, као и повећањем брзине преображаја средстава у кружном кретању. За спречавање текуће платежне неспо собности у ужем смислу предузимају се мере за смањење и успоравање издатака, односно за повећање и убрзање примитака.
31. На страни примитака могу се предузети следеће мере ради њиховог повећања: активирање портфеља вредносних папира, убрзање наплате потраживања од купаца и других дужника, повећање продаје и услуга уз услове мање повољне за продаваоца од уобичајених. повећање опсега производње и услуга који се брже преображавају у новчани облик и продаја делова имовине. По правилу, све мере с циљемповећања примитака којима се повећава текућа платежна способност иду на уштрб рентабилности.
32. На страни издатака могу се предузети следеће мере ради њиховог смањења: одгађање реализације планираног опсега инвестиције, одгађања замене економски дотрајалих основних средстава новим, смањење улагања у залихе обртних средстава, одгађање исплата доспелих обавеза. По правилу, све мере које се предузимају ради смањења издатака, иду на уштрб рентабилности.
33. Финансијску политику конципирају и предлажу органима управљања пословодни орган и стручне службе. Након што органи управљања усвоје финансијску политику, проводе је пословодни орган и стручне службе. и о есректима те политнке на погодан начин и у утврђеним роковима информишу органе управљања пословног субјекта.

3) НАЧЕЛА О УСПОСТАВЉАЊУ ФИНАНСИЈСКИХ ОДНОСА

34. Финансијско окружење пословног субјекта чине финансијски си стем и општа финанснјска ситуација у оквиру које делују све правне и физичке особе у земљи и иностранству с којима је он у оствареном или потенцијалном, сталном или повременом финансијском односу. Овим односима. по правилу, изражава се облигацијски положај пословног субјекта као последица примања или давања средстава.

    Стални финансијски однос је однос који проистиче из стицања капитала, а повремени финансијски однос онај који проистиче по основу дугова пословног субјекта.
35. Финансијски односи између пословног субјекта и субјекта из финанснјског окружења успостављају се на начелима: а) улагања средстава. б) позајмљивања, ц) размене робе и услуга с непосредним плаћањем или кредитирањем, д) задовољавања општедруштвених

и заједничких потреба. е) солидарности и узајамности и ф) бесповратног финансирања.

36. На начелу улагања средстава успостављају међусобне финансијске односе пословни субјекти, по правилу, на неодређено време. Улагачи имају сва права власника: право управљања, односно удела у управљању пословањем, удела у добитку и ризику, и ликвидацијској маси пословног субјекта.

37. Битна карактеристика начела позајмљивања је узајамно поверење зајмодавца и зајмопримца да зајмопримац о року врати позајмљена средства заједно с каматом по уговору. Ово начело је нарочито карактеристично за финансијске односе банака и других финансијских организација са својим финансијским окружењем.

38. Разменом робе и услуга успостављају се дужничко поверенички односи као најраспрострањенији облик финансијских односа. Ови односи могу бити текући, ако се ликвидирају непосредном наплатом, или кредитни, ако се ликвидирају у плаћањима у договореном року одобреног кредита.

39. На начелу задовољавања општедруштвених и заједничких потреба успостављају се финансијски односи између пословних субјеката и друштвено–политичких или других за то овлашћених заједница у облику обавеза или потраживања на темељу закона или другог одговарајућег правног основа или у облику преплаћених исплата.

40. На начелу солидарности и узајамности успостављају се финансијски односи између пословних субјеката с циљем ублажавања и отклањања последица пословних губитака. елементарних непогода и сличног.

41. На начелу бесповратног финансирања успостављају се финансијски односи између пословних субјеката и субјеката из финансијског окружења у посебним случајевима (бесповратно уступљени капитал и/или поклон, донаторство и слично). Компензације, регреси, субвенције и дотације, такође. су видови бесповратног финансирања.

4) НАЧЕЛА О ИЗВОРИМА ФИНАНСИРАЊА ПОСЛОВНОГ СУБЈЕКТА

42. Пословни субјект има обавезе према изворима финансирања. Обавезе према изворима финансирања су вредносновременско овлашћење за управљање одговарајућим делом имовине од стране датог пословног субјекта.

Основно разврставање обавеза према изворнма финансирања је: (Г) обавезе према изворима финансирања без чврсто предвиђеног рока доспећа (капитал и паснвно временска разграничења) и (2) обавезе према изворима финансирања с предвиђеним роком доспећа (дугови).

43. Под обавезама према изворима финансирања без чврсто пред виђеног рока доспећа сматрају се обавезе које доспевају за намирење тек у случају потпуног и коначног престанка пословања пословног суб јекта или оне које су битно с тим изједначене. Изнимно од тога може наступити умањење оваквих обавеза у случају њиховог коришћења за покривање губитка пословног субјекта.

Обавезе према изворима финансирања без чврстог предвиђеног рока доспећа су:

а) обавезе по основу друштвеног капитала,
б) обавезе по основу деоничког капитала,
ц) обавезе по основу улога,
д) обавезе по основу резерви,
е) обавезе по основу нераспоређеног добитка из ранијих година. Карактер обавеза без чврсто предвиђеног рока доспећа имају и пасивна временска разграничења.

44. Под обавезама према изворима финансирања с предвиђеним ро ком доспећа подразумевају се обавезе које доспевају за намирење јед нократно или у ратама у унапред познатим одређеним роковима, и то независно од остваривања резултата пословања пословног субјекта и многих околности, изузев од државе проглашеног мораторија плаћања.

Обавезе према изворима финансирања с предвиђеним роком доспећа су:

а) обавезе по основу улога са роком доспећа враћања.
б) обавезе по основу издатих обвезница,
ц) обвезнице по основи осталих финансијских зајмова.
д) обавезе по основи комерцијалних зајмова,
е) остале комерцијалне обавезе,
ф) остале обавезе из пословања пословног субјекта.

45. Овлашћења пословног субјекта за управљање одређеним делом имовине престаје истеком рока доспећа одређене обавезе према изворима финансирања. У случају обавеза које нису унапред временски ограничене, њихово трајање се, по правилу. поклапа с трајањем активности самог пословног субјекта. С обзиром на рок доспећа за намирење, временски унапред ограничено трајање овлашћења за управљање делом имовине пословног субјекта је краткорочно и дугорточно. Краткорочна обавеза према изворима финансирања доспева за намирење у року од једне годпне. а дугорочна обавеза према изворима финансирања у роковима дужим од тога. Међутим, у складу с приближавањем рока доспећа намирења наступа преображавање одговарајућег дела дугорочних обавеза у краткорочне обавезе.

46. Динамички посматрано. прибављање средстава пословног субјекта остварује се повећањем обима капитала. пословних временских разграничења дугова и ванпословнх фондова. При томе се повећање обима капитала и/или ванпословних фондова остварује једним

делом расподелом добитка самог пословног субјекта. а другим делом укључиво с повећањем укупних дугова приливом средстава пословном субјекту. било из земље. било из иностранства.

Умањењем обавеза према изворима финансирања пословног субјекта настаје путем исплате тих обавеза или услед губитка због чијег покривања долази до умањења капитала. као и улога који нису капитал. а уз пристанак повереника до умањења обавеза за дугове.

47. Припадајућа надокнада изворима финансирања може бити у унапред одређеном сриксном износу независно од резултата пословања пословног субјекта или сразмерно том резултату. Фиксна надокнада је у облику камата и/или закупнина. Оваква надокнада припада нарочито по основу обавеза према изворима финансирања с предвиђеним роком доспећа. Накнада сразмерна резултату пословања пословног субјекта припада по основу обавеза према изворима финансирања с предвиђеним роком доспећа.

48. У случају када изворима финансирања припада фиксна надокнада, треба посебно обратити пажњу на деловање финансијске полуге (финансијског леверица). Под тим се разумева утицај на рентабилност капитала услед постојања дугорочних зајмова и кредита. Интензитет тог деловања зависи од разлике између каматне стопе и укупне стопе рентабилности пословања пословног субјекта, као и од удела оваквих обавеза у укупним обавезама према изворима финансирања или чешће само у збиру капитала и дугорочних обавеза по основу дугова.

Јача примена финансијске полуге значи веће сриксне издатке по основу камата и евентуално других надокнада изворима финансирања, што претпоставља и већи ризик ако се не остваре планирани ефекти употребом уз те услове прибављених средстава. Зато се средства прибављена уз фиксну надокнаду могу сврсисходно користити, док је стопа ове надокнаде мања од укупне стопе рентабилности пословања пословног субјекта или једнака њој. Тачка индиферентности коришћења финансијске полуге настаје када се изједначе каматне стопе и. укупна стопа рентабилности пословања пословног субјекта.

49. С обзиром на власништво разликују се властити и туђи извори финансирања пословног субјекта. Однос према властитим изворима финансирања јавља се у облицима капитала, а однос према туђим изворима финансирања у облицима дугова.

50. У финансирању пословања пословни субјект што целисходније комбинује облике капитала и дугова. При томе се обраћа особита пажња на односе између капитала и дугова с гледишта усклађености рокова доспећа намирења обавеза према туђим изворима с роковима прилива новчаних средстава из послова у која су уложена и на могућност плаћања надокнаде изворима финансирања за коришћење средстава (камате, удео у добитку и слично).

51. Пословни субјект користи дугове за финансирање трајних, односно дугорочних и повремених потреба за новчаним и осталим средствима. Трајне, односно дугорочне потребе финансирају се из капитала и дугорочиих дугова. Усклађеност рокова у вези с намирењем потреба за средствима с роковима доспећа намирења обавеза према изворима финансирања битна је за континуелно одржавање текуће и крајње платежне способности пословног субјекта.
52. Почетни капитал пословног субјекта осигурава се од стране оснивача. У току пословања пословни субјект образује капитал из властитог добитка емитовањем деоница и путем других улагања из властитог извора финансирања. При расподели добитка води се рачуна о издвајању довољног дела на име надокнада по основу капитала и улагања које није обухваћено као капитал. Улогу капитала игра и издвајање ради стварања н/или повећања резерви. као и постојање нераспоређеног добитка.

    Властити и са њима изједначени извори финансирања су битна претпоставка за лакше одржавање и унапређивање здраве финансијске ситуације пословног субјекта.
53. Пословни субјект прибавља средства из туђих извора одређеним радњама које су различите зависно од врсте извора и рокова на које извори уступају средства, а такође зависно и од њихове намене. Те радње могу бити, на пример, израда програма улагања средстава (инвестициј ски елаборати и слично) и/или закључивање уговора о уступању сред става путем кредитирања или улагања, затим емисијом обвезница и вред носних папира. Тим и другим радњама регулишу се међусобни финансијски односи између извора и пословног субјекта који та средства користи.
54. Пословни субјект користи за финансирање свог пословања и нераспоређени део добитка. Висина износа из тог финанснирања зависи од апсолутног износа нераспоређеног добитка од динамике његовог пристизања и од учесталости његове расподеле. Што је износ нераспоређеног добитка већи и што су раздобља између одлучивања о расподели добитка дужи, то је од већег значаја овакав начин финансирања пословног субјекта.
55. Пословни субјект користи за осигуравање текуће платежне спо собности и за инвестирање новац проистекао из укалкулисане аморти зације у наплаћеној реализацији. Значај тога зависи otf “апсолутних из носа амортнзације, доспелости обавеза по отплатама дугорочних зајмова за основна средства и рока замене основних средстава у употреби новим основним средствима. У условима инфлације од посебне је важности да се правовременом и одговарајућом ревалоризацнјом основних средстава и саме амортизације осигура амортизација довољна било за финансирање замене основних средстава у употреби новим, било за делимичну или потпуну отплату зајмова из којих су финансирана основна средства.

односно да се рационалним улагањем издвојеног новца проистеклог од амортнзације сачува његова реална вредност.

56. Пословни субјект користи у пословању и прикривене могућности финансирања, које могу бити трајнијег или привременијег карактера. Оне се стварају потцењивањем активе (вредности средстава) уз истовремено прецењивање трошкова који се надокнађују из укупног прихода (на пример: потцењивање залиха производње у току и/или полупроизвода, затим залиха готових производа. све само по појединим елементима цене коштања, примена метода NIFO или LIFO у условима инфлацнје), односно прецењивањем пасиве (на пример: прецењивање дугорочних резервисања и пасивних временских разграничења) уз истовремено прецењивање трошкова који се надокнађују из укупног прихода. У оба случаја исказује се мањи чисти пословни резултат него у случају „пуне“ процене. Као последица такве политике билансирања прихода одлива се корисницима расподеле добитка мањи износ новца са жиро–рачуна. чиме се врши прикривено самофинансирање.

5) НАЧЕЛА О КОРИШЋЕЊУ СРЕДСТАВА

57. Новац којим располаже привредни субјект може бити намењен за пословне или ванпословне сврхе. Намену новца у приливу условљава извор финансирања. Једном утврђену намену средстава може променити субјект који је одредио првобитну намену ако се законским или њима сличним прописима не одреди другачије.

58. У пословном процесу новац се преображава у следеће неновчане облике: (1) вредносне папире, (2) прелазне облике средстава, (3) мате ријалне облике средстава. (4) финансијске улоге. и (5) разграничене трошкове и издатке.

Вредносне обвезнице могу бити власничке (деонице), зајмовне (обвезнице, комерцијални записи. благајнички записи и цертификати о депонованим средствима) или хибридне (цертификати о уложеним средствима, преференцијалне деонице и партиципативне обвезнице). Функцију вредносних папира обављају и менице и чекови и други у основи стварноправни вредносни папири.

Прелазне облике средстава чине аванси добављачима робе и услуга, потраживања за различите друге аконтације, потраживања од купаца производа и услуга и разна друга потраживања.

Материјални облици средстава су основна н обртна средства у облику ствари.

Финансијски улози састоје се из орочених средставакод банака и других финансијских организација, одобрених зајмова осталим пословним субјектима и другим правним и сризичким особама, као и финансијских и других улога у земљи и иностранству.

Разграничене трошкове сачињавају они трошкови који још нису распоређени на пословне учинке, а разграничене издатке сачињавају исплаћена новчана средства која ће, по правилу. постати трошкови тек касније.

59. Финансијска функција, осим што брине о улагању новца, брине заједно с другим функцијама и о висини ангажовања укупних средстава у кружном току репродукцијског процеса пословног субјекта на начелима финансијске стабилности, ликвидности средстава и платежне способности.
60. Финансијске трансакције у земљи обављају се националном валутом. Стога је појам новца, по правилу, ограничен на законско и дефинитивно средство плаћања. Остала средства и начини плаћања третирају се као факултативни новац.
61. Новцем се плаћају доспеле обавезе према а) добављачима. б) учесницима у добитку по основу уговора. закона или по некој другој основи, ц) радницима у облику личних доходака и других личних надокнада. д) зајмодавцима у облику надокнада и враћања понуђених средстава. е) осталим повереницима који нису обухваћени тачкама од а) до д). као и обавеза за изванпословне намене.
62. Обавезе се плаћају по редоследу њиховог доспећа. Ако пословни субјект нема довољно новца (текуће платежно је неспособан), плаћаће најпре оне обавезе које ће у случају неплаћања изазвати најнеиовољније последице.
63. Доспеле обавезе плаћају се, по правилу, безготовински. односно без присуства новчаница, јер је такав начин плаћања сигуран, брз и изазива мање трошкове. Плаћање новчаницама врши се у случајевима, када безготовинско плаћање није могуће или када за пословни субјект имају с економског аспекта повољније ефекте него у случају безготовинских.
64. Безготовинска плаћања између пословних субјеката могу се одвијати непосредно или посредно, организовано преко извршилаца платног промета. Непосредна плаћања врше се новчаним сурогатима, билатералном компензацијом или неким другпм обликом плаћ^ња. Организована плаћања врше се на начелу вирманског промета посредством надлежне организације за обављање платног промета, банака и поште.
65. При плаћању пословни субјект користи различите инструменте плаћања. То могу бити обрасци извршилаца платног промета, прописани и уобичајени вредносни папири, односно легални начини плаћања, као што су билатералне компензације, цесије, асигнације и сл. У платном промету с иностранством користе се уобичајени инструменти и начини плаћања. Инструменте и начине плаћања ближе одређују финансијски стандарди.
66. Расположиви новац за плаћање обавеза зависи од величине и динамике примитка. Најзначајнији токови примитка новца су: а)

наплата потраживања од купаца, б) продаја роба и услуга за готовину, ц) уновчавање вредносних папира, д) примици по основи банкарских и дру гих зајмова, е) примици од улагача, ф) примици по основи деоница, об везница и других вредносних папира.

Издаци су условљени величином и динамиком обавеза плаћања.

67. У пословању с новцем нужно долази и до несклада између примитака и потребних издатака. Вишкове новца пословни субјект може (и мора) искористити. То се може урадити нарочито: а) куповањем вредносних папира, б) кредитирањем потрошача, ц) кредитирањем других физичких и правних лица, д) депоновањем у банкама и другим финансијским организацијама, е) улагањем, ф) превременим плаћањем обавеза према изворима финансирања, улагањем у материјалне облике средстава. Недостатак новца елиминише се прибављањем новца из што повољнијих извора, као и одређеним интерним мерама смањења и одлагања издатака, односно повећања и убрзања примитка.

68. При улагању вишкова новца мора се водити рачуна о начелима рентабилности, ризика и неизвесности, ликвндности средстава и платежне способности. Ово се остварује одлучивањем о усклађеном кретању робних и новчаних токова пословања, узимајући у обзир све релевантне факторе.

69. При улагању у вредносне папире и друга улагања потребно је водити рачуна о ризику враћања. Ризик се може смањити тзв. портфолио селекцијом ризика, као и претходном провером бонитета и кредитне способности пословног партнера и/или осигурањем ризика. Под бонитетом се подразумева укупност резултата пословања, а под кредитном способношћу могућност враћања средстава.

70. Сва плаћања морају се заснпвати на уредно састављеним и од надлежних лица потписаним документима. Пре самог извршења плаћања потребно је извршити формалну и суштинску контролу документа на коме се заснива плаћање.

71. За сваку исплату мора се тачно знати на што се она односи и на којем се документу заснива плаћање. Не сме се дозволити плаћање салда обавеза аутоматски ако се не може утврдити из којих се делова салдо састоји. Исплату нерашчишћеног салда мора одобрити надлежни орган управљања, односно његов опуномоћеник.

6) НАЧЕЛА О ДОНОШЕЊУ ОДЛУКА ИЗ ДЕЛОКРУГА ПОСЛОВНИХ ФИНАНСИЈА

72. Осим примене економске теорије одлучивања која се заснива на пословнорезултатним токовима, користи се и финансијска теорија одлучивања на основу новчаних и финансијских токова која упућује

на временски стварно сагледавање пословно–финанснјских ефеката и фи нансијске ситуације. Одлуке из делокруга пословних финансија темеље се на политици пословног субјекта, на развојним, годишњим и опера тивним плановима. Доноси их орган управљања. који може пренети до ношење одређених одлука на друге органе пословног субјекта. Пре до ношења одлука потребно је сагледати пословне ефекте тих одлука, првенствено оне финансијске с последицама на финансијску стабилност. ликвидност средстава. платежну способност и рентабилност.

73. С обзиром на време имобилизације иовца, из делокруга пословних финансија могу бити дугорочне и краткорочне, односно текуће. Код дугорочних одлука у питању су улагања у дугорочно везана средства (основна и трајна потребна обртна средства, и дугорочни финансијски улози). Одлуке на подручју краткорочних финансирања и финансијског пословања су краткорочне финансијске одлуке.

74. Иницијативу за доношење дугорочних финансијских одлука, по правилу, покрећу органи за реализацију политике развојних планова пословног субјекта (одбори и комисије органа управљања), те други органи и појединци. У склопу финансијске одлуке, нарочито дугорочне. сагледавају се очекивани пословни, а нарочито, пословно–финансијски есректи изражени чистим примитком (разлика примитка и текућих издатака) с последицама на финансијску стабилност, рентабилност, ликвидност средстава и платежну способност пословног субјекта.

75. Финанснјска ефикасност дугорочнпх улога утврђује се на темељу новчаних токова у целокупном времену ефектуирања улагања узимајући у обзир временску преференцију новца, односно временску вредност новца. Проблематика временске вредности новца решава се техником сложеног каматног рачуна, односно сложеног дисконтовања уз каматну, односно днсконтну стопу. као меру временске преференцње новца. Финансијска есрикасност дугорочних улога утврђује се на темељу чистог примитка и пзноса улога сведених на почетак ефектуирања пројекта у који се дугорочно улажу средства.

76. Предлог дугорочне финансијске одлуке саставља стручни орган који обавља пословне финансијске срункцпје. а разматра га најпре пословодни орган и доставља органу управљања који доноси одлуку.

77. Стручни орган који обавља послове из финансијске срункције нзвршава донесену дугорочну одлуку и о томе извештава орган управљања. Након извршавања одлуке стручни орган прати с] зинансијске (и друге) есректе одлуке и о томе на прикладан начин и у утврђеним роковнма ннформише пословоднп орган и орган управљања.

78. Краткорочне финансијске одлуке доноси опуномоћеннк органа управљања на темељу претходно усвојених и разрађених критерија. Те критерије усваја орган управљања на предлог стручних служби и других органа и појединаца. О ефектима краткорочних финансијских одлука стручни орган који обавља послове сјшнаисијске функције чл прикладан начин и у утврђеним роковима инсрормише орган управљања и његове опуномоћенике.
79. При доношењу финансијских одлука. нарочито оних дугорочних, нужно је водити рачуна о неизвесности и ризику. Ступањ ризика одређују разни фактори између којих се могу истаћи време имобилизације средстава, бонитет и кредитна способност пословних партнера с којима се успоставља финансијски однос, обим дисперзије улагања у смислу портфолио селекције ризика, као и расположивост инсрормација и података.
80. У припремању финансијских одлука треба у највећој мери ре спектовати достигнућа теорије одлучивања. а за прорачуне опортуности варијаната користити савремена техничка средства.

7) НАЧЕЛА О ПЛАНИРАЊУ ФИНАНСИЈСКИХ ТОКОВА И ФИНАНСИЈСКЕ СИТУАЦИЈЕ

81. Плановима на подручју пословних финансија организационо се контролишу финансијски циљеви пословног субјекта, као и стратегија и тактика за њихово остварење. Они у претходној фази чине предлог за доношење управљачких финансијских одлука, а потом изражавају до несену одлуку и остварују се кроз оперативно одлучивање на њиховој подлози.

Садржај ових планова је плагшрање финансијских токова и финансијске ситуације пословног субјекта, а према намени деле се на:

а) планове укупних финансијских токова пословног субјекта у одређеном раздобљу с плановима финансијске ситуације као својим завршним делом,
б) планове конкретих улагања с укупним финансијским конструк цијама прибављања средстава и извршавања обавеза по тој основи,
ц) планове осигурања текуће платежне способности пословног субјекта.

При изради ових планова уважавају се сва начела о пословном финансирању, а пре свега начела о платежној способности, финансијској стабилности и рентабилности.

82. Укупни финансијски токови пословног субјекта планирају се пре свега у облику годишњег и средњорочног плана финансирања, инвестирања, дезинвестирања и дефинансирања н у повезаности су са предрачунским исказом успеха и предрачунским исказом стања пословног субјекта.

Годпшњи и средњорочни финанснјскп план у том смислу су основни инструменти утврђивања и спровођења финансијске политике пословног субјекта. Њима се пре свега осигурава дугорочна платежна способност и финансијска стабилност пословног субјекта. За њихову примену и спровођење одговоран је финансијски руководилац пословног субјекта.

(Методе планирања финансијских токова разрађују се у Финансијским стандардима).

83. Планови конкретних улагања односе се на дугорочна и кратко рочна улагања, а по облику то су улагања у основна и обртна средства и финансијске улоге. Они садрже намену. износе и изворе, рокове тих улагања. изворе њиховог финансирања и износе обавеза према извори ма, као и процене њнхове ефикасности.

Улагања у основна средства, трајно потребна обртна средства и дугорочне финансијске улоге су дугорочног карактера. План таквих улагања садржи инвестицијски задатак, текуће примитике, текуће издатке и чисти примитак (оригинални и дисконтовани).

Улагања у основна средства која се не амортизују и у трајно потребна обртна средства имају трајни карактер, а остала улагања су привременог, односно повременог карактера.

Код повремених улагања у обртна средства план тих улагања се заснива пре свега на вредносном опсегу улагања. трајању улагања и коефицијенту обртаја.

Код улагања у облику новца. потраживања и финансијских улога посебна пажња полаже се њиховој заштити у условима инфлације од инфлацијских губитака методе оцене састављања, као и финансијске ефикасности тих улагања разрадиће се у Финансијским стандардима.

84. Осигурање текуће платежне способности пословног субјекта планира се у облику предрачуна новчаних токова, то јест примитака и издатака. Новчани токови у њима се приказују према намени издатака. Ти предрачуни. по правилу, припремају се за раздобље од годину дана, а разрађују се за краћа раздобља (три месеца, месец и декадно).

Предрачун новчаних токова је оперативни инструмент осигурања текуће платежне способности пословног субјекта. За њихову припрему одговоран је радник који непосредно руководи активностима за одржавање текуће платежне способности (метода планирања новчаних токова разрадиће се у Финансијским стандардима).

85. Планови финансијских улагања садрже износе. рокове и мо гућности пласмана вишкова расположивог новца. Састављају се у случају постојања дугорочног слободног новца од чистог примитка го дпшње и за дужа раздобља. У случају постојања краткорочно слободног

новца састављају се у тренутку очекнвања вишкова таквог новца и ко ристе се у планирању текуће платежне способности.

8) НАЧЕЛА АНАЛИЗЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТОКОВА И ФИНАНСИЈСКЕ СИТУАЦИЈЕ

86. Анализом финансијских токова и финансијске ситуације утврђује се и објашњава ефикасност финансијских процеса и стања с циљем побољшања њиховог планирања и одлучивања с тим у вези. Као метода рада у финансијској анализи примењује се упоређивање остварених и планираних финансијских циљева. утврђивање узрока и последица одступања и друга пресуђнвања финансијсклх процеса и стања. Своје налазе финансијска анализа по могућности, изражава показатељима, а њен саставни део је и формирање предлога за побољшање финансијских процеса и стања. Показатељи ће се разрадити у Фгшансијским стандардима.

    Налази финансијске анализе морају одражавати и реална збивања из делокруга пословног финансирања, а не само номинална (методи утврђивања реалних финансијских процеса и стања у условима инфлације разрадиће се стандардима.

87. Анализом финансијских токова и финансијске ситуације нарочнто се сагледавају и процењују ефикасност извршених улога, остварења пословних односа с изворима финансирања. финансијска стабилност и платежна способност пословног субјекта.

88. Анализом ефикасности извршених улога доводе се у рачунску везу остварени финансијски ефекти (дисконтовани чисти примици) с износима улога. При томе се упоређују остварени с планираним ефектима, утврђују одступања и њихови узроци. и указује на могућност остваривања већих финансијских ефеката у будућности.

    Анализом дугорочних улога сагледавају се и остварења уговорених услова улога, пре свега правовременост повратка средстава, затим кретање кредитне способности корисника средстава и услови и могућност нових улога.

89. Анализом пословних односа са изворима финансирања сагледавају се сви аспекти коришћења од њих примљених средетава, нарочито услови и рокови финансирања, намиривања преузетих обавеза за враћање средстава, као и могућност коришћења посебних финансијских средстава у будућности. Засебни део те анализе чини анализа коришћења финансијских средстава из властитих извора.

90. Финансијска стабилност пословног субјекта анализира се рачунским утврђивањем удела делова појединих средстава у укупним средствима с аспекта трајања њихове везаности с изворима финансирања. пре свега обавеза према властитим и обавезама према туђим изворима средстава. Затим се унутар обавеза према туђим изворима анализира

однос између краткорочних и дугорочних обавеза према изворима средстава. Већи део обавеза према властитим изворима у укупним обавезама. односно дугорочних обавеза у обавезама према туђим изворима, уз остало. значн и већу финансијску стабплност привредног субјекта.

91. Анализом текуће платежне способности сагледавају се односи примитка и доспелих обавеза плаћања за одређена раздобља. При томе. текућу платежну способност треба свакодневно анализирати. Периодичну платежну способност треба анализирати на темељу појединачних стања како би се у рачуну избегло пребијање дневних вишкова новца неподмиреним обавезама плаћања у другим данима. Детаљи анализе утврдиће се у Финансијским стандардима.

92. Анализу финансијских токова и финансијског стања припрема служба која обавља послове финансијске функције пословног субјекта. При томе се користе подаци. извештаји. анализе и информације рачуноводства.

9) НАЧЕЛА О КОНТРОЛИ РАЦИОНАЛНОСТИ УПОТРЕБЕ СРЕДСТАВА

93. У пословном субјекту средства се користе рационално када се њима било у новчаном облпку, било преображеним у материјалне и друге неновчане облике остварују максимални пословно–финансијски ефекти. У ту сврху стално се испитује оправданост свих ангажованих средстава с гледишта оптималног искоришћавања производних и других капацитета. усклађеност у величини и структури по фазама кружног тока и намени средстава.

94. Контрола рационалности употребе средстава врши се упоређењем остварених ефеката с планираним, затим стварног стања средстава по свим врстама и фазама кружног тока с планираним како у укупном вредносном изразу тако и у оквиру материјалних облика, количински и вредносно. Та контрола претпоставља реалност при састављању планова.

95. За износ средстава у новчаном облику и у облику сурогата новца као финансијских улога одговорна је служба која обавља послове финансијске функције. За износе средстава ангажованих у облику аванса добављачњма одговорне су службе које обављају финансијску функцију и набавну функцију. За висину средстава ангажованих у залнхама сировина и другог материјала. ситног инвентара и амбалаже одговорне су службе које обављају финансијску функцпју. набавну и пронзводну функцију. За висину средстава ангажованнх у производњи у току и полупроизводима одговорне су службе које обављају финансијску функцију и производну функцију. За висину средстава ангажованих у залихама готових производа одговорне

су службе које обављају финансијску, пронзводну и продајну функцију. За висину средстава ангажованнх у потраживањима од купаца одговорне су службе које обављају финансијску и продајну функцију.

За внсину средстава ангажованих у облику основнпх средстава одговорне су службе које обављају финансијску и производну функцију и служба за ннвестиције. За укупну рационалност коришћења средстава одговорни су служба која обавља финансијску функцију и пословодни орган пословног субјекта.

96. Контролу рационалности употребе средстава трајно врше служба стручне контроле и служба која обавл^а финансијску функцију као саставни део своје активности. Посебне захтеве за контролу рационалности употребе фииансијских нли других делова средстава могу поставити наведеним службама надлежнп органи пословног субјекта. У посебним пословним ситуацнјама (пословни губици. санација. стечај. пнте – грације) долази до захтева за контролом рационалности употребе средстава од стране друштвених органа.

97. Осим рационалностн употребе средстава. у пословном субјекту контролише се и законитост њихове употребе. Ту контролу врше за то посебно овлашћене особе и службе у пословном субјекту, односно различнте инспекцпјске службе изван њега.

9) НАЧЕЛА ИНФОРМИСАЊА О ФИНАНСИЈСКИМ ТОКОВИМА И ФИНАНСИЈСКОЈ СИТУАЦИЈИ

98. Сврха информисања о финансијском окружењу, о финансијским токовима и финансијској ситуацији јесте да се што квалитетније одлучује о прпбављању. коришћењу и враћању средстава. Зато се и састављају прикладне пнформације са одговарајућим предлогом за доносиоце одлука о тој проблематици код пословног субјекта.

99. Информације о сЈшнансијском окружењу односе се на могућност финансијског тржишта и захтева јавннх финансија.

100. Инсрормацнје из делокруга пословних финансија увек обухватају вредности и рокове. То су информације о: а) улагањима, б) изворима финансирања. ц) примицима и издацима. д) приливима и одливима средстава заједно с чистим примицима, е) ликвидност средстава, ф) платежној способности, г) финансијској стабилностн и х) сјшнансијској ситуацији. Садржај, методе и облици информисања разрадиће се у Финансијским стандардима.

101. С обзиром на кориснике информисања о финансијским токовима и финансијској ситуацнји могу бити намењене: а) пословодном органу, б) другим сличним службама и ц) другим надлежним органима пословног субјекта. С обзиром на учесталост те информације могу бити пернодичне и информације по потреби (ad hoc), а саставља

их служба која обавља послове финансијске функције. За потребе екстерних корисника информација се саставља с траженим садржајем и у траженом облику.

102. 102. При изради информација о финансијским токовима и финансијској ситуацији њихов састављач примењује савремена достигнућа теорије информација, што подразумева употребу савремених техничких средстава за обраду података и коришћење финансијских стандарда.

11) НАЧЕЛА ОРГАНИЗОВАЊА ФИНАНСИЈСКЕ СЛУЖБЕ

103. Финансијску функцију чини скуп задатака и послова на подручју пословних финансија код пословног субјекта. Задаци финансијске функције су: а) што повољније прибављање укупних средстава, б) контрола рационалности употребе свих врста средстава у сврху њихових минимизирања, ц) осигуравање оптималне ликвидности средстава и потпуне текуће и крајње платежне способности, д) регулисање финансњских токова и остваривање финансијских односа пословног субјекта.

104. Финансњска функција је због свога задирања у све поре пословања пословног субјекта својим највећим делом комплементарна с другим пословним функцијама. нарочито с набавном. производном и продајном. Зато ни финансијска срункција. као ни било која друга срункција пословног субјекта. не може у целости сама извршаватн своје задатке већ у сарадњи са другима.

105. Извршавање стручних послова из делокруга финансијске функције пословодног субјекта поверава се одговарајућој стручној служби која је ијли одељење. односно одсек шире организационо административио-техничке целине. или самостална административно-техничка целина. Који ће се организациони облик извођења послова из делокруга финансијске функције примењивати код појединог пословног субјекта. зависи од више околности од којих су најзначајније: а) организациони облик пословног субјекта. б) облици повезаности делова пословног субјекта. ц) лоцираност организационих делова пословног субјекта. д) структура извора финансирања. е) економичност извођења финансијске функције и ф) развојне амбиције пословног субјекта.

106. Модели организације извођења сћинансијске сћункције код пословног субјекта разрадиће се у финансијским стандардима.

***

107. Начела финансирања пословних субјеката утврђује Савез рачуноводствених и финансијских радника Југославије. Комисија

за Начела с}шнансирања при Савезу прати проблематику примене ових начела и даје предлоге за њихове измене и допуне.

108. Кодекс Начела финансирања обавезан је за све чланове организације рачуноводствених и финансијских радника Југославије, а потребно је да га се придржавају и сви други стручњаци који обављају послове из делокруга финансијске функције код пословних субјеката.
109. Кодекс Начела[189] финансирања чини једпнствену целнну с Кодексом професионалне етике рачуноводствених и финансијских радника.
110. О спровођењу начела овог кодекса брине се организација рачуноводствених и финансијских радника.
111. Усвајањем овог кодекса престаје важење Кодекса начела финансирања организација удруженог рада из 1988. године.

10. ПРАВИЛА ФИНАНСИРАЊА: ХОРИЗОНТАЛНА И ВЕРТИКАЛНА

У теорији и пракси финансирања искристалисала су се одређена правнла финансирања, која детерминишу однос сопственог и позајмљеног капитала, и структуру капитала предузећа. однос између одређених сегмената капитала по року расположивости и однос између одређених делова уложених средстава по року везаности. „Вертнкална правила финанснрања теже да се кроз структуру капитала обезбеди рентабилност, сигурност. независност и еластичност финансирања. Хоризонтална правила финансирања теже да се кроз релације појединих делова уложених средстава посматраних по року везаности и појединих делова капитала посматраних по року расположивости обезбеди одржавање ликвидности”.[190]

1) ВЕРТИКАЛНА ПРАВИЛА ФИНАНСИРАЊА

Вертикална правила финансирања тангирају структуру пасиве са становншта обезбеђења рентабилностн. снгурности, независности и еластичности. и са становишта побољшања односа сопственог и позајмљеног капитала. Рентабилност укупног капитала мери се односом пословног добитка и укупног капитала (стопа приноса на укупан капитал). односом нето добптка и сопственог капитала (стопа приноса на укупан капитал), односом

[189] Иаворни текст овог Кодекса припремио је проф. др Радивој Тепшић, а измене и допуне Кодекса. као и његов пречишћен текст урадила је Комисија на челу са проф. др Иваном Турком.
[190] Др Ј. Родић, Пословне финансијен Економика. Београд, 1991. ст. 53.

нето добитка и сопственог капитала (стопа рентабилности сопственог капитала). „Све док је цена позајмљеног капитала (просечна каматиа стопа на позајмљенн капитал) нижа од стопе рентабилности сопственог капитала. Ради макснмирања стопе рентабилности сопственог капитала. следствено реченом. структура капитала требало би да се помера ка позајмљеном капиталу, али тада, видели смо у горе поменутом одељку, нето добитак у апсолутном износу пада, што угрожава финансијску еластичност у смислу могућности прибављања капитала и отплате прескупих извора финансирања. Уз то, померањем структуре капитала ка позајмљеном капиталу расте финансијски ризик остварења бруто добитка, јер се трошкови (расходи) финансирања при датој каматној стопи повећавају сразмерно померању структуре капитала у корист позајмљеног капитала. Цели проблем долази отуда што предузеће у кратким роковима не може да повећава и смањује сопствени капитал да бн подешавало структуру капитала тако да се максимира стопа рентабилности сопственог капитала.[191]

Сигурност се пак односи на сигурност поверилаца у процесу наплате потраживања. Овај ризик поверилаца од губитака на потраживањима условљен је структуром капитала која је „померена у корист позајмљеног капитала". Сигурност поверилаца од губитка на потраживања се повећава у паралели са порастом сопственог капитала, који има „улогу гарантне супстанце за повериоце. Са порастом гарантне супстанце смањује се ризик повериоца.

Независност подразумева перманентно повећање сопственог капитала у структури укупног капитала фирме у функцији повећања аутономије дужника. Аутономност пословне политике и независност финансијске политике се смањује у паралели са растом ризика дужника и са растом позајмљеног капитала у структури капитала.

Еластичност. најзад, имплицира јачање сопственог капитала у структури капитала. Финансијска еластичност бележи опадајућу тенденцију са порастом позајмљеног капитала, пошто прети опасност да стопа приноса на укупан капитал падне испод каматне стопе на позајмљени капитал.

У том контексту важно је питање односа сопственог и позајмљеног капитала на које проф. Родић одговара на следећи начин:[192] „Класично (традиционално) правило захтева да минимални однос сопственог и позајмљеног капитала буде 1:1 (Gerstner). У литератури. међутим. не постоји сагласност око овог традиционалног правила. Предлаже се одступање и навише и наниже од традиционалног правила. Тако постоји захтев да однос сопственог и позајмљеног капитала буде 2:1 (Bredt). а дозвољава се да тај однос буде и 1:3 (Lohmann)".

[191] Др J. Родић. оп. цит, ст. 54.
[192] Др Родић, оп. цит, ст. 56.

2) ХОРИЗОНТАЛНА ПРАВИЛА ФИНАНСИРАЊА

У структури хоризонталиих правила финансирања егзистирају следећа правнла: златно банкарско правило финансирања, златна билансна правила. правпло финансирања 2:1. правило финансирања 1:1 и правило о односу готовине и краткорочних дугова.

Златно банкарско правило финансирања има за циљ да очува ликвидност на тај начин што се чува једнакост између имобилизације средстава И расположивости средстава. Та једнакост управо подразумева идентитет по тачности и вредности. Због тог ово правило претходи златним билансним правилима финансирања по којима „извори финансирања по року расположивости и по висинн у оквиру сваког рока морају одговарати, морају да буду једнакн уложеним (везаним) средствима (Gerstner, Mellerowitz, Tondury–Gsellw)".[193] Међутим. у пракси долази до одступања од правила. Због тога долази до поделе на два агрегата: први агрегат обухвата имобилисана (дугорочна уложена) средства и дугорочне изворе финансирања, док други агрегат обухвата краткорочно уложена средства н готовнну. и краткорочне пзворе финансирања. Али због различитог дефинисања дугорочно уложених средстава и дугорочних извора финансирања у пракси егзистнрају два златна билансна правила: златно билансно правило у ужем смислу и златно билансно правило у ширем смислу. Проф. Родић у дугорочна везана средства. поред основних средстава, сврстава дугорочне финансијске пласмане, дате дугорочне робне кредите. трајне и дугорочне улоге у дугу предузећа. купљене деонице других предузећа и банака, и губитак исказан у активп. „.У дугорочне изворе финансирања спадају све врсте сопственог капитала (номиновани — деоничарска главница, трајни улози трећих лица. односно ортака, капитал инокосног власника, акумулисани нето добитак, друштвени пословни капитал у нашим условима, ненормирани — резервни капитал, ревалоризациона резерва), дугорочна резервпсања и све врсте дугорочних обавеза. односно обавеза чији је рок доспећа дужи од годину дана (орочени улози трећих лнца, обавезе по продатим обвезницама и обавезе по узетпм дугорочним финансијским и робним кредитима)".[194] При томе. ваља нагласити да не постоји разлика између златног билансног правила у ужем и ширем смислу у погледу дефиннсања дугорочних пзвора финансннрања већ само у погледу дефинисања везаних (дугорочно уложених) средстава. „По златном билансном правплу у шпрем смислу у дугорочно везана средства, поред дугорочно везаних средстава дефннисаних по златном билансном правилу у ужем смислу, спадају и трајна. односно стална обртна средства".[да]

Правило финансирања 2:1 практично пмпликује да на 1 динар (долар. франак) краткорочних нзвора финансирања мора доћн 2 дпнара обртних средстава. То. другим речима, значи да предузеће 50% својих обртних средстава обавезно финансира из дугорочних извора финансирања и 50% пз краткорочнпх извора финансирања.

---

[193] Ибидем, ст. 60.
[194] Др Ј. Родић. оп. цит., ст. 61–62.

Правило финансирања 1:1 имплицира да „.збнр готовпне. хартија од вредности и краткорочних потраживања буде једнак збиру краткорочних извора финансирања”. односно да на „свакп динар краткорочних дугова долази динар средстава v облику готовине. хартија од вредности и краткорочнпх потраживања”.[197] Ово правило репрезентује основ за мерење тзв. првог степена ликвндности; док претходно правило представља основ за мерење тзв. другог степена ликвидности.

Коначно. правило о односу готовине и краткорочних дугова рефлектује покушај нормирања минималног износа готовине у односу на краткорочие дугове у цпљу одржавања ликвидности.

10. РЕВИЗИЈА

Ревизорска професија настала је у оквиру тзв. рачуноводствене функције, прво у форми интерне ревизије, а затим и у форми екстерне ревизије на захтев власника капитала и повериоца и инвеститора.

Савремена ревизија инкорпорира прецизно утврђене радње и поступке које сваки ревизор примењује ради утврђивања и давања стручне оцене у погледу прецизности рачуноводствених исказа, односно извештаја, који треба да одразе верну слику пословања предузећа. У ствари, рачуноводство преко рачуноводственог исказа (извештаја) одражава верну слику пословања фирме, а ревизија утврђује тачност дотичног исказа на бази познавања међународних стандарда ревизије (ИФАЦ). У том склопу, ревизор је врхунски рачуноводствено–финансијски стручњак који се бави испитивањем и оцењивањем завршних рачуна и целокупног пословања фирме, и давањем мишљења о тачности и реалности исказаног стања и резултата пословања.[198] Ревнзор. као такав. учествује фактички у сваком важном послу у вези са осннвањем, ликвидацијом, реорганнзацијом. билансирањем, физијом, стечајем и финансирањем. Стога сваки ревизор мора бити независан, објективан и савестан у обављању сложених и стручних ревизорских послова. Начело независности, објектнвности и савесности јесу императиви професионалне ревизорске дужности. Самоодговорност ревизора и професионална ревизорска тајна јесу. исто тако. императиви у ревизорској делатности у складу са прописнма о ревизији и статутима професионалнпх ревизорских организација. Законитост, истиннтост, континуелност. документованост, професионалност и стручност јесу важни

[197] Ибидем, ст. 62.

[198] Др Б. Тодоровић, Ревизорска професија у функцији ефикасног управљања савременим предузећем, Књиговодство 8–9/90. ст. 105.

захтеви од сваког ревнзора који. преко испитивања и оцењивања тачности и реалности рачуноводствених извештаја. власницима капитала пружају релевантне информације за формулисање пословне стратегије и за вођење текуће пословне политике предузећа.

Ревизија. према томе. обухвата реално и објективно оцењивање рачуноводственпх исказа (извештаја) правних лица од стране овлашћених ревизора.[199] То је. дакле. предмет ревизије. Овом ревизијом се могу бавити сва правна и физичка лица која су у радном односу код тог правног лица под условом да испуњавају законом предвиђене критеријуме.[200] То су. према томе. носиоци ревизије. као самосталне и независне стручне службе.

Законом о тзв. комерцијалној ревнзији утврђују се правни субјекти којн могу бити регистровани за обављање послова ревизије. У име ревизорске фирме (компаније са релативно великим бројем запослених и филијала) ревизију обављају (1) Овлашћени ревизор, (2) Ревизор и (3) Млађи ревизор.

Ова лица стичу звања на основу положених практичних и теоријских испита по програму института за овлашћене рачуновође и ревизоре. који издаје цертификат. који се уписује у регистар ревизора.

Институт је по правилу независна професионална организација која стиче приходе од чланарине ревизорских фирми и дотација, поред почетног оснивачког државног улога. Институт доноси рачуноводствене и ревизорске стандарде, који имају снагу обавезне примене. Њих се морају придржавати све ревизорске фирме, које су уписане у регистар код Института за овлашћене рачуновође и ревизоре (иако оне стичу приход на основу наплаћених накнада по тарисри од фирме код које се врши ревизија).

1) РЕВИЗИЈА РАЧУНОВОДСТВЕНИХ ИСКАЗА У ЈУГОСЛАВИЈИ

Ревизија рачуноводствених исказа је испитивање рачуноводствених исказа ради давања мишљења о томе да ли они објективно и истинито приказују стање имовине. капитала и обавеза, као и резултате пословања правног лица.[201]

Ревизија рачуноводствених исказа обавезна је за сва предузећа, банке. организације за осигурање и берзе (у даљем тексту: правно лице).

Осим ревизије рачуноводствених исказа, по захтеву правног лица. могу се обављати и други облици ревизије, и то: пословања. бонитета. солвентности и специјалних биланса.

Под специјалним бнлансњма, у смислу овог закона. подразумевају се: оснивачки, сапацпони, деобни, ликвидацнони и стечајпи биланс и блланс спајања.

---

199 Н. Урошевић, Обрачунски систем и ревизија у контексту тржишне оријентације, Књиговодство 8–9/90. ст. 13–28.

200 Ибидем. ст. 25.

201 Види: Сл. лист СР.I, бр. 30/96.

Ревизију рачуноводствених исказа (у даљем тексту: ревизија) и друге облике ревизије у смислу овог закона обавља предузеће за ревизију.

Поред ревизије по овом закону. на захтев правног лица, ревизију могу обављати и страна ревизорска предузећа.

Предузеће за ревизију може пружати и услуге из области рачуиоводства. процене вредностн правних лпца и примене прописа за обрачун и плаћање пореза.

Услуге пружа само посебан организациони део предузећа за ревизију.

Предузеће за ревизију не може обављати ревизију код правног лица коме пружа услуге.

Предузеће за ревизију не може обављати други облик ревизије који није наведен нити пружати услуге које нису наведене.

Ревизија обавља се за сваку годину. најдоцније до 30. септембра текуће године за претходну годину.

Ревизија се обавља по одредбама овог закона. прописа о начину обављања ревизије и стандардима ревизије, као и правилима просресионалног понашања ревизора.

Пропис о начину обављања ревнзије доноси надлежни савезни орган.

(1) Предузеће за ревизију

Предузеће за ревизију оснива се у складу са савезним законом којим се уређује правни положај предузећа, ако овим законом није друкчије одређено.

Предузеће за ревизију може основати домаће правно и физичко лице, односно страно правно лице које се бави ревизијом, под условом узајамности, самостално или заједно.

Оснивач предузећа за ревизију може основати само једно предузеће за ревизију.

Предузеће за ревизију може обављати ревизију само ако у радном односу има најмање три ревизора, од којих један мора бити овлашћени ревизор.

Оснивач предузећа за ревизију подноси савезном органу надлежном за послове финансија захтев за издавање дозволе за рад. Уз захтев оснивач подноси:

1. уговор о оснивању, односно други оснивачки акт;
2. предлог статута; податке о лицима која ће обављати ревизију, са звањем овлашћеног ревизора и ревизора, као и податке о млађем ревизору.

Ако је оснивач предузећа за ревизију страно правно лице које се бави ревизијом, уз захтев за издавање дозволе за рад. поред исправа, подноси и акт да је регистрован за обављање ревизије и доказ о постојању узајамности.

Савезни орган надлежан за послове финансија дужан је да одлучи о захтеву у року од 30 дана од дана његовог подношења.

Решење о одбијању захтева за издавање дозволе за рад савезии орган надлежан за послове финансија донеће кад из приложене документације утврди да нису испуњени услови за обављање ревизије, прописани овим законом.

Решење савезног органа надлежног за послове финансија је коначно.

Уз пријаву за упис у судски регистар оснивач предузећа за ревизију подноси решење савезног органа надлежног за послове финансија о издавању дозволе за рад.

Предузеће за ревизију уписује се и у регистар предузећа за ревизију. који води савезни орган надлежан за послове финансија.

Савезни орган надлежан за послове финансија донеће решење о одузимању дозволе за рад предузећу за ревизију:

1. ако обавља облик ревизије који није наведен у одредбама чл. 1. и 3. овог закона или пружа услуге које нису наведене у одредби члана 5. овог закона;
2. ако не обавља ревизнју по одредбама овог закона, прописа о начину обављања ревизије, стандарда ревизије и правила професионалног понашања ревизора;
3. ако је дозовла за рад издата на основу неистинитих података оснивача;
4. ако у прописаном року не поднесе пријаву за упис у судски регистар;
5. ако се број овлашћених ревизора и ревизора смањи испод прописаног броја, а предузеће за ревизију, у року од шест месеци од настале промене, не обавести надлежни савезни орган да се број овлашћеих ревизора и ревизора повећао до броја прописаног овим законом;
6. ако се не осигура од одговорности за штету коју може да проузрокује израженим мишљењем.

Решење је коначно.

Кад решење о одузимању дозволе за рад постане извршно, савезни орган надлежан за послове финансија подноси предлог за покретање поступка ликвидације, у складу са савезним законом којим су уређени принудно поравнање, стечај и ликвидација.

(2) Ревизори

Овлашћени ревизор је независно стручно лице које обавља ревизију и одговара за правилност обављања ревизије, састављање извештаја о ревизији и изражавање закључног мишљења да ли су рачуноводствени искази састављени објективни и истинити.

Ревизор је независно стручно лице које обавља ревизију у складу са стандардима ревизије, под надзором овлашћеног ревизора.

Млађи ревизор помаже овлашћеном ревизору и ревизору у обављању ревизије. по упутствима тих ревизора.

Звање овлашћеног ревизора и ревизора могу стећи лпца:

1. која су југословенски држављани;
2. која имају високу стручну спрему економско–финансијске струке:
3. која имају одговарајуће радно нскуство;
4. која су положила испит за одређено звање ревизора:
5. која нису у радном односу код правног лица и другог послодавца, осим код предузећа за ревизију. и која се не баве другом професионалном делатношћу:
6. која нису осуђивана за крпвична дела која их чине недостојним за обављање ревизије.

Млађи ревизор може помагати у обављању ревизије ако испуњава услове.

Звање овлашћеног ревизора може стећи лице које има најмање три године радног искуства у звању ревизора.

Звање ревизора може стећи лице које има најмање две године радног искуства у звању млађег ревизора.

Испит за стицање звања овлашћеног ревизора или ревизора полаже се по прописаном програму за полагање испита.

Испит за стицање звања овлашћеног ревизора или ревизора полаже се пред комисијом коју образује савезни орган надлежан за послове финансија.

Лицу које је положило испит издаје се уверење о положеном испиту, а лице које није положило испит писмено се обавештава о томе.

Лицу које испуњава услове савезни орган надлежан за послове финансија издаје исправу о стицању одговарајућег звања.

Лице уписује се у именик овлашћеник ревизора и ревизора.

Овлашћени ревизор, ревизор и млађи ревизор губе звање ако престану да испуњавају услове.

Решење доноси савезни орган надлежан за послове финансија.

(3) Обављање ревизије

Правно лице одлучује о избору предузећа за ревизију.

Одлуку о избору предузећа за ревизију доноси орган правног лица утврђен статутом. односно другим одговарајућим актом.

Ревизија се обавља на основу уговора. који се закључује у писменој форми.

За обављену ревизију плаћа се уговорена накнада.

Накнада за ревизију коју предузеће за ревизију остварује од једног правног лица не може износити више од 15% од годишњег прихода предузећа за ревизију. оствареног по основу ревизије.

У првој години пословања предузећа за ревизију неће се примењивати ограничење накнаде.

Накнада за ревизију коју остварује предузеће за ревизију од једног правног лица не може износити више од 40% у другој, односно 30% у трећој години пословања од износа годишњег прихода предузећа за ревизију, оствареног по основу ревизије.

Предузеће за ревизију обавезно је да се осигура од одговорности за штету коју може проузроковати израженим мишљењем овлашћеног ревизора. садржаном у извештају о обављеној ревизији, у року од седам дана од дана закључења уговора на основу кога се обавља ревизија.

Доказ о оснгурању од одговорности за штету предузеће за ревизију доставља савезном органу надлежном за послове финансија у року од седам дана од дана закључења уговора о осигурању.

Предузеће за ревизију у коме се у току обављања ревизнје број овлашћених ревизора и ревизора смањи испод броја прописаног овим законом — дужно је да о тој промени обавести савезни орган надлежан за послове финансија, у року од осам дана од дана настале промене.

Предузеће за ревизију у коме се у току обављања ревизнје број ревизора смањи на једног може завршити започету ревизију под условом да се с тим сложи правно лице код кога се обавља ревизија.

Предузеће за ревизију. које у току обављања ревизије остане без ијединог овлашћеног ревизора, односно ревизора, дужно је да прекине даљи рад и о томе обавести правно лице код кога'се обавља ревизија. како би то правно лице започету ревизију поверило другом предузећу за ревизију.

Ревизију не може обављати:

1. предузеће за ревизију које је акционар, улагач средстава или оснивач правног лица код кога се обавља ревизија;
2. предузеће за ревизију — код правног лица које је акционар. улагач средстава или оснивач тог предузећа за ревизију;
3. овлашћени ревизор, односно ревизор који је акционар, улагач средстава или оснивач правног лица код кога се обавља ревизија;
4. овлашћени ревизор, односно ревизор који је сродник по крви у правој линији до било ког степена, а у побочној линији до четвртог степена, брачни друг или сродник по тазбини до другог степена, без обзира да ли је брак престао, усвојилац, односно усвојеник оснивача или директора правног лица код кога се обавља ревизија, и старалац, односно хранилац оснивача правног лица код кога се обавља ревизија.

Правно лице код кога се обавља ревизија обавезно је да предузећу за ревизију стави на располагање потребне исправе и пружи друге информације и објашњења који су по оцени ревизора неопходни за спровођење ревизије и сачињавање извештаја о обављеној ревизији.

Овлашћени ревизор на позив обавезно присуствује седници органа управљања правног лица кад се разматра извештај о обављеној ревизији.

Предузеће за ревизију, овлашћени ревизор, ревизор и млађи ревизор обезбеђују тајност информација и сазнања о пословању правног лица код кога се обавља ревизија.

Овлашћени ревизор, ревизор и млађи ревизор не могу користити сазнања и информације до којих су дошли у поступку обављања ревизије за стицање било какве имовинске или друге користи за себе или друго лице.

Овлашћени ревизор сачињава и потписује извештај о обављеној ревизији, који садржи:

1. мишљење овлашћеног ревизора;
2. рачуноводствене исказе који су били предмет испитивања и оцене. напомене уз рачуноводствене исказе у којима се приказују значајни подаци и информације садржани у исказима. напомене о законским прописима, општим актима и рачуноводственој пракси и напомене о методама примењеним у њиховом састављању.

Извештај може садржати и допунске податке и информације. сходно посебним захтевима правног лица код кога се обавља ревизија.

Предузеће за ревизију доставља извештај из овог члана и савезном органу надлежном за послове финансија у року од пет дана од дана предаје тог извештаја правном лицу код кога је обављена ревизија.

Савезнн орган надлежан за послове финансија не може саопштавати ни чинитн доступним податке из извештаја и допунске податке и информације који представљају пословну тајну или чије је објављивање законом забрањено.

Мишљење овлашћеног ревизора садржи:

1. објашњење о обиму обављене ревизије, у коме се наводи потпун назив правног лица и рачуноводствених исказа који су били предмет испитивања. и напомену о примени стандарда ревизије ијли о разлозима због којих се одустало од примене тих стандарда;
2. објашњење основе на којој су рачуноводствени искази сачињени;
3. закључно мишљење овлашћеног ревизора о томе да ли су рачуноводственим исказима објективно и истинито приказани стање имовине, капитала и обавеза. као и резултати пословања правног лица.

Закључно мишљење овлашћеног ревизора може бити:

1. позитивно — да су рачуноводствени искази објективни и истинити:
2. уздржавајуће — да нема довољно елемената на основу којих се може изразити мишљење о истинитости и објективности рачуноводствених исказа;
3. негативно — да рачуноводствени искази нису објективни и истинити.

Закључно мишљење садржи образложење с разлозима на основу којих је дато.

Савезни орган надлежан за послове финансија:

1. утврђује стандарде ревизије;

2. води именик овлашћених ревизора и ревизора;
3. врши надзор над радом ревизора.

2) ФИНАНСИЈСКА ЕКСПЕРТИЗА

Финансијска експертиза представља истраживачку финансијску делатност од изузетне важности за рачуноводствену професију, пошто закључци истраживања експерта морају бити јасни, тачни, прецизни и истинити у складу са правилима кодекса просресионалне етике.

Финансијски експерт мора познавати готово све финансијске делатности које су предмет експертизе, да зна како да употреби процедуре у правцу истине, да уме да напише своје мишљење и да зна да га аргументовано брани. Стога, експерт мора имати широка и дубока знања из финансија и рачуноводства.

Област финансијско–рачуноводствене експертизе је имовина, финансијска делатност фирме и економске трансакције предузећа, које су засноване на финансијској документацији и законским прерогативима. Таква експертиза има за циљ да „провери" руковођење финансијском делатношћу компаније од стране менаџмента. да анализира финансијске. кредитне и пореске активности фирме. Експерт изучава. испитује, анализира, интерпретира документа и чињенице да бп се сачинио извештај финансијске експертизе. којн је „огледало" експерта илн његов амблем. У извештају експерт бележн закључке свог истраживачког рада који омогућава и олакшава рад органа који одлучују или суде. Експерт нема ни улогу судије нити улогу сведока. Он је само професионални саветник и консултант. и зато не сме бити схваћен нн као анкетар ни као судски орган. Експерта у финансијама треба да краси част и професионални престиж. пословна етика и финансијски морал, експертска знања и аналитичка стручност. пословна експедитивност и документациона заснованост, поверљивост и оданост струци, поштовање закона и људски однос. Због тога. сваки експерт има свој број под којим је уписан у Регистар корпуса експерата и овлашћених ревизора. те своја истраживања и испитивања врши само на бази прикупљене документације од стране контролног органа и ревизора.

11. ОЦЕНА БОНИТЕТА ФИРМЕ

Оцена бонитета фирме подразумева оцену кредитне и пословне способности правног, пословног субјекта у датом тренутку пословања и на дужи рок. У основи, ради се о бонитету који се исказује у билансу (Goodwill) и који, у сваком тренутку, ресрлектује способност фирме да извршава своје доспеле обавезе. И, управо та способност условљена је брзином циркулације обртних средстава кроз пословни циклус, способношћу њихове брзе конверзије у новчани облик, роком доспећа појединих обавеза, релативним односом укупних обртних обавеза. компознцнјом финансијске структуре (релативни однос дугова и сопствених извора финансирања) и усклађеношћу обима. динамике и структуре извора и пласмана новчаних средстава.

Укупна вредност активе фирме (земљиште, објекти, машине, залихе, инвестиције, ефектива у банци), нето вредност фирме (вредност активе умањене за пасиву „equity capital"), тржишна вредност фирме (укупна вредност акција фирме на берзи), величина профита предузећа и вредност продаја компаније у земљи и иностранству јесу важне претпоставке за оцену раста компаније, за тзв. економију обима, за ефикасно пословање фирме и за профитабилност предузећа. Профит је, дакле, и овде постављен као примарни циљ, с тим што се под профитабилношћу подразумева однос уложеног и оствареног. Но. која је најбоља мера профитабилности и како се мери профитабилност.

У теорији И пракси се овом питању прилази различито. Уобичајена мера за профитабилност је ипак зарада по деоници (ЕПС), односно акцији. То, пак, значи остварени профит по одбитку пореза и камата. Због тога је ЕПС код већине компанија поставл,ен као дугорочни циљ: додуше. као одговарајући дугорочни циљ може се узети и принос на уложена средства. и принос на ангажовани капитал и принос на расположива средства.[202]

За свако предузеће, најповољнпја структура капитала је она која максимира тржишну вредност предузећа и користи акционара (дивиденде). Зато је важан однос предузетничког дуга и цене акцнја:[203]

$$V = B + S = B = NP$$

где су: B — текућа вредност предузетничког дуга. S — текућа вредност имовине (цена акције помножена са бројем акција). N — број акција. P — цена акција. V — тржишна вредност предузећа. По Модиљани — Милеру V је независно од пропорције између дуга и имовине предузећа. А у условима

[202] R. Oldeoru. Менаџмент, Свјетлост. Сарајево, 1990. ст. 34.

[203] Др Б. Ковач, Финансијска структура и политика предузећа у постсоцијалистичком друштву. у др З. Пјанић и др Ј. Бајец (Ред.).„Тржиште, капитал, својина". Економика. Београд. 1991. ст. 199.

потпуног тржишта капитала без фискалних ограничења вредност предузећа зависи од вредности реалних средстава (имовине) без обзира на њихове приходе и њихову дистрибуцију међу инвеститорима (акционарима). Ствари се компликују тек са увођењем пореза на добит предузећа. „Ако се камате обично одбијају од фискалне основе. задуживање умањује порезе и повећава укупну вредност која се плаћа кредитом и акционарима. Повећавање дуга, према томе. највероватније повећава вредност фирме и вредност акција, и то управо у размени пореских олакшица и задуживања фирме. Потпуно другу слику даје повећање личних пореза (доходнина) ако акционарско друштво жели постићи такву финансијску структуру да би заједнички принос акционара био највећи. Код датог дуга у структури предузетничког капитала гранични порески дохоци постају мањи од граничних пореских трошкова акционара и поверилаца (виши порези на доходак од камата и дивиденди). Акционарско предузеће ће сада постићи већу тржишну вредност ако снижава дуг у својој структури капитала. Слично важи и за утицај инфлације: пораст инфлације повећава номиналне дохотке и смањује реалну вредност одбитака од пореске основице. тако да предузећа могу повећати своју тржишну вредност већим задуживањем. Ако држава дозволи издавање неопорезованих обвезница акционарских друштава, онда предузећа повећавају своју тржишну вредност повећавањем задуживања итд. Пореске олакшице, према томе, постају јако корисне за предузеће и утичу на структуру капитала и тржишну вредност предузећа. Финансијске одлуке постају заправо маркетирање предузетничких средстава и читава операција је у томе да се нађе решење где ће средства добити највећу тржишну вредност.[204]

Вредновање фирме у развијеним привредама тржишног типа инкорпорише симултано вредновање имовине предузећа и бизнис потенцијала фирме са дугорочним просперитетом и растућим трендом финансијског резултата. Зато је прометна вредност предузећа, која су предмет куповине и продаје, као тржишни — робни субјекти. различита од супстанцијалне вредности фирме (репродукцнона вредност предузећа као вредност материјалних и нематеријалних средстава која доприносе пословном резултату). Она се своди на чисту вредност имовине умањене за краткорочне и дугорочне обавезе предузећа (нето вредност супстанце). „Предузеће. дакле. има одређену супстанцу капитала која је потребна за његово функционисање и рентабилност. Вредност приноса (будућих очекиваних профита) заправо је дисконтована разлика између прихода и трошкова. Овакав днсконтовани профит је заправо највреднпја оцена вредности предузећа. јер полази од новчаних циљева предузећа. односно продаје пословних одлука (робе) на тржишту. Овоме се. према методологији. обично додаје ликвидацијска вредност (у пракси се заправо ради о оцени готовинских токова — cash flow) пословно непотребне имовине”[205]. Но. поред вредновања супстанце, важно је и вредновање употребне вредностн фирме (вредност приноса). вредновање будућих приноса, вредновање разлике између прилива и одлива птд.

[204] Др Б. Ковач. оп. цит, ст. 201–202.
[205] Ибидем. ст. 203.

У бизнис теорији и пракси егзистирају различите методе вредновања предузећа. У склопу финансијског менаџмента проф. Ковач вредновање фирме посматра кроз директне и индиректне методе, тј. кроз вредновање предузећа на основу података о супстанци или приносу и кроз вредновање на основу оцене пословне вредности или goodwila. Ту је, пак, и метод вредновања супстанце и приноса, и метод аритметичке средине између вредности супстанце и приноса. Вредновање супстанце предузећа представља збир свих врста имовине у новчаном обрачунском и материјалном облику.[206] У репродукциону вредност предузећа улази вредност трошкова свих активних производних фактора предузећа,[207] али без нематеријалних вредности (тзв. goodwill). Вредност предузећа је заправо оцена набавне вредности имовине предузећа умањене за обавезе (туђи капитал).[208] Вредновање на основу пословних користи предузећа полази од дисконтовања будућих профита предузећа, односно од будућих пословних резултата (PF) и њиховог дисконтовања (di). Садашња вредност пословања предузећа (W) тако постаје сума капитализираних будућих резултата:[209] W=PFdi.

На атрактивност фирме утичу и дивиденде, које се'''исплаћују акционарима, која зависе од нето профита и које утичу на цену акција. Акционари стичу приходе по два основа: по основу дивиденде и по основу продаје имовине фирме. Акционари на кратак рок по правилу преферирају већи део профита путем повећања дивиденди. На дуги рок, пак, акционари преферирају капиталне дохотке и повећање нераспоређеног профита за инвестиције. Ове информације су важне и за финансијски менаџмент, јер и менаџери преферирају већи квантуум нераспоређеног профита у функцији повећања инвестиционог капацитета фирме уз побољшање структуре капитала предузећа. Међутим, поред изражених преференција менаџера и акционара, за финансијске одлуке фирме важни су и бројни други фактори, као што су опортунитетни трошкови издавања новог пакета акција, способност задуживања, стабилност очекиваних профита, ликвидносни положај фирме, часовна компонента инвестиционих могућности, инфлација, порез на профит, каматна стопа. сопственп и туђи капитал итд.

1) НАШ МОДЕЛ ОЦЕНЕ БОНИТЕТА ПРЕДУЗЕЋА

У нас се за потребе давања мишљења о бонитету предузећа. као потенцијалних издавалаца хартија од вредности. користе јединствени показатељи за оцену бонитета „стања н пословања предузећа" из званичних финансијских извештаја, и то: (1) показатељи финансијске стабилности (финансијска сигурност. степен финансијске стабилности, степен самофинансирања и степен покрића сталних средстава дугорочннм изворима финансирања). (2) показатељи лпквидности (тренутна ликвидност.

[206] Ибидем, ст. 204
[207] Ибидем. ст. 204.
[208] Исто, ст. 204.
[209] Исто, ст. 204.

текућа ликвидност, општа ликвидност, дани везивања залиха и дани везивања укупних обртних средстава). (3) показатељи пословне успешности (добит по раднику. губитак по раднику. добит за распоређивање у односу на укупну активу и нето–рентабилност сопственог капитала) и (4) остали показатељи (показатељ техничке опремљености рада. степен отписаности опреме и структура активе изражена условно релацијом сталних средстава према укупним пословним средствима). Ови показатељи су квантитативно представљени на следећи начин:[210]

1) Први показатељ финансијске стабилности, тј. финансијска сигурност се идентификује као следећа релација:

$$\text{Финансијска сигурност} = \frac{\text{Трајни капитал}}{\text{Укуп. изв. посл. сред.}} \times 100$$

Аналитичка интерпретација овог показатеља омогућује утврђивање учешћа трајног капитала у укупним изворима пословних средстава. Сматра се, наиме, да је предузеће финансијски стабилно када у укупним изворима пословних средстава трајни капитал учествује са 50 и више процената.

2) Степен фшиаесијске стабилности је основни показатељ дугорочне финансијске равнотеже, а утврђује се на следећи начин:

$$\begin{array}{c}\text{Степен}\\ \text{финансијске}\\ \text{стабилности}\end{array} = \frac{\text{трајни капитал+дугор. резерв.+дугорочне обавезе}}{\text{стална средства+залихе}}$$

Вредност овог показатеља изнад 1 означава финансијску стабилност предузећа.

3) Степен самофинансирања показује који је део дугорочно везаних средстава финансиран из сопствених извора и констатује се на бази следеће релације:

$$\begin{array}{c}\text{Степен}\\ \text{финансирања}\end{array} = \frac{\text{трајни капитал+дугор. резерв.}}{\text{стална средства+залихе}}$$

Аналогно претходно презентираном индикатору, пожељно је да вредност овог показатеља буде једнака или већа од 1.

4) Степен покрића сталних средстава дугорочним изворима финансирања. познат и под називом степен кредитне способности. квантификује се на следећи начин:

$$\begin{array}{c}\text{Степен}\\ \text{кредитне}\\ \text{способности}\end{array} = \frac{\text{трајни капитал+дугор. резерв.+дугорочне обавезе}}{\text{стална средства}}$$

[210] Види врло инструктиван рад: мр Ј. Богићевић, Оцена бонитета предузећа у нашој земљи, Књиговодство 5/96. стр. 26–28.

Сматра се да је предузеће кредитно способно када је вредност овог индикатора једнака или већа од 1. Вредност тог показатеља изнад 1 означава постојање нето–обртног фонда (или нето–обртних средстава).

5) Тренутна ликвидност се израчунава стављањем у однос хартија од вредности и новчаних средстава, с једне стране, и краткорочних обавеза. са друге стране, што се може презентирати на следећи начин:

$$\text{Тренутна ликвидност} = \frac{\text{хартије од вредности и новчана средства}}{\text{краткорочне обавезе}}$$

Идентификовање показатеља текуће ликвидности подразумева декомпоновање укупне циркулирајуће активе на две категорије, и то: 1) новчана средства и релативно ликвидна средства, као што су потраживања и хартије од вредности које се у релативном кратком року могу конвертовати у новац и 2) мање ликвидна средства, као што су залихе.

6) Огављањем у однос прве категорије обртних средстава са краткорочним обавезама израчунава се показатељ текуће ликвидности. што се може представити на следећи начин:

$$\text{Текућа ликвидност} = \frac{\text{обртна средства - залихе}}{\text{краткорочне обавезе}}$$

Задовољавајућа ликвидност захтева да овај индикатор износи 1.[211] Индикатор текуће ликвидности већи од 1 репрезентује повољну и често пожељну финансијску структуру предузећа. Обрнуто, однос релевантних агрегата за идентификовање овог параметра мањи од 1 показује незадовољавајућу ликвидност.[212]

7) Општа ликвидност се утврђује стављањем у однос обрнутих средстава са краткорочним обавезама, што се може илустровати на следећи начин:

$$\text{Општа ликвидност} = \frac{\text{обртна средства}}{\text{краткорочне обавезе}}$$

Аналитичка интерпретација овог индикатора ликвидности за потребе оцене бонитета предузећа знатно је отежана због немогућности идентификовања неке стандардне релације између циркулирајуће активе и краткорочних обавеза, која би била општеважећа. Поштујући чињеницу да на адекватност ове релације утичу бројни општи и специфични фактори, а

[211] Релевантан аспект оцене вредностн прокламоване стандардне релације представља испитивање структуре потраживања која се најчешће a priori третирају као ликвидна средства. Испитивањем структуре потраживања треба констатовати да ли она стварно и у ком степену репрезентују ликвидну форму обртних средстава. С тим у вези неопходно је класификовати потраживања према роковима доспећа за наплату и констатовати коефицијенте њиховог обрта.

[212] Критеријум стандардне релације explicite означава да је овај индикатор одраз правила финансирања „1:1" у чијој основи је захтев да основна средства и залихе буду финансирани дугорочним изворима финансирања, а потраживања, хартије од вредности и новчана средства краткорочним изворима финансирања.

пре свега структура обртних средстава (релативна ликвидност појединих делова обртних средстава. која се огледа у степену њихове конвертибилности у новац) и структура (композиција) краткорочних обавеза према роковима њихове доспелости, традиционално застугаан однос од „2:1”, прихваћен и у нашем званлчном методолошком упутству за оцену бонитета предузећа, треба крајње опрезно интерпретирати и користити.[213] Тако, на пример. индикатор опште ликвидности од 3:1 може да буде незадовољавајући са аспекта предузећа у коме је предоминантно учешће залиха са малим коефицијентом обрта у укупним обртним средствима. а чије краткорочне обавезе доспевају у блиској будућности.

8) Дани везивања залиха представљају релевантан показатељ ликвидности за оцену бонитета предузећа, а утврђују се на следећи начин:

$$\text{Дани везивања залиха} = \frac{\text{365 дана} \times \text{вредност залиха}}{\text{пословни приходи}}$$

9) Аналогно претходном индикатору ликвидности, показатељ дана везивања обртних средстава се констатује као следећи однос:

$$\text{Дани везивања обртних средстава} = \frac{\text{365 дана} \times \text{обртна средства}}{\text{укупан приход}}$$

10) Први индикатор пословне успешности је добит (нето — приход) по раднику. који се утврђује као следећа релација:

$$\text{Добит по раднику} = \frac{\text{добит (нето - приход)}}{\text{просечан бр. запосл. по основу часова рада}}$$

11) Индикатор Губитак по раднику омогућује увид у апсолутан изиос оствареног губитка текуће године по једном запосленом, а идентпфпкује се као следећа релација:

$$\text{Губитак по раднику} = \frac{\text{Губитак}}{\text{просечан бр. запосл. по основу часова рада}}$$

12) Добит за распоређивање у односу на укупну актнву се ндентификује на следећи начин:

$$\begin{array}{c}\text{Добит за распоређив.}\\ \text{у односу на}\\ \text{укупну активу}\end{array} = \frac{\text{добит за распоређ. (нето - приход)}}{\text{укупна актива}} \times 100$$

[213] De facto, показатељ опште ликвидности је настао као одраз конкретизације билансног правила у ужем смислу, у чијој основи је генерални захтев за финансирањем фиксне активе сопственим или бар перманентним капиталом, а циркулирајуће активе (обртних средстава) краткорочним капиталом.

13) Коначно. нето–рентабилност сопственог капитала се утврђује као следећа релација:

$$\text{Нето рентабилности сопственог капитала} = \frac{\text{добит за распоред. (нето - приход)}}{\text{трајни капитал}} \times 100$$

У основи, ради се о коефицијентима, односно показатељима, које је прописала. Служба за платни промет (односно Завод за плаћања и обрачуне).

12. ФИНАНСИЈСКА СПОСОБНОСТ ПРЕДУЗЕЋА

Бонитет фирме јесте синтетички економско–финансијски термин, који симултано инкорпорише пословну и кредитну способност у датом тренутку и у будућности. Очување бонитета фирме је, стога, условљено бројним факторима, и то: брзина циркулације обртних средстава (обрт) у пословном циклусу, способност конверзије у новчани облик, рок доспећа обавеза, структура укупних обртних обавеза, композиција финансијске структуре, структура дугова, структура извоза финансирања, планирање и усклађивање обима, динамике и структуре извора и пласмана финансијских ресурса, избор оперативне финансијске тактике управљања целокупним системом пословних финансија фирме, капацитет емитовања хартија од вредности, краткорочна и дугорочна финансијска равнотежа предузећа, структура имовине фирме, структура пословног и производног програма, коефицијент успешности пословања предузећа. развој предузећа, ниво кредитне способности, коефицијент профитабилности фирме. ликвидност и солвентност предузећа, финансијски резултат и добит.

Економска и финансијска оцена цене извора финансирање у савременој предузетничкој и менаџерској пракси најједноставније проистиче из компаративне анализе дивиденде и камате. Наиме, дивиденда је у принципу увек виша од камате, првенствено због ризика остварења приноса од уложеног капитала. Дивиденда директно зависи од пословног резултата, односно од нето финансијског резултата. Зато дивиденда (стопа) варира и флуктуира. Камата је фиксна величина и у правилу не зависи од финансијског резултата. Због тога је за власника капитала исплативије да своја расположива финансијска средства пресрерентно улаже у деонице (акције) него у обвезнице. А то је управо важна разлика у цени акције и обвезнице као извора финансирања фирме.

Поред тога. ваља истаћи да се само из нето финансијског резултата исплаћује дивиденда. Дивиденда. самим тим. индиректно улази, преко бруто финансијског резултата, у пореску основицу. Камата, међутим, пада на терет прихода. И, пошто директно умањује приходе предузећа, камата у пореском билансу не улази у пореску основицу. Камата дакле, директно умањује порезе на финансијски резултат. Самим тим, емитовањем обвезница фирма остварује уштеду у порезима, пошто се на индиректан начин фискус (који треба да иде држави) конвертује (претвара) у камату (која иде власницима обвезница).

Традиционални концепти анализе кредитне способности инкорпоришу (1) капитал тражиоца кредита, (2) капацитет (производни и финансијски) и (3) тзв. 3 CS (Chaster, Capacity i Capital),[214] мада америчка банкарска пракса томе додаје и анализу резултата иословања зајмотражиоца. анализу стопе просрита у односу на фиксни и обртни капитал предузећа, анализу уновчивости залиха, анализу обима продаје предузећа у односу на основни обртни капитал, анализу стабилности финансијског пословања фирме и анализу будућег дохотка и постојећег дуга. Стога се и процена вредности капитала (и тржишне репутације фирме) утврђује по правилу пре давања јемства за емиеију вредносних папнра предузећа. Кредитор улагач тежи да минимизира ризик те тражи одговарајућу солуцију дуга и акционарског капитала путем оперативе финансијског leverage–а. При томе се финансијоки leverage презентује као релативни однос камате и нето пословне добити, односно као релативни однос чистог дуга и укупног капитала по тржишној вредности. Европске банке томе додају и осигурање наплате датог кредита путем менице, цесије, јемства и залоге. пошто већ знају слику структуре имовине. капитала и финансирања. рентабилности и ризика. У појединим западноевропским земљама користе се суптилни методн финансијске анализе. као што су: принос средстава по одбитку камата и пореза, стабилност прихода у десетогодишњем пословном тренду, сервисирање дуга, нераспоређени приходи у билансу према укупним средствима (кумулативна рентабилност), коефицијент ликвидности, однос непреференцијалне акције и укупног капитала (капитализација). Коначно. у употреби су и одобрени финансијски коефнцијенти. који се користе за предвпђање будућих перформанси привредних субјеката: (1) новчани ток / укупни дуг, (2) нето доходак / укупна средства и (3) укупан дуг / укупна средства.[215]

У савременој теорији и пракси познати су бројни аналитички поступци за утврђивање кредитне способности предузећа: (1) метод упоредне анализе (Comparative method). (2) метод рацно анализе (Ratio method of analysis). (3) аналнза cas flow–а. (4) метод анализе тренда (Trend percentage method of analysis). (5) метод анализе пзвештаја о финансијској снази предузећа

[214] Др Ј. Ковачевић, Прилог анализи кредитне способности, Финансијска пракса 1–2/91 ст. 25.. Б. Живковић и Ж. Видић, Анализа и оцена кредитне способности, Југословенско банкарство 5/89.

[215] J. R. Franks i J. E. Broyles. Modern Managerial Finance, John Wiley and Sons, 1979. st. 223.

(Statement of finansial position). (6) метод предвиђања (Forecasting) и (7) проформе финансијских нзвештаја (Pro forma statements).[216]

Овнм поступцима је заједничко то што се базирају на начелима презентације пословног успеха, финансијских индикатора о успешности пословања фирме и научним стандардима економско–финансијске анализе. Презентовани аналитички поступци ослањајухе на билансе успеха и билансе стања. на односе билансннх функционално повезаних билансних позиција (рацио ликвидност — Liqvidity Ratios, рацио рентабилности — Profitabilit}' Ratios и рацио делотворности — Activity Ratios). на билансе прихода и расхода, бнлансе стања и пројекције готовине, извештајне приказе новчаних токова итд.

Но. и поред тога, у савременој пословнофинансијској теорији и пракси истиче се потреба исказивања следећих показатеља у кредитном захтеву, који на прегледан и систематичан начин индикују перформансе пословања фирме:[217]

Преглед систематизованих показатеља услова и резултата пословања

Ред. бр. показатеља	Назив показатеља	Резултат предузећа	Редослед на ранг листи групације	Просек групације	Најповољ-ији резултати у групацији
1	2	3	4	5	б
I. Показатељи техничко–технолошке опремл»еностл					
1.	Техничка опрсмљеност (вредност опреме по запослсном)				
2.	Просечно корншћсна пословна срсдства по запосленом у дин.				
3.	Степен техничко–технолошке прпправности опреме у %				
4.	Структура основних средстава у %				
II. Показатељи акумулације					
5.	Акумулација у дохотку у %				
6.	Акумулација у добпти у %				
7.	Порези и доп. у дохот. и добити у %				
8.	Порезп н допрнноси по запосленом у дпн.				
III. Показатељи кредитирања					
9.	Трајни нзвори пословннх срсдстава у укупним изворпма у %				
10.	Удружсна средства у укупннм изворнма у %				
11.	Дугорочни креднтн за обртна средства у укуиним изворима у %				
13.	Кредити за основна средства у укупни.м изворима у %				

[216] Др J. Ковачевић, оп. цнт., ст. 28.
[217] Др J. Ковачевић, оп. цит., ст. 34–36.

IV. Показатељи радног потенцнјала					
14.	Удео впсоке стручне спреме у укупном броју запослених у %				
15.	Удсо ВК и ВСС у укупном броју запослених у %■				
16.	Удео КВ и ССС у укупном броју запослених у %				
17.	Динамнка просечног броја запослених на основу стања крајем месеца				
18.	Динампка просечног броја запосленпх с основе ..сати рада”				
V. Показатељи динамике					
19.	Динамика укупног прихода				
20.	Дпнамика прихода				
21.	Дпнамика прихода остварених на страном тржишту				
22.	Динамика трошкова				
23.	Динамнка дохотка				
24.	Дпнамика добити				
25.	Динампка личних доходака				
26.	Дпнамика просечно коришћенн.ч основних срсдстава				
27.	Динампка обртнпх срсдстава				
28.	Дннамнка амортизацпје				
VI. Показатељи продуктивностп рада у финансијском нзразу (у дин.)					
29.	Укупан прпход по запосленом				
30.	Доходак по запосленом				
31.	Добнт по запосленом				
32.	Чпстн лични доходак по запосленом (нсто) месечнн просек				
33.	Акумулацпја по запослсном				
34.	Акумул. предузећа по запосленом				
35.	Фондовн по запосленом				
VII. Показатељи успешностн коришћења средстава и опреме					
36.	Признати рандман основ. средст. у %				
37.	Коеф. обртаја обртнпх средстава				
38.	Просечно коринјћсна пословна средства ио заиослсном				
VIII. Показатељи акумулативности и рентабилностн					
39.	Акумулат. укупног прихода у %				
40.	Акумулативност уложеннх срсдстана у %				
41.	Интсрна акумулација у %				
42.	Акумулатииност у односу прсма дохотку у °/<				
43.	акуму.патнпност прсма добпти у %				
IX. Показател,н економичностн пословаша					
44.	Утрошена средст. у укуп. прих. v %				

45.	Укупан прпход према друштвеним средствпма v %				
46.	ТропЈКови матсријала н спронпна у укупном приходу у %				
X. Показател,и репродуктивне епосооности					
47.	Стопа рспродуктнвне способности				
48.	Дпнамика репродукт. способностн				
49.	Довршене инвестиције према оствар. резулт. за репродукцију				
50.	Инвест. у току прсма оствареним средствима за репродукцију				

Финансијска структура у начелу рефлектује однос између сопственог и позајмљеног капитала. односно између сопствених и позајмљених извора финансирања. који се правно–формално изражава у пасиви биланса стања. као периодичног извештаја о финансијској ситуацији предузећа.[218] Тако дефинисана финансијска структура има хоризонталии и вертикални аспект опсервације. Хоризонтални аспекти финансијске структуре тангира међузависност структуре средстава у активи и структуре извоза финансирања у пасиви. Вертикални аспект финансијске структуре односи се пак на састав извора финансирања у пасиви независно од структуре средстава у активи.[219] У пракси су оба аспекта важиа, нарочито при оцене финансијске способности и израчунавања тзв. марже сигурности и тзв. степена покрића.

У процесу утврђивања финансијске способности за дугорочна улагања ваља увек полазити од тзв. марже сигурности фирме. као важног параметра за одлуку будућег кредитора (ефективног или потенцијалног). То пак имплицира детерминацију (облигатну) односа сопствених дугорочних и позајмљених (туђих) извора. Из односа укупних сопствених дугорочних извора средстава (SDis) и укупних позајмљеннх дугорочних нзвора средстава (PDis) формира се коефицијент марже сигурности (Kms):

$$\mathrm{Kms} = \frac{\mathrm{SDis}}{\mathrm{Pdis}}$$

који треба да је увек изнад 1 да би се предузеће могло дугорочно задуживати и рентабилно пословати. а банка осигурала од ризпка улагања.

Но, за оцену финансијске способности фирме за дугорочна улагања важан је и тзв. коефицијент степена покрића (Ksp), који рефлектује однос пзмеђу укупних трајно везаних средстава (Tvs) и укупних позајмљених дугорочних пзвора (Pdi):

$$\mathrm{Ksp} = \frac{\mathrm{Tvs}}{\mathrm{Pdi}}$$

да би се утврдила чињеница покривености новчаних јединнца туђих уложених вредности у пасиви реалним вредностима везаних (трајних) средстава

[218] Др Ј. Ковачевић, Прилог анализи кредитне способности: Финансијска пракса 1–2/91. ст. 37–38.
[219] Ибидем. ст. 38.

у активи. И тај коефицијент треба да је већи од 1 да би предузеће могло уложити у нове кредите без улажења кредитора у висок ризик.

13. ФИНАНСИЈСКИ ИНФОРМАЦИОНИ СИСТЕМ ФИРМЕ

Финансијеки информациони систем фирме у коме се одвија финансијско пословање и располагање средствима има задатак да снабдева управљачки систем информацијама из новчаног и кредитног система, тржишта новца, могућности удруживања средстава и сл.[220] У нашим условима, примарни корисници финансијских информација јесу радници у предузећу. и то не само као управљачи и они што одлучују о дохотку. него и са својих личних аспеката. који одлучују о радним и животним условима. Информисање раднпка наглашено је и у Уставу и Закону о предузећу. Оспм информација за раднике који доносе одлуке о којнма су потребне једноставно и јасно изражене информације за оцену стања, потребне су стручне и детаљне информације за пословОдне и финансијско–стручне раднике. Ово наводи на закључак да је потребно израдити руководствено–стручнн део финансијског ннформационог система. па из њега извести поједностављене извештаје за раднике са битним елементима. Тако. на пример. сасвим је могуће сачинити једноставну. али потпуну билансну шему средстава за информацију радницима: обртна средства — текуће обавезе = дугорочни извори обртних средстава + основна средства + удружена средства + дугорочне обавезе = трајни извори средстава.

Полазећи од тога. за неку конкретну фирму могу се одредитн потребе за финансијским информацпјама:

- о самој фирмп непосредно.
- о оним организацнјама са којима се удружују средства.

Не упуштајући се у детаље. дајемо основне врсте информацпја према подручјнма:

- информације о лнквидности и солвентностн. обавезе и стање средстава:
- токови новчаних средстава. прилпв. одлпв. стање:
- токовп трансформације средстава. залпхе потраживања:
- токовн финансиранја. ннтерно и екстерно финансирање:
- информацње о прпходу. дохотку. расподелп. акумулацијн н сл.;
- информацпје о целокупној финансијској ситуацијн:

[220] Др Р. Црнковић (Ред.). оп. цит. и др В. Зеремски. оп. цит.

- иформацње о могућностима удруживања средстава птд.

Финансијске информације, као што је нстакиуто, првенствено су потребне раднпцпма у фнр.мп. Финансијскп информациопи спстем може се изградити само за организацију, алп је рационалније нзраднтп финансијско–управљачкп систем за органпзацију у оквиру посебне финансијске службе или пнтерне банке. На овај начпн је могуће организовати ефпкасно међусобно ннформнсање предузећа и радника у њима. Рачуноводство може бпти основнп пзвор финансијских пнформација о догађајпма у организацији и односима с њеном средином у прнступу садашњости. прошлости н будућностп. Те информације треба допунпти финансијским гледањем. Свакако. стручнп основ је у посебном рачуноводству новчаних токова. које мора битн организовано и дотерано за потребе финансија предузећа.

Да бн се спровело у живот начело обавештавању радника у предузећу. према Закону. одређени су показатељн на основу којих се исказују резултатн рада радника и пословања фирме. За потребе организације удруженог рада и за управљање и пословање. поред прописаних обавезних показатеља. потребни су и други. који заједно треба да представљају јединствени систе.м. Служба друштвеног књиговодства објављује податке које привредне организације достављају у оквиру завршног рачуна и периодичних обрачуна. Све те податке објавл^ује СДК Југославше. с Једне стране. за укупну прпвреду и њене групације, а с друге. за укупну привреду појединих република и покрајина.

Самоуправно информисање јесте значајна претпоставка за успешно управљање и пословање фирме. Квалитет, брзе и редовите информације су услов за демократско одлучивање. За пословно одлучивање су од посебног значаја информацпје о финансијској ситуацији фирме, о ликвидности. рентабилности пословања и улагања, о стању депозита и о новчаннм токовима, о стању дуговања и потраживања. о финансирању текуће репродукције и развоја фирме. Информације из области финансијске и рачуноводствене функције су, стога. основа за развој друштвено–економских односа интерног и екстерног типа у самоуправном друштву и основа за одлучивање радника у предузећу.

У структури финансијских информација од посебне важности су информације које се односе на показатеље о ликвидности (однос обртних средстава према текућим обавезама, однос новчаннх средстава и потраживања према текућњм обавезама). на показатеље о леверицу (однос сопствених средстава са обавезама према укупним средствима и однос добити према издацима за камате) н на показатеље о рентабилности (однос добити према укупној реализацији, однос добити према укупним средствима и однос добити према властитнм средствима).

Финансијско информисање у складу са циљевима финансијске срункције и финансијске политике има задатак да пружи благовремене и прецизне информације са подручја финансијског планирања. финансијске анализе. исплате финансијских обавеза и наплате потраживања, контроле финансијских докумената. корншћења средстава и извора финанспрања, каматних стопа на тржпшту новца и капитала. тржишне вредности хартија од вредностн. девизннх курсева, заједничких улагања, санације нтд.

14. МЕНАЏМЕНТ ИНФОРМАЦИОНИ СИСТЕМ (МИС)

Информација репрезентује новн капацитет повећања знања. која редуцира неизвесност и ризик доношења погрешне одлуке и повећава вероватноћу доношења праве одлуке. Информацнја је ресурс предузећа који олакшава управљање осталим ресурсима. Зато је информација постала специфична роба. која има своју цену. Вредност ове робе не опада са њиховим коришћењем већ расте. Њихова продаја доноси приход продавцу информације. А онај ко продаје информације не остаје без њих чак и када их прода. Посебно је значајна менаџерска информација. која је релевантна за акцију.

У том контексту, менаџмент информациони систем — МИС (управљачки информациони систем — УИС) представља срормални компјутеризован (или ручни) систем у организацији који обезбеђује менаџерима неопходне информације које се користе у процесу доношења одлука.[221] „У пракси фирме. предузећа у развијеним земљама то је компјутеризован информациони систем који омогућава да менаџерима буду доступне тачне и правовремене информације које су неопходне да би се олакшао процес доношења одлука и да би се омогућили ефективно одвијање планирања. контроле и оперативних функција. УИС обезбеђује информације које се односе на прошлост, садашњост и на пројектовану будућност. као и на важне догађаје унутар и ван организације".[124]

Инпути у МИС–у састоје се по правилу из сирових података прикупљених у производњи, продаји, куповини. финансијама. Вредност информација зависи од квалитета благовремености, количине и релевантности. За менаџере је важна довољна количина информација за доношење прецизне одлуке. Квалитет информација је. исто тако од изузетне важности за менаџере који доносе одлуке о пласирању капитала са максималном стопом оплодње капитала. Једино тада се оправдава пораст трошкова прикупљања информација упоредо са повећањем квалитета информација. Благовременост информација је. такође. изузетно важна ствар, јер временска димензија предузимања или непредузимања одговарајућих акција непосредно утиче на добитак или губитак. Коначно. релевантност информација за сваког менаџера је од пресудног значаја за ваљано испуњење обавеза н задатака са одговорностима.

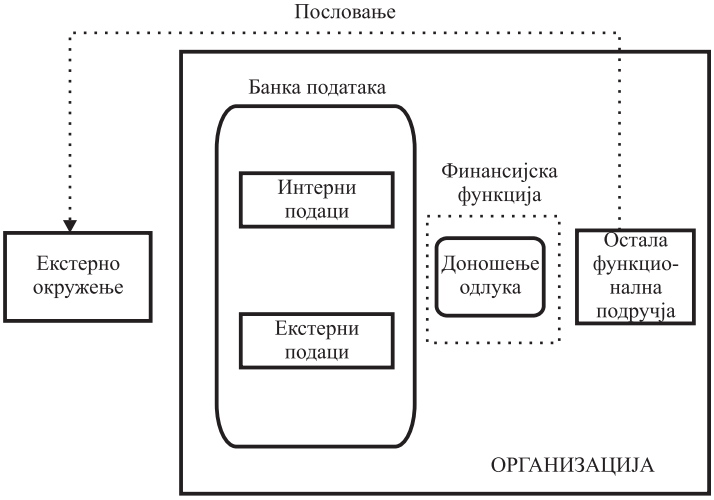
---

[221] C. Parker, Management Information Systems, McGrow–Hill, N. York. 1989. st. 148–149. R. Hodgetts и D. Kuratka, Management, Harcourt Brace Jovanovich. San Dicgo. 1989. ст. 1 14.

Нивои менаџмента. Врсте одлука и УИС као пирамида (модел информационих токова за доношење одлука)

- Стратегијско планирање - формулисање циљева и стратегијских планова
- Управљачка контрола - израдфа буџета и алокација ресурса
- Оперативна контрола - терминирање активности и извештаји о пословању

МОДЕЛ ИНФОРМАЦИОНИХ ТОКОВА ЗА ДОНОШЕЊЕ ОДЛУКА



Информације у основи представљају ресурс организације као целпне. а не делова. То пак значи да ииформације из финансија. као функционалног подручја. треба да су доступне свим меиаџерима са свих функционалних подручја због ефпкасног спровођења функционалних стратегнја. Но. структура управљачког информационог система (УИС) може се прпказати и посредством органнзацпоннх функција и посредством поједпних активности менаџмента. Подснстеми МИС–а су сада (1) макретиншкп. (2) производни. (3) логистички. (4) кадровски. (5) финансијски, (6) рачуноводствени подспстеми. Прп томе се обнчно наглашава да базе података представљају

примарно средство које реинтегрише наведене подсистеме. Но, наглашава се н чпњеница да се у моделу токова информација за доношење одлука банка података састоји од интерних података и екстернпх података. који имају информацнони потенцпјал.

У екстерне информације. које утичу на будућност фирме. обично се класификују социјалне информације. економске информације. ннформације о купцима. политичке информације, маркетиншке пнформације. информацпје о конкуренцији итд. Са аспекта будућег пословања фирме важне су н интерне информације из областп производње, финансија. кадрологије и маркетинга. Ради се. заправо. о следећим информацијама:

1. из области производње
- ннформације о опреми
- информације о производима. које ће фирма производнти у будућности
- информације о садашњим и будућим залихама
- информације о квалитету
- информације о количини
2. из области финансија
- информације о току готовине
- информације о фондовима предузећа
- информације о дивидендама
- информације о стопи прпноса на инвестиције
- информације о дуговањима
- информације о потраживањима
- информације о амортизацији
- рачуноводствене информације
3. из кадровске функције
- информације о квалификационој структури
- информације о зарадама
- информације о коришћењу људских ресурса
- информације о обуцн кадрова
4. из области маркетинга
- информације о пропаганди
- информације о производима
- информације о продаји
- информације о дистрибуцији
- информације о тржишним конкурентнма
- информације о формирању цена

Коначно. контрола функције имплицира разуђену структуру информација које се односе на тзв. интерну ефикасност. на добит н на трошкове. Контрола у тзв. децентрализованим предузећима подразумева информације за процењивање појединих функционалпих области и организационих јединица које у пракси компанија представљају центре добити и центре трошкова.

Т Р Е Ћ И Д Е О

УПРАВЉАЧКЕ ФИНАНСИЈЕ И КОРПОРАТИВНО ФИНАНСИРАЊЕ

Шта је вредније од злата? — Дијамант. Од дијаманта? – – Знање. Од свих добара на свету знање је најбоље: оно се не може ни узети, ни дати, ни купити, ни продати; оно остаје заувек твоје, кад га једном стекнеш.

Hitopadesha

ГЛАВА ПРВА

ТЕОРИЈСКИ ПРИСТУП ФИНАНСИРАЊУ ПРЕДУЗЕЋА

1. СИСТЕМИ И ОБЛИЦИ ФИНАНСИРАЊА

Предузеће за обављање свога пословања треба да располаже одговарајућим средствима до којих фирма долази куповином — набавком. Средства ставља у функцију, јер ваља набавити машине и сировине, обавити њихову трансформацију и продати готове производе, како би се новац продајом готових производа поново трансформисао у средства за производњу и тако наставио кружни ток средстава. Предузеће мора располагати довољним износом новчаних средстава за набавку предмета рада и средстава рада, јер се предмет рада непрекидно троши.

Послови и поступци у вези са обезбеђивањем неопходних средстава за рад чине финансирање. У свакој фирми финанспрање у основи значи обезбедитн и ставити органима управљања средства на радполагање, како бн они осигурали самосталност и сигурност у раду. За финансирање се могу обезбедити средства из сопственпх и туђих извора.

Финансирање у ужем и ширем смислу. Новчана средства су потребна свакој фирми да би подмирила своје текуће потребе. као н за повећање оби. ма рада. Средства потребна за текуће пословање чине финансирање у ширем смислу.[222] Самим тим. финансирање у ужем смислу представља нова улагања у процес рада. јер се тнме повећавају укупна средства. Финанспрање у ширем смислу значи промену у структури средстава. повећавају се новчана средства.

Повремеио н трајно финансирање. У процесу рада, финансијска средства могу бити везана трајно или повремено, што зависи од тога да ли се финансирају трајне или повремене потребе. Да би фирма несметано обављала

[222] Велики финансијски приручник. том I и II. Привредни прег.пед. Београд. 1977.

редовно пословање, она мора располагати извесним износом средстава која трајно може користити. Средства за овакво пословање предузећа обезбеђују у својим фондовима. Та средства се формирају у току пословања кроз расподелу дохотка. те чине трајна пословна средства.

У пословању фирме наступају и потребе када треба привремено повећати средства у функцији. То се дешава у случају увоза и стварања одређених залиха у сировинама, материјалу или у случају извора стварањем залиха у готовим производима и сл.

Активно и пасивно финансирање. Активно финансирање је такво финансирање које за финансијера доноси одређену корист у виду камате. Та камата је активна зато што финансијер (банка или друга фирма) даје своја новчана средства на коришћење другој привредној организацији по уговору на одређено време и под одређеним условима. Организација удруженог рада, која користи средства, плаћа камату на средства која користи, што значи да је ово финансирање, са становишта корисника, пасивно финансирање. Активно финансирање је, пак, основна делатност банака.

Интерно и екстерно финансирање. Основни економски разлог за финансирање у свакој фирми јесте снабдевање процеса рада потребним средствима. Тако се финансирањем обухватају производња и промет. Потребе за финансирањем код производих предузећа везане су за изградњу одговарајућих производних капацитета, за набавку средстава рада, за финансирање залиха и репроматеријала. Код фирми, које се баве прометом, финансирање је везано за потребе изградње објеката и набавку инвентара, за потребе одређених залиха које се формирају ради сигурнијег и потпунијег снабдевања тржишта и продаје (док се не наплати потраживање). Према томе, у економске разлоге финансирања спадају: финансирање производње, финансирање промета, финансирање нових инвестиција и финансирање санација. али и финансирање станова, образовања, одбране и сл.

Извори средстава за финансирање у привредној организацији могу се сврстати у изворе сопствених средстава и изворе туђих средстава. што значи да се предузеће може финансирати средствима из сопствених извора. а може потреба средства прибављати и из туђих извора. Отуда се финансирање сопственим средствима назива унутрашњим финансирањем. а финансирање туђим средствима спољним финансирањем.

2. ОПЕРАТИВНИ МОДЕЛ ФИНАНСИРАЊА

Финансирање привредних организацпја мора бити у складу са економском политиком. будући да се и финансирање пословања предузећа мења са променама у економској политици. Стога егзистирају бројни облици финансирања. у зависности од извора средстава, од намене средстава, од услова под којима се средства користе и сл.[223] Отуда проистиче да је самостално финансирање привредне организације основа финансијске самосталности и основа развоја социјалистичке привреде, што значи да самостално финансирање има за циљ остварење одговарајућег укупног прихода и дохотка. Сопственим средствима организација самостално и слободно располаже и управља, те их улаже у процес рада и репродукује и обезбеђује средства за покриће трошкова пословања. за подмирење друштвених обавеза и личних доходака и за акумулацију.

Средства којима предузеће располаже потпчу из пословног фонда, резервног фонда и фонда заједничке потрошње. Свака привредна организација сама се финансира из ових фондова, што значи да средства из тих срондова морају да буду довољна да се покрију све потребе. како у оквиру постојећег обима рада. тако и у оквиру проширења обима рада.[224]

Самостално финансирање предузећа врши се из следећих извора: (а) дохотка, (б) амортизације. (ц) фондова и (д) кредита (уступљени за трајно коришћење). У нашем финансијском систему, доходак је најважнији извор средстава за самостално финансирање, чије остварење (планираног) дохотка зависи од величине остварене наплаћене реализације и од величине остварених трошкова репродукције, али и од обавеза из дохотка и величине исплаћених личних доходака.

Свака фирма (компанија) у политици формирања дохотка, води рачуна и о распореду дохотка према наменама у одређеним пропорцијама, будући да у политици формирања дохотка важно место заузимају структура реализације, продајне цене и распоред дохотка. Структура реализације ј еважан фактор дохотка. јер свака фирма (предузеће) настоји да реализацијом оствари највећи могући приход и да у том приходу буде већи доходак. Осим проблема који се јављају у структури реализације, на доходак директно утичу и продајне цене. Ако су цене формиране на нивоу који тржиште прихвата и ако не обезбеђују рентабилно пословање. тада ће и продаја робе обезбедити планирану реализацију.

У политици формирања дохотка важно место заузима и расподела, тј. распоред дохотка према наменама. У директној вези са тим је проблематика

---

223 Др М. Симовић, Финансијско пословање ООУР-а и банака, Привредни преглед, Београд. 1977.
224 Ибидем.

финансирања. јер се при распореду дохотка издвајају средства у фондове. То су извори за самофинансирање.[225] Сразмера за расподелу се утврђује и самоуправним споразумом у оквиру привредне организације на основу којег се оцењује каква је политика расподеле у одређеној привредној фирмп. Остварени доходак служи за финансирање обртних средстава у току годнне, за исплаћивање личних доходака, доприноса и пореза. По завршном рачуну врши се коначан распоред дохотка и одређују намене средстава. Према томе. у току године средства оствареног дохотка нису издвојена из средстава пословног фонда. Стога се могу користити као обртна средства.

Средства из амортизацпје се могу користити као извор за самостално финансирање и то првенствено просте репродукције утрошених основних средстава, као и за финансирање проширене репродукције утрошених основних средстава, као и за финансирање проширене репродукције основних средстава и то до рока замене у оквиру просте репродукције. Осим тога. средства амортизације се могу користити и као обртна средства у склопу пословних средстава.

У финансијској теорији и пракси, самофинансирање се може нсказати (квантитативно) на бројне начине:

I. $$\frac{PF + AM}{OS + ZA}$$

II. $$\frac{UF}{OS + ZA}$$

III. $$\frac{PF + AM}{UU}$$

IV. $$\frac{UF}{UU}$$

V. $$\frac{(PF + AM) - O}{OS + ZA}$$

VI. $$\frac{UF - UO}{UU}$$

VII. $$\frac{BA}{OS + ZA}$$

VIII. $$\frac{BA - DO}{OS + ZA}$$

где су PF — пословни фонд. AM — амортизација, OS — улагања у основна средства, ZA — залихе, UF — укупна издвајања у фондове. UU — укупна улагања у инвестиције, O — отплате, UO — укупне отплате. BA — бруто акумулација (APF + AM), DO — доспеле отплате.

[225] Др С. Комазец: Друштвени капитал, финансираље репродукције и економска стабнлност... стр. 181–245.

Степен самофинансирања у %

Годпне	ПФ+ЛМ | уф		ПФ + АМ	УФ уу	1ПФ + АМ1–0	УФ–УО	БЛ	БА–ДХ)
	ос+зл	ос + зл	уу		ОС + ЗА	у у	ОС + ЗА	ОС + ЗЛ
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1966.	52.4	69.2	34.8	46.0	37.7	25.1	52.4	36.3
1967.	49.3	61.9	.32.2	40,5	32.9	21.2	49.0	29.4
1968.	53.6	70.2	29.3	38.3	32.6	17.8	54.4	29.5
1969.	61.7	80.7	28.6	37.3	37.9	17.7	62.0	33.9
1970.	53.4	54.6	30.6	34.5	32.6	18.7	53.6	28.5
1971.	69.8	86.4	35.2	43.6	47.1	23.8	65.4	37.9
1972.	78.3	96.7	57.4	70.7	50.0	36.(i	78.4	42.5
1973.	76.4	95.9	48.9	61.4	46.4	29.7	75.4	43.8
1974.	74.3	91.2	47.7	59.4	43.3	27.6	63.1	40.8 i

Симболи: PF — посповни фонд. AM — амортизацнја. OS — улагања у основна средства. ZA – залихе. UF — укупна издвајања у срондове, UU — укупна улагања у инвестпцпјс. O — отплате. UO — укугше отплате. BA — бруто акумулација (APF + AM). DO — доспеле отплате.

Као што се из наведеног прегледа може видетн. посматрањем различитих модела самофинансирања долазимо до различитог квантитативног исказивања коефицијента самофинансирања. Разлике нису занемарљиве. будући да се крећу и до 63%. Без претензија да улазимо у различите квантитативне моделе економске рачунице, у овом контексту желимо да укажемо на могућност прецењивања н потцењивања ефективне стопе самофинансирања друштвене репродукције.[226] Но, зауставимо нашу пажњу на следећа два екстрема: први, који рефлектује највишу сотпу, и други, који показује најнижу стопу самофинансирања. У оквиру првог модела (кол. 2), узима се однос укупних издвајања у фондове и износ основних средстава и залиха. По овом моделу, не респектују се укупне доспеле обавезе и отплате кредита предузећа, управо због чега је и стопа самофинансирања за 407с више приказана. У оквиру другог модела (кол. 6), по коме се средства укупних издвајања у фондове, по одбитку укупних обавеза без обзира на време доспећа стављају у однос према укупним улагањима за инвестиције пренаглашена је одбитна ставка (укупне обавезе), с обзиром да све кредитне обавезе не доспевају у истом временском периоду: Тиме је стопа самофинансирања знатно (за 20–30%) потцењена. У таквим условима веома је тешко пројектовати дејство фискалитета на самофинансирање са аспекта квантитативних ефеката. Стога у анализу треба унети следеће промене: (1) из структуре издвојених средстава за друштвену заједницу треба искључити средства по основу уговорних обавеза, јер су оне саставна компонента тржишне алокације ресурса; (2) из укупних издвојених средстава за фондове фирме треба нзлучити средства фондова заједничке потрошње. јер су преко

[226] Др М. Илић, Дејство опорезивања на самофинансирање инвестиција у привредама развијених капиталистичких земаља, Финансије 1–2/76 ст. 56–66.

50% дестииирана личним исплатама; (3) из укупних обавеза фирме треба искључити све финансијске обавезе које не доспевају у дотичној години и (4) у укупна средства фирме треба укључити амортизацију по одбитку опорезоване разлике, између обрачунате амортизације по минималним стопама и остварене амортизације по вишим стопама. Према изнетим, потребним променама, најреалнија стопа самофинансирања приказана је у колони 8. мада и овде нису потпуно укључене потребне измене.

Анализом фискалннх обавеза фнрме у оквиру прерасподеле националног дохотка није тешко квантификовати фискалне ефекте на доходак, који остаје фирми. Међутим. по методологији исказивања степена самофинансирања Савезног завода за статистику, Службе друштвеног књиговодства и Народне банке Југославије не можемо егзактно да утврдимо фискалне ефекте сходно изнетим променама. Без респектовања истакнутих измена, фискални ефекти на стопу самофинансирања идентификују се са фискалним ефектима на акумулацију. јер се на непосредне личне исплате радницима из средстава заједничке потрошње у оквиру фирме плаћају порези и доприноси. С друге стране презентирани коефицијенти самофинансирања не укључују економске трансфере, којима се ефективно редукује фискално оптерећење дохотка фирме. Исти је случај и са привредним инвестицијама из буџетских финансијских институција. ЈСоначно. повраћај обавезних зајмова са каматом није укључен у средства фирме за финансирање проширене репродукције, иако су ова средства. услед инфлације, знатно обезвређена.

Ниво самофинансирања (исказан по методу бруто акумулације) репрезентује високе коефицијенте. Ови коефицијенти резултат су пораста амортизације по основу перманентне валоризације вредности основних средстава и пораста издвајања средстава у фондове фирме у која су исказана и средства резерви која су ангажована за покриће губитака у привреди и средстава заједничке потрошње, која су непосредно исплаћена радницима.[227] Поред тога, акумулација фирме је редукована како за износ фискалитета тако и за износ уговорних обавеза. Самим тим акумулација је посматрана у контексту вишка производа, мада се фискалитети преко личних доходака проширују на читаву новостворену вредност. Пошто је стопа раста личних доходака превазилазила стопу продуктивности рада, то се и квантум „потребног" рада остваривао на терет вишка рада. У посматраном периоду, такву политику су следели и срискалитети (порези и доприноси) по основу личних доходака.

Међутим, погрешно је стећи утисак о негативном дејству фискалитета на акумулацију са изведеним негативним дејством на инвестиције. Тачно је да се фискалитетима редукује акумулациони потенцијал фирме. Али је, исто тако, познато да се срискалним ресурсима финансирају привредне инвестиције, посредством којих се део трансферисане акумулације враћа привреди. Наиме, привредним инвестицијама из буџета ДПЗ, наменским допунским средствима из буџета Федерације, Република и покрајина за финансирање привредних

[227] Накнадним истраживањем утврдили смо да су у средства текуће акумулације укључена средства обавезних зајмова за финансирање неразвијених подручја и средства обавезног удруживања за финансирање изградње приоритетних објеката у друштвеној репродукцији.

инвестиција у недовољно развијеним СР. САП и општинама, привредним инвестицијама из фондовских финансијских институција и привредним инвестицијама из бившег ванбуџетског биланса Федерације доприносило се повећању укупних инвестиција у привреди. У том смислу, фискалитетима се, дакле, само прерасподељује друштвена акумулација у корист фискално алиментираних привредних инвестиција. Фискалитетима се, заправо, обезбеђивала додатна акумулација за реализацију развојне функције опште потрошње. Стога, срискалне пласмане по основу инвестиција у привреди треба одбити од укупног захватања акумулације. Јер, у бити, акумулација је, за овај износ. само прерасподељена. а не редукована. С друге стране. фискалитетима се, за износ срискално алиментираних привредних инвестиција, редуцирао расположиви доходак фирме за финансирање сопствених инвестиција. У том случају, већи је ефекат (умањујући) срискалитета на ниво самофинансирања него на акумулацију. Другим речима, финансирањем привредних инвестиција из фискално концентрисане акумулације у буџете и фондове реализовао се редукујући ток самофинансирања друштвене репродукције (дестнмулативно дејство фискалитета) уз корелативни ток повећавања укупних инвестиција у привреди (подстицајно дејство фискалитета).

Стопа самофинансирања предузећа представља „однос сопствене новчане акумулације и укупних улагања у реалне инвестиције, односно стопа самофинансирања представља степен покривања укупних улагања у инвестиције сопственом акумулацијом, где инвестициона улагања могу бити у основна (имобилизације) и обртна средства".[228] Основне компоненте новчаног тока преко самофинансирања јесу остварена акумулација и амортизација. које се остваре током пословања фирме и које се могу употребити за нова дугорочна улагања–финансирање инвестиција (повећање реалне активе), дугорочно финансирање пласмана — повећање финансијске активе и отплату дугорочних обавеза — смањења задужености. Издвајања у пословне фондове представљају непосредно повећање сопствених извора средстава која служе за одржавање финансијске равнотеже између повећања имобилисаних средстава у обртним средствима (трајна обртна средства), отплате по доспелим кредитима и нова улагања у имобилизације (пласмани и основна средства). Средства амортизације се, у том контексту. користе у функцији реинвестирања у основна средства у складу са политиком отписа основних средстава.

У финансијској пракси, самофинансирање има како позитивне тако и негативне стране. Самофинансирање фактички јесте „бесплатни" облик финансирања друштвене репродукције, пошто се на средства пословног фонда (средстава акумулације и амортизације) не плаћа никаква камата. Но, и самофинансирање има своју опортунитетну цену, која се манифестује као губитак предузећа услед непласирања датих средстава у рентабилније послове (тзв. пропуштени доходак) или улагања са већим ефектима у виду бруто акумулације. Самофинансирање ипак не ствара директне финансијске расходе у билансу успеха. „Предност самофинансирања се манифестује и

[228] Ђ. Јовановић, Финансијски токови средства предузећа у инфлаторним условима привређивања, Финансијска пракса 8–10/89. ст. 478.

у већој финансијској независности и флексибилности предузећа у вођењу пословне и финансијске политике. а то значи да већа сопствена средства и већа стопа самофинансирања. директно смањују зависност предузећа од новчаног тржишта. банака и других финанснјских организација. Тиме се практично умањује потреба за туђим средствима и задуживањем. а олакшава се отплата кредита и обавеза из остварене акумулације и амортизације. јер су финансијски расходи самофинансирања, по правнлу, нижи од расхода финансирања из туђих извора средстава. Зато је предузеће са високом стопом самофинансирања мање осетљиво на коњунктурна колебања на тржишту и осцилације у остварењу финансијских резултата него предузеће са великим учешћем туђих средстава, са већом задуженошћу јер је доходак веома оптерећен трошковима камата и другим трошковима (случај анализираног предузећа)... Средства амортизације и акумулације у пракси представљају најспгурннје и најстабилније сопствене изворе финансирања репродукције предузећа. Овн извори дају сигурно финансирање. јер се обезбеђују из позитивног пословања и трајно су расположива. Наплаћена средства амортизације и акумулације битно олакшавају одржавање ликвидности јер поправљају дугорочну финансијску равнотежу у корист дугорочних извора и кумулирају се на жиро–рачуну. Насупрот томе. када су туђи нзвори средстава у порасту, аутоматски расте ризик неликвидности због обавеза према повериоцима да не буду у року измирене (случај анализираног предузећа које врло често запада у неликвидност”).

Но. самофинансирање има и одређене слабе стране (недостатке), и то: „Стављање у први план предност самофинансирања значи довести предузеће у ситуацију да се и краткорочне потребе финансирају из средстава амортизације и акумулације, што није рационално, јер су то трајни извори, које треба рационално улагати. Оваква финансијска тактика директно успорава циркулацију, концентрацију и акумулацију унутар предузећа, као и на тржишту новца, те има за последицу успоравање развоја предузећа... Предузеће које нова дугорочна улагања финансинра искључиво из средстава амортизације и акумулације, не зависи од тржишта новца и измиче његовом селективном деловању и деловању висине каматних стопа, које као цена коришћења средстава врши рационалну алокацију акумулације у најрентабилнија улагања, чиме се директно угрожава ефикасност инвестирања... Поред тога, процес само–финансирања доводи до смањења понуде новчаних средстава на тржишту новца, до смањења (успоравања) мобилности акумулације и до сужавања улоге тржишта новца... Несумњиво највећи недостатак само–финансирања се огледа у негативном деловању на раст цена производа и услуга, што представља препреку снижавању цена и инфлације у условима пораста продуктивности рада. Зато убрзана амортизација која се остварује повећањем амортизационих отписа утиче на повећање цене коштања. Али, убрзана амортизација не мора увек да доведе до повећања цена, ако се то остварује снижавањем трошкова производње или повећањем продуктивности рада. При томе, убрзана амортизација само неутралише есректе снижења цене коштања. Насупрот томе, убрзана амортизација доводи до повећања трошкова производње који се повећањем

продајних цена преваљују на потрошаче, ако су они у могућности да плате такву цену у оваквим инфлаторним условима”.[229]

11) Акумулација предузећа

Финансирање привредног развоја јесте центарално питање финансијског система сваке земље. Стога је обезбеђење адекватног нивоа акумулације економски императив финансирања друштвене репродукције у функцији раста новостворене вредности као економске основе будућег повећања формирања акумулације. Отуда је и основни проблем економске, односно финансијске политике да се применом адекватног принципа расподеле дохотка обезбеди повећани обим домаће.акумулације за финансирање развоја. У противном, недовољан ниво акумулације оријентише удружени рад или на иностранa задуживања или на банкарске кредите, мада је и дефицитарно финансирање инвестиција један од облика стварања додатне акумулације (дефицитарно финансирање инвестиција). Међутим, у самоуправном друштву централну улогу у формирању акумулације има сектор предузећа, као стожер доходовних односа, мада и сектор становништва има значајну улогу у формирању акумулације.

У самоуправном систему позната су два концепта формирања средстава новчане акумулације:[230] 1) концепт Народне банке Југославије и 2) концепт Службе друштвеног књиговодства.

(1) По методологији Народне банке Југославије сектор привреде формира новчану акумулацију на тај начин што се од укупних новчаних примања организација у привреди одбијају новчани издаци за трошкове пословања (без амортизације), исплате доприноса и пореза и исплате личних доходака радника. Према томе, у новчану акумулацију по методологији Народне банке Југославије улазе средства амортизације и издвојена средства из дохотка за материјалну основу рада (пословни сронд. фонд заједничке потрошње. фонд резерви).

(2) Према концепту Службе друштвеног књиговодства акумулативну способност предузећа чине издвојена средства из дохотка за пословни фонд, издвојена средства резерви и средства амортизације’ изнад прописаних минималних стопа, док репродуктивну способност удруженог рада чине издвојена средства из дохотка за пословне фондове и укупна средства амортизације. Према томе. по методологији СДК стопа акумулативне способности удружене привреде представља однос између акумулације и просечно коришћених основних и обртних средстава. док стопа репродуктивне способности фирме представља однос између средстава издвојених за репродукцију и просечно коришћених основних и обртних средстава.

У суштини, акумулација представља део новостворене вредности којн се. према утврђеним пропорцијама договорене политике расподеле дохотка посредством договора и споразума. издвајају у фондове фирме. У

[229] Ибидем. ст. 488.
[230] Др М. Ћировић, Монетарно–кредитни систем, Београд. 1976. стр. 15–20.

том смислу, акумулација је део чистог дохотка који се издваја за јачање и проширивање материјалне основе рада. Међутим. треба разликовати бруто н нето акумулацију: Бруто акумулацију чине издвојена средства за фондове фирме и средстава амортизације. док нето акумулацију чине само издвојена средства у фондове.[231]

У политици финансирања друштвене репродукције стратешку функцију има акумулација фирме. У том смпслу. концепт програмиране акумулације представља објектнвну финансијску основу за реално финансирање инвестиција и извора финансирања инвестиција у привредном развоју. Концепт програмиране акумулацнје везује се за максимизирање дохотка по раднику и за његово наменско усмеравање за планиране инвестицпје у оквпру средњорочних друштвених планова привредног развоја. У том смислу. политиком расподеле дохотка. чије се пропорције утврђују друштвеним договором и самоуправнпм споразумом. обезбеђује се планирано усмеравање дела дохотка за проширење материјалне основе удруженог рада и дела дохотка за личне дохотке радника. Утврђена пропорција распоређивања дохотка од 70% и 30% (70% за личне дохотке и 30% за акумулацију) обезбеђује реализацију концепта програмиране акумулације. с тим да акумулација расте у складу са порастом друштвеног производа. У том смислу, политика расподеле дохотка обезбеђује одређени обим акумулације за финансирање планираннх инвестиција. што је садржина политике самофинанснрања. У самоуправној привреди позната су два метода за опредељење и мерење степена самофинансирања. По првом методу, ниво самофинансирања инвестиција представља однос новчане акумулације фирме према укупним инвестицијама. По другом нивоу самофинансирања инвестиција представља однос између бруто акумулације, умањене за доспеле обавезе, и укупних инвестиција. Према томе, ова два мерења степена самофинансирања међусобно се разликују само по бројитељу. тј. да ли се узима бруто или нето акумулација.

2) ФИНАНСИРАЊЕ УДРУЖИВАЊЕМ СРЕДСТАВА

Финансирање удруживањем средстава јесте квалитативно нови облик финансирања према коме удруживање средстава представља облик финансирања међу партнерима у коме предузећа, споразумевањем, удружују средства ради остваривања заједничког дохотка.

Удруживање средстава се може остварити у привредним организацијама, сложеним предузећима, пословним заједницама и другим самоуправним организацијама, као и у самоуправним фондовима и друштвеним делатностима. Ове организације могу удруживати своја новчана средства друштвене репродукције и ради заједничког коришћења тих средстава у производњи и промету. На тој основи се формирају и банке, осигуравајуће организације и друге финансијске организације.

[231] Др Н. Вуљак, др И. Церовић и др Ј. Бабовић, Финансије токова репродукције ОУР, Економски институт, Суботица, 1984.

3) НЕПОСРЕДНО КРЕДИТИРАЊЕ

Непосредно кредитирање међу пословним партнерима, као облик финансирања, врши се само ако је кредитирање у вези са предметом пословања партнера који користи кредит, за финансирање пословне сарадње ради повећања производње.[232]

Предузећа могу давати кредите привредним организацијама. али не и грађанско–правним лицима. Кредите могу одобравати фирме из средстава заједничке потрошње својим радницима за куповину или изградњу нових станова.

4) ФИНАНСИРАЊЕ УЧЕШЋЕМ

Финансирање учешћем је новији облик финансирања међу пословним партнерима. а састоји се у томе што фирма, која има слободна новчана средства. ставља та средства на располагање свом пословном партнеру.[233] Ова средства се дају обично у виду улога и. по правилу, без обавеза враћања. Тиме предузеће својим средствима учествује у пословању партнера с којим дели пословни резултат сразмерно улојженим средствима.

5) ФИНАНСИРАЊЕ ОБВЕЗНИЦАМА

Финансирање обвезницама је један од облика финансирања предузећа. а састоји се у томе што фирма издаје обвезнице да би прибавила пословна средства.[234] Обвезнице издаје предузеће које у свом пословном и резервном фонду има средства у висини износа који је прописан. а уколико фирма за своја средства може прибавити гаранцију од друге фирме или банке.

6) ФИНАНСИРАЊЕ АВАНСОМ И ПРЕТПЛАТОМ

Финансирање авансом је доста честа појава међу предузећима. Састоји се у томе што предузећа. као будући дужници плаћају унапред своме повериоцу одређени износ пре коначног обрачуна и извршења међусобног уговора о одређеном послу.[235] Тај унапред уплаћени износ је део укупне вредности посла, јер аванс служи за финансирање уговореног посла.

Финансирање претплатом је облик финансирања сличан авансу, а састоји се у томе што одређена фирма прима унапред претплату од својих будућих купаца. Претплата може бити делимична или у целини, у висини вредности робе или услуга.

---

232 Др Ж. Ристић, др С. Комазец: Финансијски менаџмент, Београд–Лондон, 1996.

233 Ибидем.

234 Др Д. Јовановић, Анализа пословања организација удруженог рада, Савремена администрација. Београд. 1976.

235 Др Ј. Родић, Финансијска анализа организација удруженог рада, Савремена администрација. Београд. 1983.

7) ФИНАНСИРАЊЕ ИЗ ОБАВЕЗА

Финансирање обавеза према добављачима је облик финансирања пословања, а састоји се у томе што фирма користи средства неисплаћених обавеза према добављачима. Овај облик финансирања доводи до појаве неликвидности у прнвреди и омета развпјање нормалних односа у пословању. Због тога се одређеним мерама спречава овакав начин финансирања.

8) КОМПЕНЗАТОРСКО ФИНАНСИРАЊЕ

Дотације, субвенцње, премије. регресп и компензације су облик финансијске помоћн које утврђује друштвено–политичка заједница предузећу, која се даје у случају када фирма нема објективннх услова да обавља своје редовно пословање сама.[236] Тада је неопходна помоћ другнх организација, која може да уследн у различитнм облицима.

У нашој праксн се најчешће корпсте дотације, регресн. премије. компензације и слично. Дотација је облик финаинсијске помоћи коју корисник добија бесповратно у одређенхом року. Код нас су се јавиле две врсте дотација. и то: а) дотација коју свака фирма користи на основу пропнса и б) дотација коју корнснпку даје неки орган са одређеном наменом.

Ако се лриликом давања дотације одређује њена намена. онда је то наменска дотација, која се мора користити у складу са датом наменом. Ако, пак. намена није одређена онда се дотација уноси у укупан приход фирме, којој је и додељена.

Регреси и премије су облици новчане помоћи коју друштво даје привреднм организацијама ради кориговања цена њихових пронзвода или стимулисања у процесу обављања одређенпх послова. Заједница, нпр., тражи од фирме да своје производе продаје на тржишту по одређеним нижим ценама, али надокнађује ту разлику у цени регресом.

Премије се дају фирмама ради стимулисања производње и продаје одређених производа за које постоји општи интерес. У овом случају, поред реализације на тржишту, остварује се и новчана помоћ у виду премије.

Компензације су облнк финансијске помоћи које се дају предузећима. која производе одређене производе, који су од посебног интереса за остваривање планских циљева. У том случају, компензацијом се надокнађује део трошкова који настаје у пословању.

Бесповратно финансирање представља уступање пословних средстава на коришћење без обавезе враћања. Тако добијена средства изједначују се са сопственим пословним средствима.

[236] Б. Дефранчески. оп. цит.

9) ФИНАНСИРАЊЕ САНАЦИЈЕ

Финансирање санације спада у специфичне облике прибављања финансијских средстава, што је, у ствари, прибављање новчаних средстава да би се уложила у фирму, која је постала неликвидна услед насталог губитка у току редовног пословања. Тај поступак прибављања и улагања новчаних средстава у фирми назива се санационо финансирање.

Суштина санацпоног финансирања је у томе да се отклоне узроци који су довели до лошег финансијског стања и да се поремећено финансијско пословање фирме поново уравнотежи, и то на два начпна: 1) прибављањем нових средстава да би се санирао настали губитак.

Редовну санацију предузпмају друштвено–политичке заједнице. банке. друге организације у привреди и друге самоуправне организације (а могу и грађани). Средства за редовну санацију обезбеђују се санационим кредитом који по својој врсти спада у инвестицноне кредите.

10) ЦЕСИЈА: УСТУПАЊЕ ПОТРАЖИВАЊА УГОВОРОМ

Цеспја. обрачун преузнмањем дуга. пренос (новација). сједињење и асигнација (упућивање) јесу финансијски модалитетп измнрења обавеза у складу са одредбама Закона о облпгационим односима (Сл. лист СФРЈ бр. 57/89) и Закона о финансијском пословању (Сл. лист СФРЈ бр. 61790). којима је практпчно уређен правни институт цеспје потраживања. ..Уступање потражпвања (цесија) је уговор којим повернлац (уступнлац. цедент) преноси своје потраживање које има према дужнику (цесусу) на треће лице (пријемника. цесионара)... Цесијом се потражнвање ни у чему не мења. Оно прелазн са цедента на цесионара са оном садржнном какву је имало у односу између цедента и дужника”.[237] Са потраживањем на цесионара (пријемника) прелазе право првенствене наплате, право из уговора са јемцем. право на камату. хипотека залоге и уговорена казна.

Цесија је, према томе. уступање потраживања. У поступку цеспје. цедент (садашњп поверилац) склапа уговор са цесионаром (треће лнце) на кога преноси своје потражнвање према цесусу (дужнику). У послу цесије. дакле. ступају три лица: цедент. цесионар и цесус. У том контексту. цесија настаје када се цедент и цеспонар споразумно договоре о уступању потраживања чија се техника састојп у подношењу налога СДК. Цесус подноси налог за пренос којим се врши плаћање. а цедент подноси налог зља обрачун. Правно лице које је међусобне обавезе измирпло пребијањем, као и преносом хартија од вредности. дужно је да крајем месеца достави надлежној организацији за платни промет податке о измиреним обавезама.

За боље разумевање цесије илуструјемо пример[238] измирења обавеза цесијом. Стање међусобних обавеза и потраживања у пословним књигама

[237] Р. Мрдак, Уступање потраживања уговором (цесија), Економика 7–8/91. ст. 49.
[238] Ибидем, ст. 51–52.

цедента. цесионара и цесуса пре настанка цесије је следеће: (1) правно лице А (цедент) потражује од правног лица Ц (“цесуса) и има обавезу према правном лицу Б (цесионару), (2) правно лице Б (цесионар) има потраживање од правног лица А (цедента) и (3) правно лице Ц (цесус) има обавезу према правном лицу А (цеденту). Сада цесија настаје када цедент (А) и цесионар (Б) сачине уговор о уступању потраживања. Цесионар има према цесусу иста права која је цедент имао према цесусу до уступања. Цедент је дужан предати цесионару документацију о дугу коју поседује. Цедент одговара за наплативост уступљеног потраживања. али само до висине онога што је примио од цесионара, као и за наплативост камате и трошкова уступања и трошкова поступка против цесуса.

Код правне особе А затварање обавеза према добављачу Б и потраживања код Ц се врши након што се постигне споразум са цеснонаром о уступању потраживања. Крајем месеца правна особа А подноси налог за обрачун на терет и у корист свог жиро–рачуна.

Код правне особе Б затвара се потражнвање од купаца А (цедента) на основу споразума о уступању потраживања од цедента. Правна особа Б (цесионар) према правној особи Ц нема потраживања по основу малопродајног односа него са.мо по основу уступљеног потражпвања преко цесије.

Правна особа Ц (цесус), коначно. затвара у књигама обавезу према цеденту и отвара обавезу према цесионару (правној особи Б). као новом повериоцу. након што правна особа Ц (цесус) прими обавештење да је њена обавеза према правној особи А уступљена правној особи Б.

11) ЛИЗИНГ ПОСЛОВИ КАО СПЕЦИЈАЛНИ ОБЛИК ФИНАНСИРАЊА ПРЕДУЗЕЋА

Институционалне измене привредног и финансијског спстема обогатиле су механизам финансирања пословања фирми. У том контексту. лизинг послови (аранжмани), као савремени облик финансирања предузећа, јесу надопуна механизама самофинансирања и финансирања преко тржишта. Лизинг аранжмани у основи рефлектују давање у закуп опрему, непокретна добра, авионе, бродове. машине. возила и др. У ствари. ради се о најму покретних и непокретних инвестиционих добара. „Основна карактеристика закључивања лизинг аранжмана јесте да закупцу пружа могућност да не ангажује сопствена средства или туђа (кредити. зајмови, аванси и друго) за куповину опреме.

За њега се опрема амортизује у току експлоатације, а не на основу застарелости. Активни корисници лизинга су утолико више заинтересовани за његово коришћење, посебно када је у питању опрема, уколико се домаћим фискалним мерама дозвољава да закупнина која се плаћа за коришћену опрему, улази неопорезована у редовне трошкове производње (расходе пословања), што је посебно корисно за случај када је уговором о лизингу дато право куповине по истеку уговора у лизингу. Осим тога, корисник лизинга закупнину плаћа

из прихода, које остварује коришћењем опреме, док истовремено избегава губитке који могу настати у вези са застаревањем закупљене опреме, па тиме пребацује један од ризика на лизинг институцију."[239]

Лизинг послови представљају посебну срорму финансирања у коме се давалац лизинга, будући да вредност опреме превазилази инвестициони капацитет корисника лизинга.

Лизинг аранжмани. као специфични облици уговора о закупу, деле се на (1) директан лизинг, (2) индиректан лизинг, (3) лизинг без откупа остатка вредности опреме, (4) лизинг са откупом остатка вредности опреме, (5) лизинг између привредних субјеката у земљи, (6) лизинг између привредних субјеката из земље и иностранства, (7) лизинг који има рок важења више од једне године и (8) лизинг који има рок важења до једне године. Наведени облици лизинга, који су предмет закључивања уговора о лизингу. имају одређене карактеристике у практичној примени:[240]

1. Днректан лизинг настаје онда када се успоставља непосредан пословни однос између произвођача и даваоца опреме кориснику опреме на употребу (експлоатацију).
2. Индиректан лнзинг заснива се на посредовању лизинг организације између пронзвођача опреме и корисника лизинг опреме (прави лизинг). Посредничке лизинг организације купују и финансирају набавку опреме за своје кориснике уз обавезу плаћања закупнине.
3. Лизинг без откупа остатка вредности опреме јесте утоворни однос између даваоца лизинг опреме и корисника (закупца) лпзинг опреме у коме се назначава да се по пстеку лизинг рока не врши откуп вредности опреме.
4. Лизинг са откупом остатка вредности опре.ме заснива се на интересу н даваоца и нримаоца лизинг опреме које се уноси у уговор са прецизирањем вредностн остатка лизинг опреме.
5. Лизннг између привредних субјеката у земљи односп се на произвођаче пољопривредне опреме и грађевииске механизације који дају комбајне и кранове у лизннг коришћење.
6. Лизинг између привредних субјеката из земље и иностранства (међународни лизиниг аранжмани) јавља се код увоза савремене опреме. машина и уређаја из иностранства и код извоза опреме у земље у развоју.
7. Лизинг, који има рок важења до 1 године или дуже од једне године. јесте посао (аранжман) са различитим третманом, који се мора унети у елаборат о оправданости коришћења лизинга и сам уговор о лизингу.

Наведени лизинг аранжмани доносе техничко–технолошке и економско–финансијскепогодностидаваоцимализингопреме.посредницима.у лизинг пословима (специјализованим лизинг организацијама) и корисницима

[239] Б. Јовановић. Лизинг послови v функцнји финансирања предузећа, Финансијска пракса 1–22/90. ст. 68(1–690.

[240] Ибидем, ст. 682–683.

лизинг опреме (закупцима). „Техничко–технолошке погодности су велике у погледу брзине преношења савремене опреме од произвођача кориснику опреме, могућности да се та опрема замени још савременијом опремом у току века коришћења лизинг опреме, коришћења знања и услуга произвођача опреме у експлоатацији опреме, одржавању лизинг опреме од стране даваоца опреме и друго. Све наведене предности су испред непосредне куповине опреме.

Економско–финансијске погодности су такође веома значајне за кориснике лизинг аранжмана. Економске погодности коришћења огледају се у производно–вредносним елементима што су предности које пружају техничко–технолошке погодности: веће коришћење капацитета, обезбеђење пласмана производних ресурса и др. Финансијске погодности огледају се у могућности коришћења савремене опреме, без улагања дугорочних инвестиционих финансијских средстава која се могу користити у друге сврхе, отплате лизинг услуге на терет прихода који се остварују продајом продукта, коришћењем лизинг опреме и друго.

Лизинг послови са економског и финансијског аспекта имају одређене предности као и одређене мане у односу на систем самофинансирања инвестиционих добара и финансирања путем кредита. Самосрннансирање је израз могућности потпуног покрића куповине трајних добара сопственим средствима. а у садашњим условима привређивања представља изузетак јер акумулација није довољна (или је нема) да покриј.е растуће потребе за обновом. ревитализацијом и реконструкцијом постојеће опреме новом опремом и да обезбеди средства за залнхе и остале обавезе предузећа. Коришћење кредита за набавку нове опреме нема сигурну гаранцију. да ће се купљена опрема показати целисходном и оправдавајућом у току експлоатације. док се кредит мора вратити без обзира на ефекте које купљена опрема одбацује. То значи да иако лизинг аранжман (закуп) може имати нешто већу цену. та већа се цена компензује са већим ефектима који се стичу у односу на финансирање путем кредита или самофинансирањем.”[241]

12) ФОНДОВИ ЗА КРЕДИТИРАЊЕ

Фондови за кредитирање су посебан облик удруживања средстава акумулације у нашем финансијском систему за строго наменско финансирање.

У нашем финансијском систему постоје две врсте срондова за кредитирање,[242] и то: 1) фондови за кредитирање пласмана одређених производа и 2) фонд за кредитирање регионалног развоја.

Фондови за кредитирање пласмана срормирају средства на бази удруживања у привреди са циљем да се кредитира пласман одређених производа (на пример, пласман бродова и опреме). Разлог за срормирање

[241] Ибидем, ст. 683–684.

[242] Др М. Ћировић, Монетарно–кредитни систем, Савремена администрација, Београд. 1976. стр. 78.

ових сроднова лежи у интересу, пре свега, привреде, јер саме фирме немају довољно финансијских средстава да би купце кредитирале, а банке нису довољно заинтересоване да кредитирају одређене индустријске производе. Због тога је било потребно да се обезбеде наменска финансијска средства за кредитирање пласмана одређених пронзвода.

У групи ових фондова најважнију улогу имају фонд за кредитирање и осигурање извозних послова, фонд за кредитирање продаје опреме у земљи и фонд за кредитирање продаје трајних потрошних добара.

Фонд за кредитирање регионалног развоја има специјалан задатак да доприноси бржем развоју неразвијених крајева. Овај фонд је формиран 1965. године на нивоу Федерације. Разлог за његово формирање лежи, пре свега, у неједнаком економском развоју појединих подручја. Формирање фонда за кредитирање бржег привредног развоја недовољно развијених република и покрајина треба да допринесе трајнијем решењу финансирања привреде тих крајева, ради њиховог бржег развоја.

Раније. овај фонд је формирао средства кредитног потенцијала путем обавезних пореских уплата у облику камате на пословне фондове у привреди. да би се одобравали инвестициони кредити неразвијеним подручјима.

Од реформе финансирања фонда 1971. године, средства кредитног потенцијала формирају се путем обавезних зајмова. које уплаћују привредне организације. с тим да средства друштвене акумулације остају у фондовима предузећа и не отуђују се.

Према томе. овај фонд има стратешки значај у финансирању убрзаног привредног развоја у недовољно развијеним републикама и покрајини Косову. Средствима из овог фонда кредитнра се око једна трећпна свих привредних инвестиција у недовољно развијеним крајевима.[243]

13) ВРЕДНОСНИ ПАПИРИ

Вредносни папнрп појавплп су се у нашем економско.м систему као механпзам за финансирање проширене репродукције. које емнтују фирме у форми а) цертификата и б) обвезница.

Цертифпкати су вредносни паппри о удруженпм средствпма између фирми. који настају на бази заједничких улагања н по основу којих се учествује у дохотку предузећа која су издала цертификате.

Улагања по основу цертифнката се сматрају дугорочним финансирањем, јер рок враћања средстава по основу цертификата у заједничком улагању износи најмање 10 година.

Цертпфикате могу пздаватн привредне организације. Њих купују само банке и друге фнрме. Основни циљ емитовања цертпфиката јесте да се преко удруживања дође до финансијских средстава за финансирање проширене репродукције. Суштина је у томе што се тако прикупљена средства улажу

[243] Поред овог савезног фонда, постоје и регионалпи фондови појединих република за подстицање развоја недовољио развијених подручја.

у неки заједннчки посао. који је дугорочан. Економски интерес се састоји у томе што имаоци цертификата учествују у расподели оствареног дохотка, сразмерно својим средствима. у оној фирми која је емитовала цертифпкате и уложила средства у неки посао.

Обвезнице су врста вредносних папира које издају привредне организације са циљем да прикупе финансијска средства за финансирање инвестиција. Разлика између цертификата и обвезница је у томе што цертификати одражавају финансијске односе између фирми, који настају на бази заједничких улагања и кроз заједничку расподелу, а обвезнице представљају стандардни кредитни однос, што значи да се код издавања обвезница одређују камата и фиксни рокови повраћаја средстава.

Услови емисије обвезница су законом регулисани: минималан је износ средстава које треба да има фирма, која емитује обвезнице у свом пословном и резервном фонду. Максималан износ емитовања обвезница не може бити већи од укупних средстава у пословном и резервном фонду.

Код обвезница је обично камата фиксирана, док је код цертисриката принос варијабилан и зависи од величине оствареног дохотка.

Крајњи циљ узвођења ових вредносних папира био је потискивање пословних банака из сфере средњорочног и дугорочног кредитирања привредних организација. Идеја је била да се створи специфично тржиште вредносних папира на коме би се они могли по потреби претварати у новац — продајом другим фирмама.

14) КРЕДИТНО ФИНАНСИРАЊЕ

Кредит је имовинско–правни однос између два лица — кредитора и дужника, при чему кредитор (поверилац) уступа дужнику свој новац или робу за одређено време и под одређеним условима, док је дужник обавезан да уговором предвиђене обавезе регулише по истеку рока, тј. да врати позајмљени новац или робу, уз плаћање уговорене камате.

Кредит има два битна обележја: (1) обавезу враћања позајмљених средстава и (2) обавезу плаћања камате на коришћена средства. Иако се кредит регулише писменим уговором, уговор представља виши формални облик. јер се кредитирање регулише законским прописима и банкарским условима.

Кредит је. иначе. садржан у појму финансирања. и то као један од облика финансирања. У данашњим условима кредит је значајан извор средстава за финансирање проширене репродукције. Кредит се у привредном животу јавља у разним видовима. а подела се може извршити по више различитих критеријума, као што су: 1) кредит према облику у којем се даје — новчани и натурални, 2) кредит према економској намени — производњи и потрошњи, 3) кредит према употреби средстава – обртни и кредити за основна средства, 4) кредити према року враћања — краткорочни, средњорочни, дугорочни итд.[244]

[244] Др С. Комазец. др Ж. Ристић: Монетарне и јавне финансије, Чигоја штампа, Београд. 1997.

При овој подели кредита и њиховом дефинисању полази се од два основна критеријума: од монетарног критеријума и критеријума по срункцији кредита. Према монетарном критеријуму, посматрају се извори из којих средства потичу, а према критеријуму по функцији посматрају се намене за које се кредити користе.

А. Краткорочни кредити су намењени привредним организацијама ради омогућавања несметаног одвијања робног промета, и то оних добара која су стекла друштвено признање закљученом продајом. Овде се кредитно финансирање односи на робу коју је производиа организација већ продала, али у том моменту још није извршила наплату њене вредности. Кредит се. значи, јавља као извор додатне куповне снаге прометне организације да би исплатила купљену робу од произвођача.

Поред готове робе, предмет краткорочног кредитнрања могу бити и залихе готове робе и сировина. Према функционалном критеријуму могу се кредитно финансирати само оне залихе сировина за које постоје докази да ће се брзо претворити у готове производе које тржиште прихвата. Залихе готове робе кредитно се финансирају само у случају када се ради о сезонским производима, који се не реализују у одређеном континуитету.

Краткорочне кредите одобравају банке из средстава која су код њих депонована на основу депозита по виђењу и кредита које добијају од Народне банке Југославије. Оваквим кредитима се утиче на повећање количине новца у оптицају. Овим кредитима банке осигуравају фирмама додатна обртна средства која су им потребна за извршавање послова у целини. Поред тога, банка може одобравати и тзв. специјалне врсте краткорочних кредита који се разликују и по предмету кредитирања и по изворима средстава за ове кредите. У специјалне врсте краткорочннх кредита спадају кредити за финансирање залиха намењених извозу или потпунијем снабдевању домаћег тржишта.

Попут самофинансирања. и систем кредитирања има своје предности и недостатке.[245] „Примарна функција краткорочних креднта огледа се у томе што обезбеђује додатна новчана средства ради финансирања повремених потреба (најчешће залнха). односон ради одржавања текуће ликвидности пословања. Краткорочним кредитима предузеће премошћава временску дистанцу од момента продаје производа и услуга, до момента наплате краткорочних потраживања. У том временском пнтервалу краткорочан кредит супстнтуише властнта новчана средства која су практично дата купцима у роби и услугама. н о.могућава правовремену набавку репроматеријала. исплату личних доходака. законскнх и уговорних обавеза и слично. Када се изврши наплата краткорочних потраживања од купаца за продату робу и услуге. кредити се враћају зајмодавцима. Битно посебан значај за предузеће имају дугорочни кредити који се ангажују радп финансирања инвестиција у основна и трајна обртна средства (ТОС–а). Наиме. предузећа имају перманентно ангажована новчана средства за покриће залиха сировнна и материјала. недовршене производње и готових производа, која представљају трајна обртна средства за минималне тзв. „гвоздене залихе”. Ова средства представљају дугорочно

[245] Ибидем.ст. 282.

пмобплисана новчана средства, па њихови пзвори финансирања морају бпти дугорочни, као и извори за финансирање основних средстава, односно да потичу из властите акумулације и амортизације или из туђих дугорочних извора (кредита)... Повећано коришћење кредита (несразмерно) повећава финансијске расходе и смањује финансијски резултат предузећа по основу дпректних и евентуално индиректних трошкова. што има негативног одраза на акумулацију и репродуктивну способност предузећа... То значи да прибављање новчаних средстава путем кредита повећава директне трошкове пословања. односно одливања (губитка) дохотка предузећа по основу трошкова камата (ревалоризационпх и реалних)... Прекомерно коришћење кредита доводи предузеће у зависан и подређен положај према банкама и другим зајмодавцима... Већа задуженост туђим изворима средстава (кредитима) у финансирању, по правилу ствара већи ризик неликвидности предузећа. због раста обавеза плаћања према повериоцима".[246]

Б. Инвестициони кредити, према монетарном критеријуму, су кредити који се одобравају из средстава која потичу из раније створеног и распоређеног дохотка. То су дугорочни извори, из којих се средства користе за дугорочна улагања. Према срункционалном критеријуму, инвестициони кредити су намењени за финансирање трајних обртних средстава и основних средстава. Према томе, инвестициони кредити потичу из средстава раније акумулације и морају бити намењена трајним улагањима у процесу рада и развоја. Инвестиционе кредите одобравају основне банке према прописима инвестиционог кредитирања. Корисници ових кредита могу бити предузећа, друштвено–политичке заједнице, друштвени фондови и друга правна лица, а могу бити и физичка лица — грађани. То су оне категорије грађана које се баве одређеном привредном делатношћу као, на пример, занатство.

Инвестициони кредити за основна средства у принципу се уговарају путем конкурса. Тиме се осигурава принцип селекције тражилаца кредита на основу економских мерила. У конкурсу се, поред кредитне способности, прописује обезбеђење кредита, затим се наводи начин подношења захтева, документације и рок подношења захтева.

Ц. Потрошачки кредити потичу из акумулираних средстава штедње ако их одобравају банке, и из сопствених средстава, ако их дају привредне организације. Према томе, ове кредите одобравају банке и предузећа. Према функционалном критеријуму. ови кредити су намењени поторшачима грађанима, ради финансирања финалне потрошње. Потрошачке кредите могу користити искључнво грађанска лица, крајњи потрошачи. и то у одређеној сразмери са њиховом могућношћу отплаћивања.

Потрошачки кредити стварају додатну куповну снагу на тржишту. што доприноси убрзавању реализације произведене робе са срачунатим ефектима у области производње. То значи да потрошачки кредити представљају значајан елемент привредних кретања и инструменте економске политике.

Д. Улога и функција кредита. Креднт у нашем систему има улогу регулатора процеса друштвене репродукцпје. Опредељен је потребама

[246] Ибидем.ст. 282–298.

привреде, а условљен самосталношћу у процесу одлучивања. На кредит се гледа као на потребу рационалног и ефикасног коришћења свих расположивих средстава, помоћу којих друштвена заједница усмерава развој друштвене репродукције.[247]

Кредит има у друштвеној репродукцији важну функцију, јер омогућује ликвидност и континуитет у производњи, што утиче на равнотежу робноновчаних односа. Са економског гледишта, кредит има мобилизаторску функцију која се састоји у мобилизацији свих новчаних средстава која стоје у привреди. Таква средства се прикупљају путем штедње и усмеравају се на финансирање процеса друштвене репродукције, као и за задовољење других потреба.

Кредит, такође. има врло снажан утицај и на развој економских односа са иностранством. У овом случају, путем краткорочних кредита обезбеђују се потребна обртна средства за континуитет у производњи тако што се финансирају извозноувозни послови све до момента наплате. На крају, кредит код нас има посебан значај у развоју привредно неразвијених крајева. Преко фонда Федерације кредит убрзава развој у тим крајевима, јер допуњује недостатак сопствене акумулације. Сличну функцију кредит има и у међународним економским односима, где нма одређену улогу у финансирању недовољно развијених земаља.

Е. Услови кредитирања. У услове кредитирања спадају: 1) услови које тражилац кредита мора да испуни да би закључио уговор о кредиту и 2) услови кредита који се уговарају. Услови које тражилац кредита мора да испуњава да би се закључио уговор о кредиту су: кредитна способност, ликвидност и обезбеђење средстава за финансирање преко посла.

Пре закључења уговора о кредиту. дужност банке је да утврди кредитну способност тражиоца. а то је способност враћања кредита о року. То је законска обавеза банке. иако закон не прописује начин утврђивања кредитне способности тражиоца кредита. јер је то ствар саме банке. Због тога, банка има овлашћења да од тражноца кредита тражи одговарајућу документацију. из које се могу видетп све потребне чњенице о кредитној способности.

При закључивању уговора о краткорочном креднту потребно је да тражилац кредита испуни и другн услов. а то је лпквидност. То значи да се не може закључити уговор о кредиту са фирмом. која ннје ликвидна и чија су доспела потраживања старија од 65 дана.

Услови за давање поједпних врста кредита утврђују се у посебним споразумима о удруживању средстава у оквиру банке. Ти услови се утврђују. такође и у актима банке. који се доносе у складу са средњорочним плаиовима развоја. Изузетак су услови за потрошачке кредите. које прописује јединствено друштвено–политичка заједница. Услови су: рок враћања кредита, камата на кредит, сопствено учешће у креднту, начин коришћења кредита и друго.

[247] Др М. Матејић и др М. Јовановић. оп. цит. ст. 36.

3. ФИНАНСИЈСКИ МАРКЕТИНГ

Финансијски маркетннг имплицира проблематику прикупљања (мобилизације), концентрацију, дистрибуцију и алокацију финансијских ресурса (новчаних средстава). Ангажовање новчаних средстава за финансирање производно–прометног сегмента репродукције базна је претпоставка за остваривање целокупног пословног циклуса „од почетка до краја”. Стога је финансијска функција важна пословна функција предузећа која осигурава континунтет финансијског алиментирања целокупног процеса проширене репродукције. Ова важност проистиче из непобитне чињенице да понуда н тражња новчаних средстава предодређује финансијску равнотежу и стабилност привредних субјеката у области производње и промета. У основи ради се о микроекономској равнотежи и стабилности.

Финансијски маркетинг је интегрални део финансијске функције предузећа. У том контексту, маркетинг концепт је изузетно важан за организацију финансијског пословања предузећа, пошто је маркетиншки приступ у финансијском пословању иманентан робно–новчаној привреди и тржишној конкуренцији. Основни циљеви и задаци финансијске функције рефлектују се кроз прибављање финансијских средстава за нормално и континуирано одвијање пословног процеса предузећа, кроз рационално и ефикасно коришћење новчаних средстава, и кроз контролу средстава у кружном току новца. Из ових циљева и задатака финансијске функције деривирају се задаци финансијског марактинга, који се односе на прибављање финансијских средстава, на финансијско управљање новчаним средствима и на усмеравање финансијских из екстерних и интерних извора. У ширем контексту, задаци финансијског маркетинга распростиру се до потребе израде плана потребних средстава, утврђивања рокова, намена и извора средстава, наменског улагања у процес репродукције, враћања уложених средстава, наплате доспелих потраживања, праћење прилива и одлива новчаних средстава, пласирања вишка прилива средстава, изналажења допунских извора за рекомпензацију дисрепанце између већег одлива и мањег прилива, испитивања правилности финансијског пословања, праћења промена на тржишту новца и капитала. и колебања девизних курсева и каматних стопа, финансијске евалуације рентабилности пословања (употреба новца. капитала и хартија од вредности). оцене промена финансијске структуре предузећа, усмеравања циркулације финансијских средстава, одржавања ликвидности и солвентности предузећа, оцењивања инвестиционих пројеката, оцене ризика, анализе добити итд.[248]

[248] P. Howelss i K. Bain, Financial Market and Institution, Harlow, Longman, 1990.

Изналажење извора финансирања јесте важан проблем финансијског маркетинга, пошто они могу бити или „потицати” из финансијског окружења, из реализације залиха, полупроизвода и готове робе (трансформација расположивих средстава у тзв. ликвидна средства) и из акумулације и амортизације. Овај проблем је потребно разрешити због тога што је императивно детерминисати однос између политике и финансирања сопственим средствима и политике финансирања туђим средствима. Однос између интерних и екстерних финансијских ресурса од пресудног је значаја за стабилност и виталност финансијске политике предузећа, за политику ликвидности и за стратегију дугорочног развоја. Самофинансирање рефлектује политику јачања сопствене финансијске снаге предузећа на принципу диверсификације пословне структуре и димензионирања програмиране величине предузећа и његове производне снаге. У начелу, тржиште детерминише границу самофинансирања и утиче на рентабилитет пословања предузећа сопственим средствима. Зато финансијска политика предузећа мора водити рачуна да не повећава осетљивост предузећа на коњунктурна колебања и на тржишне осцилације, које доприносе неесрикасној алокацији инвестиционих ресурса. Финансијски маркетинг зато мора да планира разво) самофинансирања на принципу тржишне регенерације сопствених средстава деривираних из растуће тржшпне реверифнкације добптн.

Финансијски маркетннг предузећа мора посебно да респектује финансирање туђим средствима. нарочито у условима високе и растуће инфлације и високе и растуће каматне стопе. Кад то истичем имам у виду да је располагање туђим ресурсима лимитирано временом и условима добијања и враћања екстерних средстава. А ти проблеми су повезани са политиком ликвидности кориснику туђих средстава. са евентуалним негативним импликацијама на текуће пословање и контннуитет производног процеса. Јер, нестабилнн услови привређивања. који су н оптерећени високом инфлацијом нндуцирају опадајућу тенденцију дугорочних извора у укупним финанснјским средствима и растући квантум краткорочних извора у пасиви. Тиме се постепено деградира Финансијска структура. што са растућим каматама повећава трошкове финансирања. Растуће камате и растући трошкови финансирања уводе проблем постепеног скраћивања рокова амортизације средстава узетих из дугорочних извора. У таквнм условима предузеће се излаже све већим ризицима цене капитала. поготову у условнма недостатка трајних обртних средстава и перманентног опадајућег учешћа привреде у укупној новчаној маси. А када се на то надовеже и предузетнички ризик и ризик од редуцнраних могућности наплате потражпвања на основу реалнзације робе н услуга на тржишту. онда се отвара проблем неутралисања ризика. проблем „пребацпвања” ризика и проблем покрпћа ризика. Финансијски маркетннг у таквнм околностима прима нови задатак: да ствара резервне фондове за покриће ризика, да претвара ризике у трошкове пословања, да плаћањем премија „преводи ризик на осигуравајуће институције и да претвара краткорочне у дугорочне кредите (са очекиваним инфлационим топљењем садашњнх каматних трошкова).

У условима спровођења полптике скупог новца.[249] финансијскп маркетинг имплицира усклађнвање набавке и продаје. усклађивање прилива и одлива новчаних средстава. и усклађпвање робних и финансијскпх токова предузећа. Финансијски маркетннг настоји да прикупља новчана средства у складу са планом потребних средстава. која се једним делом трансформишу у материјална средства. док се својим другим делом користе за текућа плаћања. Финансијски маркетинг усмерава прикупљена новчана средства финансијским планирањем н дистрибуцијом средстава с цпљем да се повећа и убрза обрт средстава. прошири обим производње и днверсификује план продаје. Он. дакле. следи све актнвности које су повезане са кружним током кретања основних и обртних средстава.

Финансијски маркетинг предузећа имплицира, по мом мишљењу, пет инстанци. У првој инстанци активност је сконцентрисана на проблематици утврђивања квантума расположивнх новчаних ресурса и на планирању новчаних средстава, пшто у основн рефлектује финансирање у ужем смислу. Финансијски маркетинг предузећа динамизнра финансијску функцију. дајући јој актпвну н мобилизаторску улогу у процесу креирања и спровођења развојне политике предузећа. Акценат се, дакле, ставља на финансијско планирање у оквиру чије делатности битишу израђени програми финансирања и планови осигуравања средстава по утврђеној динамици у складу са кружним кретањем средстава (кретање средстава рада, предмета рада и резултата рада, прилива и одлива новчаних сред става).

У другој инстанци прибављају се новчана средства за стандардно финансирање предузећа, односно за текуће пословање. Ради се у основи о перманентним проблемима финансирања, односно о бризи за новчана средства за обртна средства, јер од овог сегмента циклуса финансијске функције највише зависи одвијање нормалног тока пословања (пословни успех) и финансијски резултат предузећа. Но, овај ток управо имплицира успостављење „чврсте" контроле управљања залихама како би се потребна новчана средства кретала у тзв. зони ниске тражње, поготову у условима високе инсрлације и високих каматних стопа. То је врло важно због тога што способност плаћања обавеза по издатим инструментима (и способност плаћања у законском року) инкорпорира средњерочно усклађене планове набавке и продаје, планове прилива и одлива новчаних средстава, и планове наплате и исплате, уз ригорозну контролу дотичних планова од које зависи правовремена интервенција у процесу уравнотежавања новчаних токова (прилива и одлива). Овакав приступ. надаље, имплицира рационалну политику набавке и есрикасну политику контроле залиха како би се осигурала економија средстава и континуитет производње. Нормирање залиха (и есрикасна контрола залиха) мора са своје стране бити повезана са проблематиком расподеле како би се стимулисао обрт залиха изнад планираног коефицијента. О томе треба посебно водити рачуна у привреди у којој је изузетно низак коефицијент самофинансирања и хипертрофиран кредитни однос са високим каматним оптерећењем. Финансијски маркетинг. у том контексту. излаз види у одабиру

[249] К. Ујчић, Анализа финансијске ситуације, Економски преглед, 10–11–12/90.

најповољније варијанте удруживања средстава или заједничких улагања, која обезбеђују — средњорочно и дугорочно планирање, конкретизује финансијску политику предузећа у процесу дефинисања потреба у новчаним средствима, прибављања финансијских средстава, коришћења интерних и екстерних ресурса, тржишног усмеравања средстава и рационалне алокације ресурса.

Трећа инстанца финансијског маркетинга фактички инкорпорира проблем финансирања, као трајни задатак финансијске функције предузећа унутар које финансијски маркетинг инсистира на изналажењу оптимума потребних средстава за текуће пословање (по обиму, структури и динамици) и на истраживању рационалних извора средстава за инвестиције.[250] У овом контексту, задатак је финансијског маркетинга да анализира: (1) изворе средстава (пословни фонд, удружена средства, краткорочни кредити, кредити за обртна средства, девизни кредити и сл.), (2) текуће обавезе (обавезе по меницама, добављачи, инострани партнери и др.), (3) новчана средства (жиро–рачун, менице, чекови, остала новчана средства, купци и остала потраживања), (4) залихе (материјал, сировина и готова роба), итд. То је потребно чинити због тога што је веома важно сагледати да маса расположивих и коришћених обртних средстава не достигне ниво укупног прихода, да коефицијент обрта средстава не буде изузетно висок. да неангажована средства изван функције закономерно не расту, да краткорочни кредити не постану предоминантни облик ангажовања банкарских средстава. да „блокирана" обртна средства у залнхама континуелно не расту, да перманентно задуживање не репрезентује „излаз" из беспарице (неликвидности), да трошкови камата не постану баласт, да обнављање обртних средстава на растућим „новчаним" ценама не угрози пословање и развој предузећа, итд.

У четвртој инстанцн разрешава се карактеристичан проблем финансирања залиха готових производа и купаца, преко кога се успоставља координација финансијске и комерцијалне функције. У том склопу. пажњу треба обратити на продају роба на кредит (робни кредит) међу корисницима друштвених средстава (на основу Закона о осигуравању плаћања између корисника друштвених средстава). и на тзв. потрошачке кредите за продату робу грађанима. Кад то истичем. имам у виду да се дотични кредити могу одобравати из сопствених слободних новчаних средстава. из прнбављених средстава путем кредитног механизма, из удружених средстава. из иностраних извора н сл.. штоп отвара проблем обрачуна камата са становишта номиналног и реалног нивоа. Камата је претешки проблем за финансијски маркетинг предузећа. пошто рационалну политику номнналних и реалних каматних стопа у хиперинфлацпоној еуфорнји није адекватно решио ни банкарски и монетарно–кредитни систем.

Коначно. у петој ннстанци карактеристнчна је проблематнка враћања позајмљених финансијских ресурса како би се очувао потребан ниво ликвидности и солвентности. У том контексту, финансијски план треба да предвиди потенцијална средства за повраћај доспелих финанснјских обавеза

[250] Ch. K. Coe. Public Financial Management, Englewood Cliffs, Prentice Hall. 1989.

у виду кредита. док финансијска политика треба да сагледа рационалност и оправданост обнављања краткорочних кредита. конвертовања краткорочних кредита у дугорочне кредите и услова кредитирања са фиксном или варијабилном каматом и са фиксним роковима доспећа. У условима инфлације од посебног је значаја могућност спречавања формирања дужничке добити и претварања дохотка повериоца у дужничку корист.

У том контексту, маркетиншка анализа финансијске ситуације има за задатак да установи правила игре у финансирању обртних средстава како би се оснажила ликвидност предузећа. која се опсервира са становишта креирања ликвидности из финансијског резултата, употребе обртних средстава и враћања кредита за обртна средства. Финансијски маркетинг треба, исто тако, да анализира финансијска улагања у обртна средства. Финансијски маркетинг треба. исто тако, да анализира финансијска улагања у обртна средства и ефективност појединих извора средстава (сопствена, кредитна и зајмовна) у односу на остварене резултате пословања. Испитивања извора финансирања треба да иницира одговор на питање како се финансира повећана пословна активност предузећа и како се „развија" величина сопствених улагања за будуће инвестиције.

Савремено финансијско управљање обртним средствима јесте важан сегмент финансијског маркетинга предузећа у срункцији повећања есрикасности ангажованих новчаних средстава, одржавању нивоа потребне ликвидности и стабилности финансијске ситуације. Финансијски маркетинг предузећа у процесу коришћења финансијских средстава посебно треба да води рачуна о усклађивању сопствених и позајмл;ених средстава, о усклађивању извора по рочности, и оцени финансијског положаја пословног партнера.

Савремени трендови у економским односима према управљању предузетном финансијском функцијом претпостављају знање и информисаност у економији новца. Стручно вођен финансијски менаџмент тендира остваривању финансијских добитака кроз максимизацију есреката употребе финансијских средстава и редукцију финансијских ризика.

У савременом свету кретање капитала постало је пропулзиван фактор економије. пошто годишњи промет капитала од 100 билиона долара увелико надилази светску трговину робом и услугама од 2,5–5 билиона долара. Таква финансијска снага постаје све више аутономна сила која се постепено одваја од робних токова. Аутономно кретање новца и капитала сада прате нестабилни (флуктуирајући) девизни курсеви и каматне стопе; што значајно утиче на конкурентску позицију предузећа на иностраном тржишту и на цену коштања производа.[251]

Захваљујући развоју рачунарске технологије, финансије постају важан фактор микроекономије посредством финансијских иновација и диверсификације финансијских инструмената (депозитни цертисрикати. NOW рачуни, аранжмани о рекуповини обвезница, СВИП–депозити, заједничка средства новчаног тржишта, овердрафт рачуни и кредитне картице). којима

[251] Б. Еванс и Б. Берман, Маркетинг, Економика, Москва, 1990.

се може трговати и манипулисати у процесу заштите од ризика. У условима високе инфлације. високих каматних стопа и високе депрецијације националне валуте, управљања пословним финанснјама постаје стожер интегралне пословне стратегије. Финансијско одлучивање, самим тим. постаје све сложеније, поготову ако финансијска функција инклинира профитерској максимизацији.

Планирање потребних средстава за сЈшнансирање текућег пословања и развоја, прибављање финансијских средстава под најповољнијим тржишним условима, ефикасна дистрибуција новчаних ресурса и рационална алокација ресурса репрезентују маркетиншки конципирану финансијску функцију предузећа која је пословно оријентисана искључиво ка бизнис финансијиским операцијама на домаћим и међународним тржиштима новца, капитала и хартија од вредности. Савремене методе куповина и продаја роба и услуга мора да следи финансијски маркетинг због тога што међународна конкуренција развија нове методе финансирања, које редукују трошкове употребе средстава и модернизују с]зинансијско пословање.

Маркетиншки концепт финансијског пословања предузећа по правилу „не трпи" претерано децентрализовани модел управљања финансијама. Разлоге видимо у бројним слабостима предимензиониране децентрализацше Koje се испољаваЈу кроз териториЈализациЈу новчаних токова предузећа. повећање трошкова платног промета, мултипликацију жиро–рачуна, смањивање коефицијента обрта новчаннх средстава, некоришћење ефеката економије величине (обима) средстава (концентрацију ресурса), повећање трошкова финансирања репродукције, деградирања плана новчаних средстава, итд. Мултинационалне и транснационалне компаније у савременом свету напустиле су. стога, децентрализовани метод и окренуле су се потирању централизације финансијске функције, чије се предности огледају кроз смањење трошкова финансирања, концентрацију финансијских средстава, ефикаснију политику заштите од финансијских ризика, успостављање контроле над алокацијом акумулације, елиминисање преливања профита. Централизовано фгшансирање преко модерне рачунарске технологије омогућава електронску комуникацију између финансијских центара и контролу над финансијским токовима без организационе децентрализације. Такав приступ финансијском маркетингу био би користан и за нас, поготову уколико желимо да рационално организујемо финансијски инжењеринг и планирање cash–fllowa на „врху" предузећа.

Финансијску функцију. у том контексту, треба организовати у форми — профитцентра. а не као сервисну службу за управљање финансијама. Такав профитцентар може да послује на принцппу привредног рачуна са дифузијом иновационе финансијске технике. Само тада се може остварнти зарада по основу коришћења финансијских иновација, које повећавају ефикасност финансијске функције предузећа и дисперзирају пословну активност. Увођење информационнх техника у процесу финансијског менаџмента допринело је развоју тзв. научног медија у финансијској структури предузећа. Ради се о развоју електронског новца и о електронском управлзању финансијским операцијама (диспонирање расположивих финансијских средстава.

евиденција и обрада кредита. пласмана, доспећа и трошкова финансирања. вођење дужинчко–повернлачких односа, оцене инвестиционпх пројеката, електронско комуницирање са банкама н берзама новца. банка података о купцима, добављачима. повериоцима и дужницима итд.). Компјутеризација финансијског пословања јесте фундаментална претпоставка савременог управљања финансијском функцијом на маркетиншком концепту.[252]

Али. за такав приступ сЈншанснјском маркетингу потребни су савремени финансијски кадрови у виду тзв. финансијскнх менаџера који су оспособљени за управљање новчаним средствима, инвестицијама, кредитима, каматним ризицима. иновацијама и финансијским инструментима на финансијским тржиштима (као што су свопови. колари. капори, NIF, STRIP, ICON, ZEBRA, NRV, FIPS. срормард своп опција. опције, фјучерсн, терминске трансакције итд.) у условима растуће финансијске дерегулације и реприватизације. Електронска револуцпја, дакле. модификује наслеђени модел управљања финансијама, јер савременн свет тежи аутоматизацији сјшнансијске срункцње предузећа. Телекомуникациона технологија већ обезбеђује инфраструктуру за нови финансијски маркетинг, као катализатора финансијског предузетништва и акционарства.

4. ФИНАНСИЈСКО УПРАВЉАЊЕ И ОДЛУЧИВАЊЕ

Финансијско управљање подразумева управљање на основу финансија, што се испољава као утицај на рад, пословање, и целокупан развој помоћу расположиве количине новца.[253] Овај утицај на рад, пословање и развој путем новца у нашем самоуправном систему испољава се у одлучивању о добити.

Ово произилази у првом реду из Устава и других законских прописа, према којима су радници носиоци стварања, усмеравања и контроле новчаних токова и то у самом предузећу и између предузећа. па све до плаћања у међународним односима.

У конкретној привредној организацији створити систем финансијског управљања значи, пре свега, утврдити и дефинисати финансијску политику као полазиште. Ако се финансијска политика схвати као свесно и стваралачко одлучивање о основним финансијским циљевима, онда треба упоредити делове финансијске политике, а то је финансијска стратегија, финансијска тактика и финансијска структура. Не улазећи у дубљу анализу, ваља истаћи да у систему финансијског управљања доминирају финансијска начела:

[252] Ph. Kotler. Marketing Management Prentice–Hall. N. Jersy. 1990. i McCarlly i W. Percaull. Basic Marketing, Irvin. Homcwood. Boslon. 1990.

[253] Др J. Ранковић, оп. цит.

рационално финансирање, ликвидност, сигурност, рентабилност, удруживање средстава итд.

Финансијско управљање је у уској корелацији са финансијским одлучивањем.[254] Одлучивање је, заправо, део и саме активности вођења финансијске политике, затим планирања, организовања и координације и то не само када се ради о основним проблемима услова рада и живота радника који удружују рад. него и када се ради о основним питањима целе организације као система. Финансијско одлучивање. поред свог стваралачког карактера, има и стручни значај. У финансијском одлучивању, као и у одлучивању уопште, има више димензија. Ту су у првом реду изворне основне и изведене одлуке, при чему се може говорити о тројним одлукама основне финансијске политике, о одлукама у оквиру развојне финансијске политике и сл.

Финансијско одлучивање се по правилу темељи на одређеним начелима, као што су начело рационалног финансирања, начело рентабилности, начело сигурности и начело ликвидности. Начело рационалног финансирања имплицира прибављање финансијских средстава најповољнијом комбинацијом сопствених (интерних) и туђих (екстерних) ресурса. Начело рентабилности имплицира улагања финансијских средстава у оне економске послове који највише увећавају уложена средства, док начело сигурности подразумева улагање финансијских ресурса у економске послове који обезбеђују најсигурнији повраћај уложених ресурса уз најнижи ниво ризика.[255] Најзад, начело ликвидности имплицира способност предузећа да расположивим финансијским средствима (ресурсима) у сваком временском тренутку удовољи доспелим обавезама плаћања, пошто се ликвидност у ужем смислу мери односом прилива и одлива новчаних средстава. Но, за финансијску политику важна је и тзв. финансијска снага. која репрезентује свеукупност финансијских односа који проистичу из рационалног прибављања. коришћења и враћања финансијских средстава и који се остварују на начелима рентабилности, сигурности и ликвидности.[256] Финансијска снага предузећа и јесте трајна способност финансирања и плаћања. и очувања и повећања имовине.[257]

1) СТРАТЕГИЈСКО УПРАВЉАЊЕ

Етапе развоја економије обележавају историју људског друштва. За сада су познате три фундаменталне етапе развоја економије, и то:[258] (1) прва етапа развоја економије у периоду 1776–1873. год., (2) друга етапа развоја економије у периоду 1873–1970. год. и (3) трећа етапа развоја економије у периоду од 1970–тих година па све до данашњих дана. У првој етапи

[254] Др В. Зеремски, оп. цит.
[255] Др Д. Словић,. Биланс и пословне финансије, Економика, Београд. 1990,
[256] J. Ковачевић. оп. цит, ст. 348..
[257] Др .J. Родић и др J. Марковић, Пословне финансије, Савремена администрација, Београд. 1982. ст. 44.
[258] Др Н. Фигар, Стратегијско управљање, Пословна политика, фебруар 1993. ст. 25–32.

развоја владала је „страховлада" теорије и политике laisser–faire економије. У другој етапи развоја господарила је теорија и пракса економије благостања (у царству кејнезијанизма). У трећој етапи развоја завладала је горостасна теорија и пракса менаџерске економије (са егзалтираним монетаризмом). Но, н ову последњу (трећу) етапу развоја економије. у којој је загосподарпла тзв. менаџерска економија. карактеришу три, међусобно различите. етапе развоја.[259] Прва етапа развоја менаџерске економнје трајала је све до 1970. год. То је период развојних скокова у коме је доминирао менаџмент оперативе над менаџментом прилагођавања и менаџментом развоја. Друга етапа развоја менаџерске економије траје од 1970. год. То је период континуираних промена са интензивнрањем менаџмента прилагођавања. Трећа етапа развоја менаџерске економије траје од 80–тих годнна. То је период флексибилног прилагођавања н стратешког понашања. Овај период карактерише појава новог облтжа менаџмента у форми тзв. Management by Chaos (управљање помоћу хаоса). „Management by Choas илн управљање иомоћу хаоса није никакав захтев за нередом. алп ни за старпм. уобичајеним редом ради реда. Он захтева прелаз са затечене ситуацнје. која је уређена на стари начин. на нови — на други начин. Тај нови менаџмент којп у хаосу види шансу за деловање (Management by chances), којп је. уместо конкурентске, спреман на стратешку борбу н који. уместо залиха производа. ствара залнхе стратегија назива се предузетнички менаџмент.[260] У том контексту. предузетништво се опсервира као технологнја понашања која се базира на антицнпирању шанси, преузимању ризика н свесном иницирању промена. У том амбијенту. и стратегијско управљање предузетничком економнјом постаје дуготрајан процес прнлагођавања предузетничке економије (бизниса) окружењу и њеног деловања на околину. Стога. стратегијско управљање инкорпорира стратегијску анализу. стратегијски избор и стратегијску промену.

Стратегијска анализа фундирана је на тзв. SWOT анализи, односно на анализи моћи (strengths), слабости (weakneses), шанси (opportunities) и опасности (threats) по пословни субјект. Као таква, она мора претходити програмској, власничкој и организационој трансформацији, али и трансформацији метода управљања. Тек тада на основу стратегијске анализе ваља формулисати мрежу, односно залихе стратегија са прецизним описивањем свих карактеристика предузетничких стратегија и за избор најповољније стратегије. Стратегијски избор у процесу стратегијског управљања представља важан моменат у паралелној програмској, власничкој и организационој трансформацији.

Но, и предузетничка стратегија има своје карактеристике. које фактички одређују друге стратегије, и то: (1) Предузетничка стратегија, „бити први и, истовремено, најбољи", (2) Предузетничка стратегија „креативна имитација" и (3) Предузетничка стратегија „предузетничко чудо".

---

[259] Ибидем, ст. 28.
[260] Исто. ст. 28.

Оперативна полуга	Продаја 5000000 Мање: Трошкови продате робе 2500000 Продајнп. административни и 1500000 општи задаци Укупни оперативнн трошкови 4000000 Добпт пре камате и опорезивања (ЕБИТ) 1000000
Финансијска полуга	Мање: Трошковн камате 250000 Добпт пре камате (ЕБТ) 750000 Мањс: Порези на доходак (стопа 407г) 300000 Добпт по опорезпвању (ЕАТ) 450000 Мање: Дивиденде на преференцпјалне акције 150000 Приходп на располагању обичннм акционарпма 300000 Приходп по акцијн (ЕПС) — 100.000 акцпја 3
Ревпдпранп формат биланса стања	
Оператпвна полуга	Продаја 5000000 Мање: Варпјабилнп оперативнп трошкови 3000000 Фиксни оперативнн трошкови 1000000 Укупни оператпвнп трошковп 4000000 Добит пре камате н опорезивања (ЕБИТ) 1000000 Мање: Фиксни трошкови капитала (камата) 250000
Финансијска полуга	Добит пре опорезивања (ЕБТ) 750000 Мање: Порезп на доходак (променљиви) 300000 (стопа 40%) Добит по опорезивању (ЕАТ) 450000 Мање: Фиксни трошкови капитала 150000 (дивиденде на акције) Приходи на располагању обичним 3000000 акционарима Приходи по акцији (ЕПС) — 100.000 акција 3

Предузетничка стратегија „бити први и, истовремено, најбољи” циља да освоји водећу позицију по сваку цену, али не и дбминантну позицију на тржишту или новој грани привреде. Ова стратегија тежи да створи предузеће које ће „доминирати” тржиштем квалитеотм, ценом и пословним услугама, а не количином (нити великим предузећем). „Доминација се не мора постићи производњом новог производа, већ то може бити комбинација производа који се већ и производе, а која за кориснике представља нов начин пословања, нов начин подмирења потреба, економичнији начин и сл.”[261] Избор предузетничке стратегње „бити први и, истовремено најбољи” имплицира (1) јасан циљ пословног субјекта, (2) прецизну анализу моћи, слабости, шанси и опасности, (3) мобилизацију целокупну палету ресурса и (4) континуирање настојање да се сачува водећа позиција. У процесу раста тражње стратегија снижења цена представља ефикасну меру заштите од конкуренције. с тим што пословни субјект свој производ чини превазиђеним и застарелим (а не конкуренција). Због тога. стратег предузетничке стратегије „бити први и. нстовремено. најбољп” мора постати континуирани предузетник.

Предузетничка стратегија „креативна имптација” подразумева преузимање нновација (оригпнала) од других (и конкурената) са додавањем новог постојећој. затеченој креацији. Тиме се жели да оригинални производ постане економичнији са чвршћом позпцијом на тржншту. са новим каналнма дпстрибуције и са потпунијим задовољавањем постојеће тражње

[261] Ибидем. ст. 29.

без стварања нове. Нови креатори — имитатори додају нешто оригинално производу. које првобитни иноваторн нису створили. у складу са захтевима потрошача. Предузетничка стратегија „креативна имитација" увек отклања било који недостатак оригиналном производу, али са мање ризика у односу на предузетничку стратегију „бити први и. истовремено, најбољи". Но. таква стратегија никада не тежп да сурогату додели марку стандардног производа нити да имитацију прогласи оригиналом. Јапан је ту изузетно познат као највећп светски „креативни имитатор". који никада реномиране туђе производе не представља као своје.

Коначно. предузетничка стратегија „предузетничко чудо" репрезентује стратегију која користи приврженост навнкама у понашању и која је увек концентрисана на тржиште. У том контексту. Фигар истиче:[262]

1. Прва навика заснива се на сленгу ..NOT INVENTED HERE". а означава неприхватање нечег новог од стране предузећа зато што није то ново пронађено у самом предузећу или у његовој земљи. Нарочито је изражено у условима доминације политике над економијом.
2. Друга тенденција је да се „скине кајмак" са тржишта. односно да се оствари висок профит на једном његовом сегменту и за кратко време, што представља нарушавање елементарних менаџерских н економских правила. Зато се увек таква стратегија кажњава губитком тржишта, у нормалним условима привређивања. У условима инфлације континуирано се користи, чак и као једина стратегија.
3. Следећа лоша навика је „BELIEVE IN QUALITY" (веровање у квалитет). Произвођачи, обично, мисле да је производ квалитетан зато што га је тешко произвести и што много кошта. Међутим, квалитет је оно што купац од производа добија и што је спреман да плати.
4. Четврта лоша навика, слична навици „скидање кајмака" је остваривање високог профита путем „премијских (високих) цена", цена које су високе још у фази увођења производа на тржиште. Она скоро увек отвара врата конкуренцији која жели да примени „предузетнички чудо".

У пракси, пак, стратези предузетничке стратегије „предузетнички чудо" пројектују производ за конкретно тржиште, односно тржишни сегмент да би преузели водећу позицију и стекли дефинитивну доминацију. На тржишту, етаблирани хитери не реагују на неочекивани неуспех или успех. Попут доброћудног монополисте снижава цене пре својих конкурената, оптимизира а не максимизира тржиште, и чини свој производ застарелим у фази његове зрелости и у фази засићености производом.

[262] Исто, ст. 31.

2) УПРАВЉАЊЕ НОВЧАНИМ СРЕДСТВИМА ФИРМЕ

У стратегији управљања новчаним средствима. односно готовином. фирме се обично држе за принцип рентабилности и принцип ликвидности, као кључних принципа финансирања. Принцип рентабилности имплицира остваривање максималних резултата минималним улагањима. док принцип ликвидности подразумева извршавање обавеза на време. У политици раста фирме оба принципа треба да доведу до стварања поверења код пословних партнера и имица у тржишном привређивању. „У управљању готовином уз неопходно поштовање поменута два принципа предузеће може да дође у искушење дајући предност једном од њих. Искушење настаје због тога што су ови принципи у одређеној мери међусобно супротстављени. Наиме, ако предузеће максимално срорсира рентабилност и због тога прекомерно ангажује резерву средстава на рачунима, због те крајности може да угрози ликвидност. Интерес предузећа да максимално ангажује средства проистиче из чињенице што готовина на рачуну (или рачунима) не доноси добит већ обрнуто — проузрокује трошкове. За износ неангажованих средстава предузеће плаћа камату ако су средства позајмљена а ако су сопствена, губи камату или неки други вид накнаде у зависности од вида њиховог ангажовања. Поведено овом чињеницом предузеће може да изабере алтернативу форсирања рентабилности, што га, као уосталом и сваки други екстрем, може скупо коштати. У овом случају прети му опасност да угрози своју ликвидност, што може да има велике последице па чак да доведе у питање и постојање предузећа. Исто тако, ако би предузеће због значаја ликвидности максимално инсистирано на њој па због тога држало велике износе средстава на рачунима која би му обезбеђивала ликвидност, дошло би до омекшавања у форсирању принципа рентабилности, што би, у крајњем исходу, резултирало смањењем ефикасности предузећа.”[263]

У том контексту, свако предузеће треба да тежи да усклади ова два међусобно супротстављена принципа како би симултано повећало и рентабилност (оптимално ангажовање средстава у најповољније алтернативе) и ликвидност (способност извршења доспелих обавеза). Но, фирма у свом пословању често упада у клопку десрицита и сусрицита готовине у склопу управљачког механизма готовином. За попуњавање дефицита предузеће мора да пронађе нове и јефтине изворе финансирања ради обезбеђења ликвидности. А када је у питању тзв. суфицит, онда финансијски менаџери мора да изнађу нова решења краткорочних улагања са приносом, односно да покажу како се трошкови држања готовине претварају у приносе.

За сваку микрофинансијску политику обрт новчаних средстава је увек атрактиван проблем, поготову што је и време које протекне од момента издавања новца за набавку основних и обртних средстава до момента наплате продате робе врло изазовно, нарочито у нестабилним (инсрлаторним) условима. Но, овде ваља правити разлику између циклуса готовине која је ангажована у основна средства и циклуса готовине која је ангажована у обртна средства. У првом случају, циклус траје исто онолико колико и амортизација основног средства. У другом случају. циклус куповине и плаћања — продаја и

[263] Др М. Кањевац, Управљање научним средствима у предузећу, Књиговодство 2/83. ст. 39.

наплата траје много краће: овај циклус започиње плаћањем набавке обртних средстава (нпр. репроматеријала), а завршава се наплатом продаје готових производа. „Израчунавање готовинског циклуса. односно временског трајања једног обрта готовине врши се узимањем у обзир три позиције: залихе, купци и добављачи. Залихе које чине реалну активу предузећа састоје се од залиха свих врста сировина и материјала, залиха у недовршеној производњи и залиха готових производа ако се ради о производном предузећу. Уколико се, пак. ради о трогивнском предузећу. онда су у питању залихе трговачке робе. Улагања у ову врсту средстава, односно обртних средстава треба – носматрати са два становишта. Прво. ради се о перманентном улагању. Стално се улаже у нове јединице, физички посматрано. залихе сировина и материјала које се у процесу рада трансформишу у готове производе а ови опет преко купаца у готов новац. Друго. и то треба стално имати у виду. и поред чинилаца што се сризичке јединице мењају. улагање средстава је стлано. Наиме. ако пођемо од претпоставке да се углавном не мења технолошки процес. обим производње, потребан обим сировина и материјала, услови набавке и слнчно, дошли бисмо до следећег закључка: залихе као вид обртних средстава у сризичком облику се мењају. али је улагање, финансијски изражено, константно или релативно константно. Предузећу је потребан одређени ниво средстава за ове сврхе без обзира што се у физичком смислу мењају због чега и спадају у обртна средства.

Улагање средстава у потраживања од купаца настаје као реална чињеница из самог чина продаје и наплате, односно временског интервала између ове две трансакције. Код потраживања од купаца је слично као и код залиха. Мењају се испоручене количине и вредности, мењају се у извесној мери и купци као и наплата по основу испорука, али се висина улагања, ако су све околности непромењене, знатно не мењају. Наиме, ако се не мењају тржишни услови и не мењају услови који се дају купцима у окружењу, односно конкуренцији иако је обим производње односно продаје на приближно истом нивоу, обим улагања средстава у ове сврхе неће знатно да се измени. Улагања предузећа у обртне сврхе, према томе, састоје се од улагања у залихе и потраживања купаца.

Ако би се пошло од претпоставке да предузеће плаћа купљене сировине, материјал и робу приликом преузимања а да наплаћује готове производе у моменту продаје, у том случају би ангажована новчана средства била само у залихама, односно, готовински циклус би био раван висини ангажованих средстава у залихама. Међутим, то углавном није тако. Продавац, односно добављач, по правилу, кредитира купца за одређено време које зависи од више чинилаца али пре свега од позиције купца и добављача на тржишту која зависи од односа понуде и тражње, квалитета и цене робе и других услова. Предузеће се, по природи ствари, налази у две позиције. Када набавља сировине и материјал онда је купац и као такво бива кредитирано од својег добављача. Када продаје готове производе, мења улогу и као продавац — добављач налази се у позицији купчевог кредитора.[264]

[264] Др М. Кањевац. оп. цит.. ст. 41.

Међутим, за компанију је важно питање минималног нивоа готовине који је неопходан да би се обезбедио критеријум ликвидности уз минималне трошкове. А то пак имплицира одређене трошкове. као што су трошкови држања готовине, трошкови недостатка готовине и трошкови трансакција са готовином. „Трошкови држања готовине настају из разлога што овај вид средстава због тога што није ангажован проузрокује одређене трошкове који се јављају у два вида: као нзгубљени принос од могућпх улагања у неку од алтернатива нли могућности отплате дуга, чиме би се смањили трошкови наплата.

Трошкови недостатка готовине могу да буду велики и јављају се најчешће као: пропуштени касасконто. смањење кредитног бонитета код банака и других поверилаца, слабљење ликвидности, смањење предности код добављача при куповини и губљење стечених услова код добављача због нередовног извршавања обавеза.

Трошкови трансакције готовином настају због одређеног манипулисања и администрације у вези с тим (административно–манипулативни трошкови) и трошкови провизије који настају у трансакцијама куповине и продаје хартија од вредности. Трошкови продаје настају када се продају хартије од вредности због потреба за средствима плаћања, а трошкови куповине хартија од вредности настају у ситуацији када се смањује непосредна потреба за средствима плаћања."[265]

У сваком случају, битан је салдо готовине, који представља ниво готовине који се добија из квантитативног односа укупних годишњих издатака и коефицијента обрта готовине. На пример, ако укупни годишњи издаци готовине износе 1.000.000 динара и ако коефицијент обрта готовине износи 3,5, онда просечан салдо готовине износи: 1.000.000 : 3,5 = 285.714,28 динара. А ако каматна стопа износи 50%, онда би и трошкови држања готовине износили: 285.714,28 x 50% = 142857,14 дин.

„Предузеће при утврђивању финансијске политике и избору стратегије управљања готовином, у настојању за повећањем економије средствима смањењем нивоа готовине, може то да учини на три начина: продужавањем рокова плаћања добављачима, смањивањем залиха и скраћењем рокова наплате потраживања од купаца."[266] Скраћење готовинског циклуса, односно смањење нивоа новчаних средстава већим учешћем добављача у финансирању улагања у предузећу репрезентује — по проф. Кањевцу врло значајан екстерни краткорочни извор средстава. Но, и потраживања од купаца репрезентују један од облика улагања у предузећа. А то је важно за проблематику кредитирања купаца. које у правилу зависи од односа понуде и тражње производа, тржишне позиције купца и добављача, цене робе, квалитета производа, конкуренције и ликвидностп. Коначно, ефикасност управљања залихама скраћивањем готовинског циклуса репрезентује важну одредницу повећања економије предузећа. Иако постоји релативно значајна разлика између повећања ефикасности управљања обртним средствима у залихама у

[265] Исто. ст. 42.
[266] Исто, ст. 42.

односу на средства која се налазе у потраживањима од купаца и у коришћењу средстава од добављача, предузеће може да смањи улагања у залихе и да повећа њихов обрт у складишту (залихе сировина и репроматеријала), у производњи (недовршена производња) н продаји (готови производи).

5. ФИНАНСИЈСКО ПЛАНИРАЊЕ

Финансијско планнрање представља вид исказивања разних врста планова у вредносним показатељима. Планпрање финансијских средстава синтетнзује се у финансијском плану предузећа, који обухвата целокупан систем проширене репродукције. Финансијски план је инструмент пословне политике. Функције планирања су информативно–координирајуће функције; на бази информација о финансијском пословању предузећа, координирају се све финансијске активности у процесу доношења кључних финансијских одлука. Корективно–регулативна и усмеравајућа функција у планирању финансијских средстава састоји се у предвиђању мера на бази добијених информација и правовременом регулисању финансијских трансакцнја како би се деловало на корекцију мера економске политике и усмеравао развој преко финансправања и финансијских планова.[267] Финансњскп планови и програми у основи се доносе за одређени временски период на основу чега можемо разликовати краткорочне (текуће). средњорочне и дугорочне финансијске планове. Текући и краткорочни финансијски плановн доносе се обично за годину дана и садрже основне елементе и захтеве за финансирање у текућој години. Средњорочни финансијски планови синтетизују план развоја и план финансирања у петогодишњем периоду. Коначно. дугорочни финансијски планови односе се, по правилу. на стратегију развоја за пернод од 10 и више година, обухватајући изворе средстава и њихово враћање у процесу финансирања инвестиција.

Финансијско планирање у процесу израде финансијских планова обухвата све релевантне економске и финансијске показатеље, обим и структуру финансијских средстава, трошкове, амортизацију, цене, инвестиције, акумулацију, финансијске токове, удруживање средстава, заједничка улагања, кредите, ликвидност, новчана примања и издавања, укупан приход и расподелу дохотка, обртна средства, изворе финансирања итд. Финансијско планирање, као инструмент финансијске политике, подразумева планирање финансијских токова и финансијских структура, односно предвиђање и усклађивање потреба за финансијским средствима,

[267] Др Ј. Родић и Ј. Марковић, оп. цит ст. 166–1S6.

предвиђање и усклађивање набавке средстава. усмеравање и распоређивање расположивих средстава, укључујући и враћање изворима.

У оквиру финансијског планирања јављају се краткорочни финансијски планови или планови ликвидности и дугорочни финансијски планови или планови ннвестирања. Уже краткорочно финансијско планирање бави се предвиђањем усклађивања прилива и одлива новчаних средстава. Планом новчаних токова обухваћени су: стање новчаних средстава на почетку године, токови прилива и токови одлива новчаних средстава и стање новчаних токова на крају године. У ширем краткорочном финансијском плану предвиђају се постојеће и наступајуће обавезе, потребна средства, расположива средства и извори додатних финансијских средстава. Најзад, у дугорочном финансијском плану исказују се извори средстава и њихово враћање изворима, односно финансијске конструкције улагања (инвестиције).[268]

Финансијско планирање имплицира извору финансијских планова који су новчани израз планова набавке. производње, продаје, финансирања и резултата пословања у садашњости и будућности.[269] Планом новчаних токова утврђују се приливи и одливн новчаних средстава, као и ликвидност, потраживања и дуговања.

Финансијско планирање имплицира. исто тако, и изводу биланса стања и успеха. плана токова обртног фонда, плана токова готовине. плана токова укупних средстава, плана прилива и одлива готовине (текуће финансијско планирање), планирање инвестиционих улагања по инвестиционим пројектима (инвестиционо планирање). планирање извора финансирања, планирање цена и ефеката инвестиционих пласмана (улагања) оцена рентабилитета улагања, анализа приноса инвестиционих пројеката;[270] итд.

6. ФИНАНСИЈСКА АНАЛИЗА

Финансијска анализа или анализа финансија предузећа је нераздвојни део економске анализе целокупног пословања. У систему анализе целокупног пословања финансијска анализа је подсистем или процес систематског испитивања и оцењивања резултата и резерви у области финансирања. Ова анализа се врши упоређивањем, рашчлањивањем и уопштавањем, ради информисања самоуправљача о даљим могућностима унапређења финансија.[271]

---

[268] Др Н. Вуњак, др П. Церовић и др Ј. Бабовнћ, оп. цит.
[269] J. P. Gourlaouen, Les nouvaux instrumments financiers, Vuibert, Paris, 1988.
[270] Упореди: Др Ј. Родић, Пословне финансије, Економика. Београд. 1991. ст. 26.
[271] Др Ј. Родић. оп. цит., 3–9.

У оваквој дефиницији финансијска анализа је динамички процес који непрекидно тече и из кога непрекидно проистичу информације о пословним проблемима у току пословања. То значи да нису довољне анализе по завршном рачуну или периодичном обрачуну, већ се оне морају поставити тако да пружају месечне, декадне, па чак и дневне анализе и информације о финансијама. Тек таква анализа постаје важна полуга у управљању финансијама предузећа.

Финансијска анализа у склопу финансијске функције фирме, англобира (обухвата) три централна сегмента микрофинансија, и то: (1) анализа новчаних токова (анализа токова готовине, анализа токова укупних средстава и анализа токова обртног фонда), (2) анализа финансијског резултата (анализа тачке рентабилитета, анализа вишка, анализа губитака и добитака, анализа структуре укупног прихода. анализа структуре финансијског резултата, анализа распореда и расподеле финансијског резултата) и (3) анализа финансијског положаја (анализа акумулативне и репродуктивне способности, анализа задужености, анализа структуре сопственог капитала, анализа краткорочне и дугорочне финансијске равнотеже, анализа стабилности и развоја фирме).

Финансијске анализе обухватају истраживање и оцењивање унутрашњих резерви у области финансија ради њиховог унапређења. Финансијска анализа је, у нашим условима. ствар организованих социјалистичких самоуправљача. а не групе поверљивих стручњака. Ово је у складу са развојем процеса демократизације управљања у фирми у нашем тзв. социјализму.

Циљ финансијске анализе је формулисање пословних информацпја о могућности унапређења финансија фирме на чему се темеље одређене пословне одлуке на подручју финансија.

У тренутној етапи развоја финансијских односа и свестраног успона радничких партиципација и система добити, финансијска анализа наших фирми треба да, органима управљања, органима руковођења и целом колективу омогући успешно организовање контроле рационалног остварења финансијских планова, а затим да проблеме финансија приближи целом радном колективу, чиме се продубљује процес демократизације управљања.

Из овога произлази да је финансијска анализа значајан фактор у функцији управљања, руковођења и контроле.

1) ФИНАНСИЈСКИ ИНДИКАТОРИ И LEVERAGE

У суштини, финансијска анализа репрезентује тзв. рацио анализу, која пак рефлектује однос једне билансне позиције према другој билансној позицији у елементарној квантитативној једначини. Рацио бројеви јесу у ствари финансијски показатељи, као што су: показатељи ликвидности, показатељи активности и показатељи финансијске структуре (и показатељи рентабилности).

Рацио ликвидности по правилу рефлектује способност предузећа да подмири доспеле новчане обавезе и да симултано очува обим и структуру обртног капитала. У том скмлопу, општи рацио ликвидности, посебни рацио ликвидности и нето обртни фонд (обртна средства) јесу најважнији рацио бројеви ликвидности.

Општи рацио ликвидностиОРчћ представља деобу укупних обртних средстава (UOS) и укупних краткорочних обавеза (UKO): ORL = UOS/UKO и разоткрива степен покривености краткорочних обавеза обртним средствима.

Посебан рацио ликвидностн (PRL) репрезентује однос готовине и релативно ликвидних средстава — потраживања од купаца и краткорочни пласмани у хартије од вредности — (LS) и краткорочних обавеза (КО) : PRL = LS/KO.

Нето обртни фонд (NOF) рефлектује апсолутну разлику између обртних средстава (OS) и краткорочних обавеза (КО), односно дугорочне изворе финансирања обртних средстава (DIOS) : NOF = OS — KO, DIOS = OS — KO : OS, ORL = OS : KO. што значи да предузећа са већим износом нето обртних средстава и са истом брзпном конверзије залиха и потраживања у готовину аутоматски обезбеђује сразмерно већи степен ликвидности.[272]

Структуру показатеља активности компонују коефицијент обрта купаца, коефицијент обрта залиха. коефицијенат обрта добављача. коефицијент обрта укупних обртних средстава. коефицијент обрта укупних пословних средстава и коефицијенат обрта сопствених средстава.[273]

Коефицијент обрта купаца КОК репрезентује однос нзмеђу нето прихода од продаје (NPP) и просечног салда купаца (PSK) : КОК = NPP/PSK.

Коефицијент обрта залиха (KOZ) представља пак однос цене коштања реализованих производа (CKRP) и просечног салда залиха (PSZ) : KOZ = CKRP/PSZ.

Коефицијент обрта нето обртних средстава (KNOS) добија се деобом нето прихода од ревалоризације (NPR) и просечних нето обртних средстава (PNOS) : KONOS = NPR/PNOS.

Коефицијент обрта фиксних средстава (KOFS) представља однос нето прихода од реализације (NPR) и набавне вредности фиксних средстава (NVFS) : KOFS = NPR/NVFS.

Коефицијент обрта укупних пословних средстава (KOUPS) репрезентује однос нето прихода од реализације (NPR) и просечних сопствених средстава (PSS) : KOSR = NPR/PSS.

Коефицијент обрта укупних обртних средстава (KOUOS) добија се деобом укупних расхода у билансу предузећа (URBP) и просечно ангажованих обртних средстава у току године (PAOS) : KOUOS = URBP/PA–OS.

Коначно. коефицијент обрта добављача (KOD) добија се из односа вредности годишњих набавки материјала и услуга на кредит (VGNMUK) и просечног салда добављача у току године (PSD) : KOD = VGNMUK/PSD.

---

[272] Др Д. Красуља, Пословне финансије, Економски факултет. Београд, 1986. ст. 58.
[273] Ибидем, ст. 59–69.

Поред ових коефицијената, за финансијску анализу су важни и показатељи финансијске структуре, а у првом реду однос позајмљених према укупним и сопственим изворима финансирања, коефицијент покрића фиксних расхода на име камате и коефицијент покрића укупног дуга.[274]

Однос позајмљених средстава према укупним изворима финансирања (KPS) представља у ствари однос позајмљених извора (PI) према укупним изворима (UI) : KPS = PI/UI, док однос дугорочног дуга и сопствених извора (DDSI).

Однос дугорочних дугова (DD) према укупној капитализацији (UK) репрезентује фактички однос дугорочног дуга према сопственом капиталу и укупном дугорочном дугу (DDSKUDD) : DDSKUDD = DD/UK.

Коефицијент покрића фиксних расхода на име камате (КРК) представља однос пословног добитка (PD) и расхода на име камате (RK) : КРК = PD/RK.

Коефицијент покрића укупног дуга (KPUD) рефлектује однос пословног добитка (PD) и камата (k). отплата главница (OG) и стопе пореза на добитак (P):

$$\mathrm{KPUD} = \frac{\mathrm{PD}}{\mathrm{K} + \mathrm{od} \cdot \frac{1}{(1-\mathrm{p})}}$$

Коначно. у структури показатеља рентабнлности важну позицију заузимају стопа прнноса на укупна пословна средства и стопа прнноса на сопствена пословна средства.

Стопа приноса на укупна пословна средства (SPUPS) добпја се деобом пословног добитка (PD) са просечним пословним средствнма (PPS) : SPUPS = PD/PPS, odnosno stopa prinosa na poslovna sredstva predstavqa proizvod između koeficijenta obrta prosečno angažovanih poslovnih sredstava u posmatranom periodu i stope poslovnog dobitka na prihode od realizacije.[275]

Стопа приноса на сопствена средства (SPSS) добија се пак деобом нето добитка (ND) и просечних сопственпх средстава (PSS):

$$\mathrm{SPSS} = \frac{\mathrm{ND}}{\mathrm{PSS}}$$

односно стопа приноса на сопствена средства јавља се као производ између коефицијента обрта сопствених средстава и стопе нето добитка на приходе од реализације.[276]

[274] Др Д. Красуља, оп. цпт, ст. 69–73.
[275] Ибидем, ст. 79.
[276] Ибпдсм. ст. 81.

2) РИЗИК И LEVERAGE

У свом пословању предузеће је изложено ризику који се испољава кроз неизвесност очекиваног пословног добнтка или очекиваног нето добитка (као принос на укупна пословна средства или као принос на сопствена пословна средства). У том контексту, тзв. leverage репрезентује метод помоћу кога се процењују ефекти пословања и квантисрикују ризици. У теорији и пракси, обично се говори о пословном, финансијском и комбинованом leverageu. „Пословни leverage процењује ефекте привређивања са фиксним трошковима пословања; финанеијски leverage квантисрицира додатни ризик због фиксних финансијских расхода, док комбиновани leverage одражава есректе тоталног ризика, односно сложено дејство пословног и финансијског leveragea на нето добитак и стопу приноса на сопствена пословна средства".[277]

Пословни leverage показује однос процентуалне промене пословног добитка и процентуалне промене обима продаје. Коефицијент пословног leveragea (kpl) може се квантитативно представити на следећи начин:[278]

$$kpl = \frac{N(p - v)}{N(p - v) - F}$$

где је: N — број јединица производа на постојећи обим продаје, p — продајна цена по јединици производа, v — просечни варијабилни трошковн по јединици и F — укупни фиксни трошкови за посматрани период.

Са финансијског аспекта, N (p–v) означава маргинални добитак. док N (p–v) — F означава пословни добитак.

Фактор финансијског leveragea (ffl) репрезентује пак релативни однос пословног добитка и добитка пре опорезивања:

$$ffl = \frac{Pd}{Pd - 1}$$

где је: Pd — пословни добитак. I — расходи на име камате.

Фактор финансијског leveragea (ffl) рефлектује однос процентуалног повећања нето добитка при датој стопи пореза на добитак (9rNDPD) и процентуалног повећања пословног добитка (<7cPD):

$$ffl = \frac{\%NDPD}{\%PD}$$

Коначно, И пословни и финанснјски leverage делују истовремено и рефлектују се на стопу приноса на сопствена средства, која резултира из релативног односа нето добитка према сопственим средствима. Кумулативно дејство оба leverage–а фактички дају комбиновани leverage (леверић), који заправо значи дејство полуге (пословна полуга, финансијска полуга).

[277] Др Д. Красуља, Пословне финансије. Економски факултет. Београд. 1986, ст. 83.
[278] Ибидем. ст. 86.

3) ФИНАНСИЈСКИ РИЗИЦИ

Финансијски ризик у пословној економији компанија предодређен је фактором неизвесности будућег тока нето добитка као приноса на сопствена пословна средства услед релативно изражених фиксних расхода финансирања. Стога финансијски ризик рефлектује ефекат финансирања туђих средстава на ниво стопе приноса сопствених средстава. „Дејство финансијског leveragea на стопу приноса сопствених средстава зависи од разлике између стопе приноса на укупна пословна средства и каматне стопе на позајмљена средства и од учешћа дугова у укупним износима финансирања".[279]

Но, за фирму је јако значајан тзв. укупни ризик, чији ниво зависи од висрше фактора пословног и фактора финансијског ризика. То пак значи да је фактор укупног ризика једнак „умношку фактора пословног и финансијког ризика". У пракси је због тога изузетно важно да се политика финансирања искључиво базира на сопственим изворима како би се редуковали финансијски расходи и релативно брзо умањио фактор и пословног и финансијског (дакле, укупног) ризика.

(1) Анализа рентабилности

Финансијску основу за анализу рентабилности представља биланс стања и биланс успеха, који приказују износе финансирања (капитал) и ангажована средства (биланс успеха). Пошто је показатељ рентабилности рефлектор степена оплодње капитала, то је за финансијску анализу важан индикатор рентабилностн укупног капитала, сопственог капитала и ангажованих средстава.

У систему тржишног прнвређивања рентабилност репрезентује однос између ефеката и улагања. У правилу стопа рентабилности зависи од финансијског резултата (добитак). рационалног коришћења уложених средстава и економичностп пословања и од масе пореза. доприноса и камата. Због тога се стопа рентабилности укупног капитала може рачунати на три начина:

$$R_1 = \frac{Dp}{K} \times 100$$

$$R_2 = \frac{D - P}{K} \times 100$$

$$R_3 = \frac{ND}{K} \times 100$$

где су: R — рентабилност укупног капитала. D — добит пре опорезивања. D — добит, P — порези, ND = нето добитак и K — капитал.

[279] Др П. Богетић. Финансијска анализа у функцији процене предузећа, Књиговодство 7/92, ст. 101.

У пословној пракси. менаџери и предузетници у правилу теже оплодњи сопственог капитала. Зато је и за титулара власништва важан коефицијент рентабилности, који се израчунава на два начина:

$$R_4 = \frac{PD}{SK} \times 100$$

$$R_5 = \frac{ND}{SK} \times 100$$

где су: PD — пословни добитак, ND — нето добитак, SK — сопствени капитал. R — стопа рентабилности сопственог капитала.

Показатељ рентабилитета пословних средстава изражава се на следећи начин:

$$R_6 = \frac{PD}{PS} \times 100$$

при чему ангажована средства номинују имовину која оплћава капитал на тај начин што пословна средства англобирају основна и обртна средства (PD — пословни добитак, PS — пословна средства).

Рентабилност позајмљеног капитала израчунава се постављањем у однос приноса на укупан капитал (Puk) и камате на позајмљени капитал (Kpk):

$$R_7 = \frac{Puk}{Kpk} \times 100$$

Коначно, стопа рентабилности промета добија се компарацијом пословног добитка (PD33) i poslovnog prihoda (PP):

$$R_8 = \frac{PD}{PP} \times 100$$

Презентованн модели квантификације стопе рентабилитета су изузетно важни за пословну политику због степена финансијске самосталности фирме.

4) ФИНАНСИЈСКА АНАЛИЗА И УПРАВЉАЧКЕ ФИНАНСИЈЕ

Пошто је финансијска функција фундаментална пословна функција, која прожима набавну. производну, продајну, инвестициону, кадровску и рачуноводствену функцију фирме, циљ финансијске анализе јесте самеравање и верификовање ефикасности и рационалности финансијске функције, односно оцењивање финансијске равнотеже предузећа и испитивање финансијске ситуације фирме заједно са рентабилношћу пословања и ликвидношћу. „Отуда је задатак финансијске функције да прибавља и ангажује

новчана средства за потребе свих фаза процеса репродукције уз сврсисходно управљање њима и тежњу враћања увећаних средстава отварањем позитивног финансијског резултата — добитак."[280] Суштински опсервирано, предмет финансијске анализе се своди на анализу финансијске анализе, ликвидности и финансијског пословања, односно рентабилности пословања за потребе банкара, акционара и запослених,[281] односно на анализу биланса стања, биланса новчаних токова и биланса успеха.

За финансијску анализу изворне информације добијају се (деривирају) из рачуноводствених података: (1) за анализу финансијске ситуације остварени и пројектовани биланс стања представља поуздан извор података, (2) за анализу ликвидности то је биланс новчаних токова и (3) за анализу финансијског резултата то је биланс успеха.

Садржина активе и пасиве — по проф. Јовановић — је следећа:

АКТИВА

А) Стална (основна) средства
- I. Нематеријална улагања
- II. Материјална улагања
- III. Дугорочна финансијска улагања
- IV. Обавезна дугорочна улагања

Б) Обртна средства
- I. Залихе
- II. Краткорочна финансијска улагања
- III. Остала краткорочна потраживања
- IV. Хартије од вредности

В) Активна временска разграничења

Г) Пословна средства

Д) Пословни губитак

Ђ) Пословна актива

Е) Ванпословна актива
- I. Средства заједничке потрошње за потребе становања
- II. Средства заједничке потрошње за друге потребе
- III. Остала ванпословна средства

Укупна актива

ПАСИВА

А) Трајни извори средстава (трајни капитал)
- I. Номинирани капитал
- II. Неноминирани капитал

Б) Дугорочна резервисања

В) Дугорочне обавезе

---

[280] Др Д – Јовановић, Финансијска анализа, Књиговодство 2/93. ст. 18.

[281] R. Lavaud. Comment wener une analyse fmancière. Dimod, Paris. 1977. ст. 8. и Др К. Васиљевић. Теорија и анализа биланса, Савремена администрација, Београд. 1962. ст. 105.

Г) Краткорочне обавезе

I. Краткорочне обавезе из пословања

II. Краткорочне финансијске обавезе

III. Остале краткорочне обавезе

Д) Пасивна временска разграничења

Ђ) Нераспоређена добит текуће године

Е) Пословна пасива

3) Ванпословна пасива

I. Извори средстава заједничке потрошње за потребе становања

II. Извори средстава заједничке потрошње за друге потребс

III. Извори осталих ванпословних средстава

Укупна пасива

У овој шеми биланса стања. пословна актива (односно пословна средства) су раздељена на групе уз обавезно разликовање основних (сталних) и обртних средстава. активних временских разграничења (која се. иначе, могу придодати обртним средствима) и пословних губитака, као исправке вредности капитала (изгубљена пословна средства). Пословна пасива (извори пословних средстава) у истој билансној шеми (билансаетања) је, исто тако, подељена на (1) трајни капитал (трајни извори средстава), (2) дугорочна резервисања, (3) дугорочне обавезе, (4) краткорочне обавезе, (5) пасивна временска разграничења и (6) нераспоређени добитак.

Структура средстава и извора средстава може се приказати и кроз следеће основне показатеље:

$$1)\ \frac{\text{Стална (основна) средства}}{\text{Укупна актива}} \qquad 2)\ \frac{\text{Обртна средства}}{\text{Укупна актива}}$$

$$3)\ \frac{\text{Ванпословна актива}}{\text{Укупна актива}} \qquad 5)\ \frac{\text{Дугорочне обавезе}}{\text{Укупна актива}}$$

$$4)\ \frac{\text{Сопствени извори средстава (трајни капитал)}}{\text{Укупна пасива}}$$

$$6)\ \frac{\text{Краткорочне обавезе}}{\text{Укупна пасива}} \qquad 7)\ \frac{\text{Ванпословна пасива}}{\text{Укупна пасива}}$$

За разлику од биланса стања. биланс успеха репрезентује приказ финансијског резултата пословања фирме кроз опсервацију квантитатпвних односа прихода и расхода. .,На основу наших важећих прописа о рачуноводству. у билансу успеха финансијски резултат се јавља у два облика: у добитку и дохотку (односно у губитку). Добитак је у првом а доходак у другом плану. Отуда поред прегледа — Биланс успеха, јавља се и преглед — Распоред резултата, који је саставни део Биланса успеха. Први преглед приказује у првом плану добитак. а други распоређивање дохотка и добитка, односно

губитак и покриће губитка. Садржина ових прегледа приказаних кроз основне групе изгледа овако:”[282]

БИЛАНС УСПЕХА

РАСХОДИ

А. Пословни расходи

I. Материјални трошкови и амортизације

II. Нематеријални трошкови

III. Укалкулисани бруто лични дохоци

IV. Трошкови периода

V. и VI Смањење, односно повећање вредности залиха недовршене производње и готових производа VИ Набавна вредност продате робе и материјала

Б. Расходи финансирања

В. Ванредни расходи

Г. Укупни расходи

Д. Изузимање ревалоризације из резултата у корист ревалоризационих резерви

Ђ. Бруто добитак пословне године

Е. Свега

ПРИХОДИ

А. Пословни приходи

I. Приходи од продаје производа и услуга

II. Приходи од продаје робе и материјала

Б. Приходи од финансирања

В. Ванредни приход

Г. Укупан приход

Д. Губитак пословне године

Ђ. Свега

Утврђивање дохотка

I. Лични дохоци у реализованим производима и услуга.ма

II. Остварени доходак

III. Ненакнађена утрошена средства из укупног прпхода

РАСПОРЕД РЕЗУЛТАТА

Распоређивање дохотка и добитка

А. Остварени доходак

a) Покриће губитка из претходних година

b) Учешће других у заједничком дохотку и део дохотка по основу изузетних погодности

c) Реализовани лични дохоци који не улазе у пореску основицу

Б. Добптак

[282] Др Д. Јовановић, оп. цит., ст. 21–22.

d) Порези и доприноси из резултата
e) Акумулација
f) Реализовани лични дохоци изнад л.д. који не улазе у пореску основицу
g) и h) Бруто лични дохоци из добитка
i) Заједничка потрошња

Губитак и покриће губитка

А. Ненакнађена утрошена средства пз укупног прнхода
Б. Укупан остварени губитак текуће године
В. Непокривени губитак (из ранијих година умањен за покриће губитка из претходних година)
Г. Укупан губитак за покриће .

а. б. в, г), Покриће губитка д) Непокривени губитак.

Биланс успеха, састоји се, докле, из три дела. и то: (1) расходи, (2) приходи. (3) приходи с добитком, односно губитком и (4) утврђивање дохотка; док се распоред резултата састоји из два дела, и то: (1) распоређивање дохотка и добитка и (2) губитак и покриће губитка. Расходи у првом делу биланса састоје се од пословних расхода, расхода финансирања и ванредних расхода. Приходи у другом делу биланса састоје се од пословних прихода. прихода од финансирања и ванредних прихода.

Анализа финансијске ситуације. Анализом односа средстава и извора средстава биланса стања, долази се до важних информација о односима финансирања и о остваривању финансијске равнотеже. „Анализа финансијске ситуације, финансијског стања састоји се у оцени проблема финансирања, у циљу ефикаснијег остваривања континуираног финансирања. уз регуларно разрешавање дужничко–поверилачких односа, што непосредно делује на солвентност, ликвидност и рентабилност пословања. Основно. садржинско питање у оцени финансијске ситуације је анализа финансијске сигурности кроз сагледавање односа финансирања, кроз односе дугорочне и краткорочне финансијске равнотеже или неравнотеже одређених средстава и извора средстава. Међутим, за потпунији. целовитији увид у финансијску ситуацију потребна је анализа финансијске сигурности не само кроз односе финансирања већ и са становнштa финансијске стабилности и самосталности (тј. одређене структуре средстава и извора средстава). уз упоредно разматрање ликвидности и рентабилности пословања.[283]

За оцену финансијске равнотеже важн правило да обим, структура и време ангажовања средстава коиндицирају обиму. структури и времену трајања извора средстава. А то пак повлачи правпло по коме обим и закони трансформације средстава у новчана средства треба да су једнаки обиму и роковима доспећа обавеза. То. међутим, претпоставља да се дугорочно ангажована средства финансирају из дугорочних извора (позајмљених и сопствених) и да се краткорочно ангажована средства покривају из краткорочних (позајмљених) извора средстава.

[283] Ибидем, ст. 22.

„Анализа о односима финансирања на основу биланса стања рашчлањеног по принципу ликвидности (актива) и сопствености и рочности (пасива) добија се сагледавањем равнотеже или неравнотеже овако утврђених група средстава и извора средстава. Тежња је, у принципу, да одређена средства (пословна и ванпословна актива) одговарају одређеним изворима средстава (пословној и ванпословној пасиви), тј. да постоји њихов склад, равнотежа. При оцењивању овог склада полази се од једног од познатих правила финансирања: да основна средства и стални, трајни део обртних средстава траже дугорочно финансирање. При томе је потребно истаћи да се с обзиром на карактер стланог дела обртних средстава полази од сталне, перманентне везаности одређеног износа извора обртних средстава за улагање у ове сврхе у складу с привредном делатношћу, пословним процесима у предузећима, а не од кружног кретања вредности ових обртних средстава. Свакако да се кружно кретање вредности обртних средстава одликује непрестаном трансформацијом из једног облика у други, а не трајним взеивањем за првобитно настали облик.”[284]

Примена метода пресецања биланса омогућава израчунавање показатеља односа финансирања, и то: (1) показатељ односа основних средстава и сопствених извора средстава (трајних извора средстава), (2) показатељ односа основних средстава и дугорочних извора средстава (сопствених и дугорочних позајмљених) и (3) показатељ односа основних и сталних обртних средстава (дугорочних средстава) и дугорочних извора средстава (сопствених и дугорочних позајмљених). Ове показатеље просз. Јовановић приказује на следећи начин:

$$1)\ \frac{\text{Стална (основна) средства}}{\text{Сопствени (трајни) извори средстава}}$$

$$2)\ \frac{\text{Стална (основна) средства}}{\text{Дугорочни (стални) извори средстава}}$$

$$3)\ \frac{\text{Основна и стална обртна средства}}{\text{Дугорочни (стални) извори средстава}}$$

Презентирани показатељи заправо рефлектују показатеље односа финансирања. Уствари, ради се о правилима финансирања у ширем и ужем смислу. У истом правцу, презентирају се н показатељи тзв. сталног обртног сронда, односно показатељи нето обртног фонда (или нето обртних средстава). „Стални (трајни) обртни фонд представља износ обртних средстава (циркулизујућег капитала) умањен за краткорочне изворе средстава (краткорочни позајмљенп капитал) или, обрнуто, то је износ дугорочних, сталних извора средстава (сопственог капитала и дугорочног позајмљеног) умањен за основна средства (фиксни капитал). У том смислу истиче се већ познато правило за оцену финансијске сигурности: да укупан износ обртних средстава треба да буде већи од краткорочннх извора средстава или да износ дугорочних. сталних

[284] Ибидем, ст. 2.1

извора средстава треба да буде већи од основних средстава па да постоји „стални обртни фонд”. Иначе га нема или је једнак нули...

У анализи финансијске ситуације утврђивањем тзв. сталног обртног фонда (односно нето обртног фонда, односно нето обртних средстава) утврђује се какво је финансирање обртних средстава. Стални обртни сронд је, у ствари. износ дугорочних сталних извора средстава (сопственог капитала и дугорочног позајмљеног) који служи за финансирање обртних средстава, односно. то је део обртних средстава који је финансиран из дугорочних сталиих извора средстава.[285]

У том контексту. два начина обрачуна се посебно истичу:

1. Дугорочни (стални) извори средства (сопственн капитал + дуго рочне обавезе) — основна средства = стални обртни фонд. и
2. Обртна средства — краткорочне обавезе = стални обртни фонд.

Анализа ликвидности пословања. Анализа ликвидности пословања подразумева изналажење могућности правовремене исплате доспелих обавеза расположивим новчаним средствима. Обезбеђење исплате обавеза у моменту доспећа јесте индикатор стицања поверења кредитора и добављача. Тиме се постиже финансијска сигурност, односно самосталност и стабилност. „Анализа ликвидности пословања своди се на оцену финансијске, односно платежне способности предузећа са становишта правовременог, регулаторног измирења доспелих обавезал.. Увид у ликвидност пословања добија се у принципу, кроз сагледавање односа одређених средстава и обавеза. У зависности од тога шта се узима за средства као ликвидну масу а шта за обавезе и на који начин, разликују се и облици ликвидности. Свакако да се, у принципу, у разматрању ликвидности полази од ликвидне масе, односно од тока претворљивости средстава у новчани облик у циљу измирења обавеза, доспелих и укупних.

На основу наведених принципа и врста ликвидности, као минимум за праћење платежне способности пословања посматрање ликвидности се ограничава на посматрање моменталне ликвидности и ликвидности на рок, чији показатељи су:

$$1)\ \frac{\text{Новчана средства у основном облику}}{\text{Доспеле краткорочне обавезе}}$$

$$2)\ \frac{\text{Новчана средства}}{\text{Краткорочне обавезе}}$$

То значи да се код моменталне ликвпдности изналази однос нзмећу новчаних обртних средстава у основном облику и доспелих краткорочних обавеза, а код ликвндности на рок пзналазн се однос између укупних новчаннх средстава и краткорочних обавеза. Код показатеља ликвидности на рок узета су сва новчана средства, а то значи и она којима се моментално не располаже јер пристижу у сагласности с роковима наплате (као краткорочна

[285] Исто.ст. 23–24.

потраживања из пословања, краткорочна финансијска улагања. хартије од вредности. девизна средства и сл.). Код показатеља моменталне ликвидности узета су само новчана средства у основном облику (благајна и жиро–рачун) којима предузеће моментално располаже. Што се тиче краткорочних обавеза. долазе у обзир све обавезе које имају тај карактер: обавезе из пословних одиоса. краткорочне финансијске обавезе и остале текуће обавезе. односно у првом случају само доспеле."[286]

Но. ликвидност није само исказ стања већ и ресрлексија кретања новчаних средстава и показатељ прилива и одлива краткорочних и дугорочних новчаних средстава. Планирани и остварени биланси новчаних токова илуструју информације о усклађености новчаних токова, односно о вишку или мањку новчаних средстава; јер да би се одржала ликвидност на програмираном нивоу, неопходно је располагати новчаним ресурсима у одговарајућем квантуму и у одговарајућем временском периоду који концидира са доспелим обавезама. „Ако би било више новчаних средстава него што треба, то би деловало на смањење финансијског резултата, односно рентабилности пословања због неуспелог, неангажованог вишка новчаних средстава у пословној активности предузећа. Ако би било мање новчаних средстава него што треба. то би изазвало неликвидност пословања. Према томе, ликвидност је у функционалној зависности од прилива новчаних средстава насталих трансформацијом једног облика у други или прибављањем нових извора средстава и сл., као и од одлива новчаних средстава за измирење доспелих обавеза и других пословних ангажовања.

За остварење ликвидности пословања неопходан је равномерни склад прилива и одлива новчаних средстава. Овај склад зависи од степена ефикасности пословања, а то значи, између осталог. од брзине обртања обртних средстава укључив време наплате потраживања. од остварења обима добитка и дохотка, од обезбеђења нових извора средстава, од рока исплате обавеза, од коришћења новчаних средстава резерви и заједничке потрошње и сл. Ова функционална зависност рентабилности и ликвидности пословања делује и у супротном правцу. А то значи да, са своје стране, успешност и рентабилност пословања по правилу. зависе од степена ликвидности.[287]

Анализа финансијског резултата и реитабилности пословања. Биланс успеха јесте важан финансијски извештај за оцену успешности пословања у претходном н текућем периоду. али и за пројектовање будућих пословних потеза менаџмента (пошто се преиспитују и приходи и расходи). Систем обрачуна прихода у начелу може да се базира на наплаћеној или фактурисаној реализацији (продаји) или пак на њиховој међусобној комбинацији. Самим тим. и обрачун трошкова може се обавитн по принципу укупннх трошкова. по принцппу варнјабилних трошкова. по принципу стандардних трошкова и по принцнпу планских трошкова. Стога је и систем обрачуна финансијског резултата у функционалној зависности од система плаћања дужничко–поверилачких односа.

---

[286] Исто. ст. 24–25.
[287] Исто. ст. 25–26.

Биланс успеха може се представити у виду нзвештајног биланса успеха. који пма следећи изглед:[288]

Биланс успеха — извештајни облик

1. Приходи од продаје производа и услуга
2. Приходи од продаје робе и материјала
3. Приходп од финансирања
4. Ванредни приходи
5. Укупан приход (1+2+3+4)
6. Материјалнин трошкови и амортизација
7. Нематеријалгш трошкови
8. Укалкулисани бруто лични дохоци
9. Трошкови периода (6+7+8)
10. Смањење односно повећање вредности залиха производње и го тових производа
11. Набавна вредност продате робе и материјала
12. Пословни расходи (9+10+11) или 9–10+11)
13. Расходи финансирања
14. Ванредни расходи
15. Укупни расходи (12+13+14)
16. Изузимање ревалоризације и резултата у корист ревалоризацио них резерви
17. Бруто добитак пословне године (5–15–16)
18. Поред на добитак
19. Нето добитак пословне године (17–18)
20. Губитак пословне године (15–5)
21. Лични дохоци у реализованим производима и услугама
22. Остварени доходак (17–20+21)
23. Ненакнађена утрошена средства из укупног прихода (20–21)

У овом контексту, важна је анализа прихода, расхода и финансијског резултата како би се осигурао континуитет финансирања процеса репродукције. Анализа се обично врши са становишта обима и структуре прихода и расхода (како у односу на план тако и у односу на сродне фирме). али и са становишта добитка. односно губитка.

Ову анализу финансијског резултата по правилу следи анализа рентабилности. чији коефицијент репрезентује однос између финансијског резултата и ангажованих пословних средстава:

$$K_R = \frac{F_r}{A_{ps}}$$

[288] Ибидем. ст. 26.

где су: Kr — коефицијент рентабилности. Fr — финансијски резултат н Aps — ангажована пословна средства.

Но, у пракси постоји већи број показатеља рентабилности у зависности од тога шта се узима за финансијски резултат и шта се подразумева под ангажованпм средствима:

$$1)\ \frac{\text{Добитак (бруто - нето)}}{\text{Пословна средства (стални, сопствени капитал)}}$$

$$2)\ \frac{\text{Добитак (бруто - нето)}}{\text{Продаја}}$$

$$3)\ \frac{\text{Продаја}}{\text{Спостверни капитал}}$$

$$4)\ \frac{\text{Добитак}}{\text{Продаја}} \times \frac{\text{Продаја}}{\text{Сопствени капитал}} = \frac{\text{Добитак}}{\text{Сопствени капитал}}$$

Код првог индикатора стални капитал је једнак дугорочним изворима средстава, односно сопственим трајним капиталом увећаним за дугорочни позајмљени капитал — дугорочне обавезе. Код другог индикатора долази до изражаја тзв. показатељ бруто и нето приносне марже. Код трећег индикатора провлачи се показатељ брзине обртања сопственог капитала. Коначно, код четвртог индикатора јавља се показатељ сопственог капитала. У крајњој инстанци, може се закључити да рентабилност капитала расте упоредо са повећањем брзине обртања капитала при слабијој рентабилности нродаје, односно мањој приносној мрежи.

7. МИКРОФИНАНСИЈСКИ КОЕФИЦИЈЕНТИ

Финансијски коефицијенти јесу својеврсни показатељи, индикатори перформанси пословања фирме. У југословенској финансијској и рачуноводственој литератури, додуше, одомаћио се термин рацио број који репрезентује однос размера између компарираних ‘економских величина. У ствари, ради се о истоврсним показатељима (без обзира да ли користимо коефицијент или рацио број). пошто су дотична новчана мерила деривирана из извештаја у облику биланса стања и биланса успеха. „У САД се у оквиру прописаног обрасца извештаја, у оквиру кога се у првом делу степенасто приказују средства према принципу опадајуће ликвидности, а потом припадајући извори средстава по принципу растуће доспелости. У другом делу су приказани посебно укупни сопствени извори пословних средстава

и нето обртна средства односно сронд (капитал). Позиција нето обртних средстава посебно је интересантна, због тога што указује на праве трајне изворе обртних средстава, ако их, када и колико их има. Тиме се поједностављује анализа ликвидности датог привредног субјекта, зато што се врло лако могу упоредити трајно имобилисана односно везана обртна средства у активи биланса стања. са њима припадајућим одговарајућпм изворима у облику такозваног сронда обртних средстава у пасиви. При томе такође треба сагледавати усаглашеност рокова и износа имобилисапости појавних облика обртних средстава и њима припадајућих извора. Трећи, претпоследњи део биланса стања је за нас посебно интересантан зато што у себи садржи девет најчешће коришћених финансијских индикатора перформанси пословања".[289] међу којима се нстичу следећи коефицијенти:

1. Класичан коефицијент ликвидности (брзи однос).
2. Класичан коефицијент ликвидности.
3. Основна средства у односу на нето имовину.
4. Укупна задуженост у односу на нето имовину.
5. Сопствени извори средстава у односу на основна средства,
6. Продаја у односу на потраживања (број дана).
7. Трошкови продаје у односу на залихе (дани).
8. Трошкови продаје у односу на нето обртнасредства.
9. Трошкови продаје у одиосу на нето имовину.

У аплнкацији овог и слнчног „аналитичког метода нужан је захтев да билансне аналитичке позиције буду класисриковане на адекватан начин и изражене по стварној вредности. Било каква дилема где треба сврстати поједину позицију, нужно се треба разрешити консултовањем оригиналних финансијских извештаја. Искусни финансијски аналитичари препоручују да, уколико је потребно, одговарајуће фусноте прате и прецизније објашњавају вредност појединачних показатеља. Уз то да би аналитичар са стране могао што објективније да сагледа пословање привредног субјекта, преко је потребна блиска сарадња са рачуноводственим и финансијским сектором као неисцрпним врелом информација. Поређењем узастопних билансних позиција и индикатора, који из њих проистичу, могуће је сагледати трендове промена. изражене у монетарним јединицама, нарочито оне које се односе на кључне позиције као што су обртна средства, укључујући готовину и потраживања од купаца и залихе; текуће обавезе укључујући банкарске зајмове у обртне сврхе. доспеле износе дугорочних дугова и разних екстерних обавеза, обавезе према добављачима, фискалне и остале доспеле обавезе. Посебно треба посматрати промене на дугорочним обавезама, кретање еопствених извора средстава, нераспоређене добити и резервних средстава, итд".[290]

Weston и Briggham, прн одређивању кредитне политике у односу на потенцијалне купце које треба кредитирати у бизнису, сугерирају пак финансијским аналитичарима да користе следећа три коефицијента. и то: (1)

[289] Др Ж. Ристић и мр Б. Љутић. оп. цит, ст. 318–319.
[290] Ибидем. стр. 319–320.

брзи коефицијент ликвидности (или индикатор љута проба) да би се прецизно сагледала ситуација са колико је текућих обавеза оптерећен перспективнн купац, (2) однос дуга и укупних пословних средстава, кроз којн се сагледава кретање самофинансирања и (3) коесрицијент рентабилности, који указује на пословне перспективе. Презентирани коефицијенти рефлектују, у ствари. поузданост предвиђања да ли ће будући (потенцијалнн) купац бити у финансњском стању (позицији) да плати новоформирани дуг.

Franks и Broyles се. пак, у својим теоријама и емпиријским истражнвањима залажу за следеће коесрицијенте:[291]

1. Новчани ток/укупнн дуг:
2. Нето доходак/укупна средства:
3. Укупан дуг/укупна средства.

Претходна класификација је позната као H. W. Beaver–ов модел. Савремеији приступ је E. Altman–а којн предлаже седам коефицијената. на основу којих се може предвидети. да ли ће привредни субјект запасти у тешкоће или не. То су:[292]

1. Добит на уложена средства (мерена прнходима пре камата н пореза):
2. Стабилност прихода (мери се стандардном грешком оцена десетогодишњег тренда);
3. Опслуживање дуга (мери се познатим коефшцгјентом покрића камате = приходи пре камате н пореза/каматни расходп укључив оне за „leasing”);
4. Кумулативна рентабилност (нераспоређена добит/укупна средства);
5. Лшчвидност (коесриЦЈојент лтпозидности = обртна средства/текуће обавезе);
6. Кагагталпзација фирме (непресреренцпјалне деонице/укупни капптал);
7. Велнчина српрме (мерена укупнњм средствпма којима располаже).

Групу финансњских инднкатора у САД објављује Rober Morsis Associates. као удружење руководнлаца банкарских кредитора. које су Weston i Briggham систематизовали у виду следећих финансијских коефицијената:[293]

1. Обртна средства/текуће обавезе (број пута);
2. Нето просрит/нето реализација (%);
3. Нето профити/нефинансијска нето имовина (%);
4. Нето профитн/нето обртна средства (%);
5. Нето продаја/нефинансијска нето имовина (број пута);
6. Нето продаја/нето обртна средства (број пута);
7. Период наплате (дани);
8. Нето продаја/залихе (број пута);

[291] Ибидем.стр. 321.
[292] Ибидем.стр. 322.
[293] Ибидем.стр. 323.

9. Фиксна средства/нефинансијска нето имовина (%);
10. Текући дуг/нефинансијска нето имовина (%);
11. Укупни дуг/нефинансијска нето имовина (%);
12. Залихе/нето обртна средства (%);
13. Текући дуг/залихе (%);
14. Дугорочни дугови/нето обртна средства (%).

„Сами коефицијенти у суштини представљају симплифициране математичке изразе међузависности појединих билансних позиција у истом периоду. Резултат таквих поређења представља релативне финансгцске односе пословних перформанси у квалитативном и 1свантитативном смислу".[294]

8. ПРЕЛОМНА ТАЧКА

У свом пословању бројни привредни субјекти ангажују високе износе фиксних трошкова у односу на укупне трошковне расходе. Стога, ови субјекти раде са тзв. високом оперативном полугом која је предиспонирана да повећава варпјабилност оперативне добити пре плаћања пореза и камате. А за парирање пословном ризику предузећа прибегавају мањим износима екстерног финансирања путем коришћења нижих нивоа финансијске полуге. „Савремена светска теорија и пракса пословних финансија концепте оперативне и финансијске полуге сматра веома корисним у финансијској анализи. планирању и контролп. У финансијама се полуга дефинпше као средство и обавеза са сриксним трошковима које корнстн фирма у покушају да повећа добит на уложенп сопствени капитал. Специфицирано, то значн да се оперативна полуга може одредитн као коришћење средстава са фиксним трошковима. Финансијска полуга је корншћење обавеза и сопственог капитала са фиксним трошковима. Зашто фирме користе оперативну и финансијску полугу? Једноставно зато што се надају да ће прнходи надвисити фиксне трошкове (расходе) по основу коришћених средстава и обавеза, те да ће на тај начин повећати добит. Ипак треба јасно указати. да је полуга двосеклп мач. То значи да такође повећава варнјабилитет (или ризик) остваривања добити. На пример. ако фирма остварује мању добит од фиксних трошкова који се плаћају по основу средстава и обавеза, употреба полуге може смањити приносдобит на уложена средства. Отуда полуга повећава и смањује потенцијалне добитке и губитке власника. Искусном финансијском аналитичару добро познавање концепата полуге нуди велике могућности за осветљавање функционалних

[294] Ибидем. ст. 323–324.

односа уступак за уступак (ризикдобнт) код различнтих типова финансијских одлука".[295]

И ако пођемо од односа између коришћења полуге и биланса успеха онда треба подвући да оперативне трошкове чине тзв. трошкови продате робе. укључујући и продајне н административне расходе. У трошкове капитала пак улазе трошкови камата и акумулацнја, који се посебно исказују, као н порези на добит.[296] „Током кратког рока одређени оперативни трошкови фирме варирају директно са нивоом продаје, док остали трошкови остају константни без обзира на промене овог нивоа. Трошкове који се крећу у блиској вези са променама продаје називамо варијабилним трошковима. Више су везани за број продатих производа или обим извршених услуга него за проток времена. Најчешће укључују трошкове материјала и директног рада. као и трошкове продаје. На кратак рок одређенн оперативни расходи јесу независни у односу на реализацију или ниво производње. Називају се фнксним трошковима и везани су за проток времена. Амортизација некретнина. постројења и опреме, закупнина, осигурање, рачунп за електричну енергију и грејање, различите врсте пореза, лични дохоци. често се сматрају фиксним трошковима. Уколико се очекује да предузеће настави са функцнонисањем. мораће да плаћа ове трошкове без обзира на ниво реализације. Трећу категорију чине полу или како се чешће називају семиваријабилни трошкови feirm. То је она врста трошкова која расте степенасто са порастом производње. Једна од врста трошкова којн расту степенасто јесу лични дохоци. Понекада се ови трошкови сматрају фиксним што се не може стриктно прпменити. Слика показује понашање варијабилних. фиксннх и семиварнјабнлнпх трошкова у зависности од кретања обима производње фнрме. На дуги рок су сви трошкови варнјабилни. У зависности од кретања обима продаје фирма може мењати физички обим објеката и опреме коју поседују. као и број запосленпх. у зависности од промене обима продаје. У потпуностп се не уклапају сви трошковн у круте поделе на сасвим фиксне плн варијабилне. Неки од њих садрже у себи обе компоненте. Трошкови струје и воде често спадају у ову категорију. Један део трошкова електрпчне енергије је. без обзира на ниво продаје. фиксног карактера. јер мора да се платн без обзира на обпм пронзводње. У ревндираном формату биланса успеха ови трошкови су респектнвно подељенн на фнксне н варнјабилне компоненте. Потом су укључени у одговарајуће категорнје оператнвних расхода. Запажа се да трошкови камата представљају фнксне трошкове капптала. Ова врста трошкова је уговорне природе. То значи да је незавпсна од кретања нивоа продаје илп прихода. Такође треба приметити да су порезп на добит варијабилнн трошкови у функцији добити пре опорезнвања... Кад год једна фирма користн у свом пословању фиксне оперативне трошкове или фиксне трошкове капитала кажемо да користи полугу. Фиксне обавезе дозвољавају фнрми да мале промене претвори у велике. То је исти начин као што мала енергија на једној страни полуге има за резултат подизање великог терета на другој страни. За своју потпорну

[295] Ибидем. ст. 343.

[296] R. Ch. Mever. J. R. McGuigan i W. J. Kretlou. Contemporarv Financial Management, West Publishing Companv. St. Paul. 1987. ст. 216–229.

тачку оперативна полуга користи фиксне оперативне трошкове. Када фирма ствара фиксне оперативне трошкове, промена прихода од продаје се увећава у релативно још веће промене бруто добити пре камата и пореза (ЕБИТ). Мултипликацијски ефекат који се јавља као резултат фиксних оперативних трошкова је познат као степен оперативне полуге. Финансијска полуга такође за своју упорну тачку користп фиксне трошкове. јер када субјект има фиксне трошкове капитала промене показатеља бруто добити (ЕБИТ) се увећавају у још веће промене овог индикатора. Мултипликацијски ефекат коришћења фиксних трошкова канитала је познат као степен финансијске полуге”.[297]

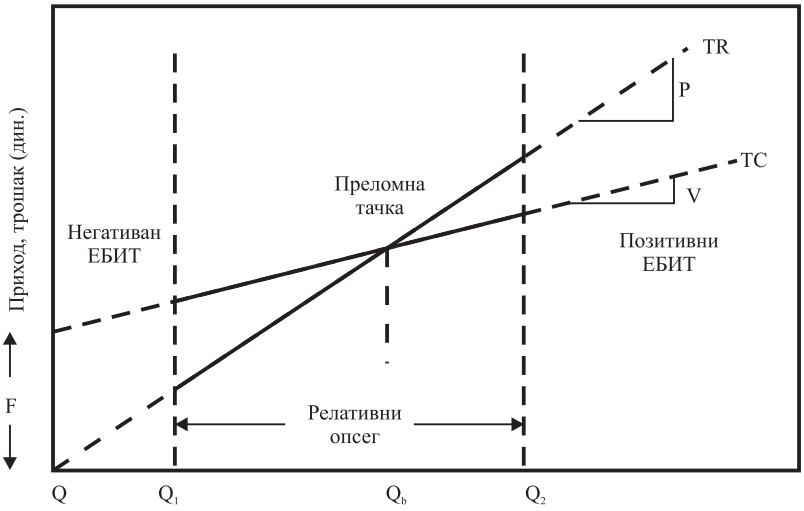
Традиционални и ревидирани облик биланса успеха производне компаније (традиционални формат успеха)

Оперативна полуга	Продаја Мање: Трошкови продате робе Продајни. адмнинистратпвни п општи задацн Укупнн оиератнвни трошкови Добит пре камате и опорезивања (ЕБИТ)	 2500000 1500000	5000000 4000000 1000000
Финансијска полуга	Мање: Трошкови камате Добпт пре камате (ЕБТ) Мање: Порези на доходак (стопа 4Q9Ć) Добпт по опорезивању (ЕАТ) Мање: Дивиденде на преференцијалне акцпје Приходи на располагању обичним акционарпма Приходп по акцијн (ЕПС) — 100.000 акција		250000 750000 300000 450000 150000 300000 3
Ревпдпрани формат бнланса стаља			
Оператпвна полуга	Продаја Maibe: Варпјабп.чнп опсратнвни трошковп Фпксип оперативнп трошковн Укупнп оператпвни трошковп Добпт пре камате и опорезивања (ЕБИТ) . Мап,е: Фпкснп трошкови капитала (камата)	 3000000 1000000	5000000 4000000 1000000 250000
Финансијека полуга	Добпт пре опорезпвања (ЕБТ) Мање: Порезп на доходак (променљиви) (стопа 409г) Добит по опорезивању (ЕАТ) Мањс: Фиксни трошковн капитала (днвидендс на акције) Приходи на располаган.у обнчннм акцпонарнма Приходп по акцији (ЕПС) — 100.000 акцпја		750000 300000 450000 150000 3000000 3

Уколико се проучава међузависност обима продаје. оперативних трошкова и бруто добити пре камата и опорезивања (ЕБИТ) и при различитим обимима производње. онда се наша анализа своди на анализу трошковиобнм добитн. односно на анализу преломне тачке. „Развој анализе преломне тачке је могућ на два начина. Графички и алгебарски, или као комбинација оба приступа.

[297] Др Ж. Ристић и мр Б. Љутић, Финансијска предузећа, Привредни преглед, Београд. 1990. ст. 347–354.

Графички метод. Следећа слика је пример графичке презентације основне линеарне анализе. Новчано изражени трошкови и приходи су постављени на вертикалној. док је производ (мерен обимом) на хоризонталној оси. Функција укупних прихода — TR, представља укупни приход који ће фирма остварити при сваком нивоу производње. под претпоставком да се зарачунава константна продајна цена P по јединици производа. Слично томе функција укупних трошкова — TC је израз укупних трошкова које ће имати фирма при сваком нивоу производње. Укупни (тоталнн) трошкови се израчунавају као збир фиксних трошкова фирме F који су независни од нивоа производње. и варијабилних који расту по константној стопи раста V по јединици производа.



Претпоставка константне продајне цене P по јединици, константних варијабилних трошкова V по јединици. даје линеарну међузависност између укупних прнхода и укупних трошкова. Ове линеарне међузависности ипак важе само за одређени релативни обим вредностн производње. као што је то на пример Ql до Q2 на слици 1. Преломна тачка се јавља у Qh на слици где се функције укупних прихода и укупних трошкова секу. Уколико је обим производње фирме испод преломне тачке, што значп да је TR TC проузрокује оперативне губитке, дефинисане као негативна вредност показатеља бруто добитн. Ако је вредност производње изнад ове преломне тачке. што значн да је TR < TC. фирма остварује оперативне просрите. дефиннсане као позитивну бруто добит.

Да би се графички одредила преломна тачка фирме треба учинити следећа три корака:

1. Повући линију кроз нулту тачку са нагибом P која представља функцију TR.
2. Повући линију која сече вертикалну осу у F и има нагиб V представљајући функцију TC.

3. Одредити тачку у којој се линије TR и TC секу, спустити вертикалну праву на хоризонталну осу, и уочити резултирајућу вредност Qb.

Алгебарски метод. Да би се одредила преломна тачка фирме на алгебарски начин потребно је изједначити функције укупних прихода и укупних (оперативних) трошкова и решити резултирајућу једначину за обим преломне тачке.

Укупан приход је једнак продајној цени по јединици помноженој са величином производње:

$$TR = P \times Q$$

Укупни оператнвни трошак је једнак збиру фиксних и варијабилних трошкова. док је варијабилни трошак производ варијабилног трошка по једпници помноженог обима производње:

$$TC = F + (V \times Q)$$

Треба успоставити једнакост укупних прихода и укупних трошкова (то је случај када је EBIT = TR — TC = O), заменити вредност преломне пронзводње Qb са резултатима Q у следећим једнакостима:

$$TR = TC$$

пли

$$PQb = F + VQh$$

На крају решавање једначнне за вредност преломног обпма производње Qb даје следеће:

$$PQb - VQb = E$$

$$(P - V)Qb = E$$

$$Qb = E$$

$$P - V$$

Разлика између продајне цене по јединици и варијабилног трошкова по једпницн, P — V, понекад се назнва контрибуцијском маржом по јединици. Мери колико свака јединица производа (аутпута) доприноси покрићу фиксних трошкова и оперативне добити. Отуда се такође може рећи да је преломна тачка једнака фиксннм трошковима подељеним са контрибуцијском маржом по јединици.

Анализа преломне тачке се такође може известн у новчаним изразима реализације пре него у јединицама производа. Преломни обим продаје Sb се може одредити на основу следећег израза:

$$Ob = \frac{F}{V - V}$$

где је V/P рациокоефицијент варијабилних трошкова.

Понекад је у анализи потребно да се одреди количина производње при којој се остварује циљна добит изражена у новчаним јединицама. Израз сличан у једначини се може користити у утврђивању такве једнакости:

$$\text{Циљни обим производње} = \frac{\text{Фиксни трошкови + циљни профит}}{\text{Контрибуцијска мрежа по јединици}}$$

Још један концепт који је понекад користан у финансијском планирању је анализа преломне тачке за готовину. Неки од фиксних оперативних трошкова фирме. нарочито амортизација, могу представљати неготовинске издатке. Преломна тачка за готовину се израчунава одбијањем ових неготовинских издатака N, од фиксних трошкова F, у нумератору једначине преломне тачке

$$\text{Готовинска преломна тачка производње} = \frac{F - N}{P - V}$$

Њоме се мери обим производње (јединице) који је потребан да би се покрили фиксни оперативни готовински расходи фирме, као што су лични дохоци, закупнина. кирија, трошкови комуналија.

Анализа преломне тачке производње за готовпну се може такође извести у изразима динара продаје. Преломнн обнм продаје у динарима се може одредити помоћу следећег израза:

$$\text{Готовинска преломна тачка продаје} = \frac{F - N}{1 - \frac{V}{P}}$$

Ако су све остале ствари једнаке, фирма са већом пропорцпјом својих фиксних трошкова у облику неготовинских нздатакарасхода ће поседовати нижу преломну тачку и биће у бољем стању да преживи током привредног пада. него што ће то моћи фнрма чији се фиксни трошкови углавном састоје од готовинских издатака... Још једна претпоставка анализе преломне тачке је да се трошкови могу класификовати на фиксне или варијабилне. Фиксни и варијабилни трошкови су зависни и од временског периода који је обухваћен и од нивоа производње који се разматра. ІСао што смо раније напоменули сви трошкови су варијабилни на дуги рок. Уз то, неки трошкови су делимично фиксни а делимично варијабилни. Штавише, неки трошкови расту степенасто као што расте производња (то су семиваријабилни трошкови) и константни су једино током релативно ужег опсега производње. Још једна претпоставка анализе преломне тачке је да су продајна цена и варијабилни трошкови по јединици као и фиксни трошкови познати за сваки ниво производње. У пракси су ови параметри предмет несигурности. У многим случајевима производна структура (product mix) се мења током времена и проблеми могу настати у алоцирању фиксних трошкова на различите производе”.[298]

[298] Др М. Симовић. оп. цит.

9. ИНВЕСТИЦИОНА ПОЛИТИКА И ФИНАНСИРАЊЕ ИНВЕСТИЦИЈА ФИРМЕ

Инвестиције у ширем смислу представљају део друштвеног производа који се издваја за замену утрошених и дотрајалих.,основних средстава или за улагања у нова основна средства. У ужем смислу, инвестиције су новчана улагања у основна средства, средства заједничке потрошње и трајна обртна средства. Инвестиције се, у основи, деле на привредне (новчана улагања у основна и трајна обртна средства) и непривредне (стамбена изградња, друштвени стандард, комунална делатност и др.); према карактеру градње. деле се на инвестиције у нове капацитете и на улагања у реконструкцију. Према техничкој структури, инвестицији се деле на инвестиције у индустрију, пољопривреду, грађевинарство, саобраћај, итд.

Инвестициони програм имплицира инвестициони елаборат у коме се даје опис инвестиционог објекта са подацима о капацитетима, програму производње, сировинској бази, енергетском билансу. кадровима. пласману производа, транспорту, изградњи и експлоатацији, локацији итд. Поред тога, инвестициони програм, са економског становишта, обухвата и анализу тржишта, предрачун потребних финансијских средстава, структуру опреме по вредности, предрачун трошкова производње. уговорних и законских обавеза и личних доходака, обрачун амортизације. услове кредитирања, динамику трошења средстава н изградње. амортизациони план, структуру трошкова, укупан приход и доходак и његову расподелу, рентабилност, економичност и продуктивност. запосленост. извоз и девизни прилив итд. На основу тога испитује се економска оправданост инвестиционог програма и његова ефикасност.

Извори средстава за финансирање инвестиција су: сопствена средства (амортизација и пословни фонд), банкарски кредити, средства фондова друштвено–политичких заједница. средства буџета ДПЗ, удружена средства, средства становништва (штедња), наменска средства, друштвени зајмови, инострани дугови и средства осигурања. Амортизација и акумулација представљају интерне изворе финансирања, док су остала средства екстерни извори. У начелу, у конструкцијама финансирања инвестиција тежи се повећању коефицијента самофинансирања, с једне, и смањењу учешћа екстерних средстава. с друге стране, уз симултано инсистирање на елиминисању дефицитарног финансирања инвестиција (тј. непокривених инвестиција и инфлаторних конструкција алиментирања инвестиционих програма).

1) ФОРФЕТИНГ

Између I и И светског рата инвестиције су биле финансиране путем дугорочних зајмова на европском тржишту капитала. После И светског рата финансирање инвестиција обавља се путем продужавања рокова плаћања добављача, а финансирање купца све више пада на терет продавца. Понуђено кредитирање и услови плаћања постају верни пратијоци међународне конкуренције. То пак, значи да се на светској снази уз робу нуди и финансирање, пошто је тржиште продавца постало тржиште купца. Тиме се и палета банкарских услуга надопуњује пословима форфетпнга. Тако се од ранијих куповина меница а forfait (првобнтна верзија форфетирања) прешло на финансирање и сношење ризика, као нове функције послова форфетинга.

Но. иако су форфетингу претходили и есконт и факторинг, као слични послови, на развој послова факторинга одлучујуће је било увођење заштитних царина у САД. У том тренутку, сам фактор је престао да буде тзв. комисионар и отпочео је са куповином потраживања и са преузимањем ризика ненаплативости. И, пошто се код сваког посла форфетинга практично тргује потраживањима, то је довело до формирања новог тржишта под називом форфетно тржиште; што је различито од факторинга. лизинга, франшизинга и инжпњеринга. Основни предуслови за развој овог типа тржишта су: степен атрактивности, подношљивост ризика, рок доспећа, висина потраживања и ниво транши, број годишњих ануитета, врста валута и понуђена средишта обезбеђења. „Форфетер потраживање купује без права на регрес према форфетисту, преузимајући на себе све рнзике у вези потраживања. осим веритета потраживања. Стога, форфетер цени обим ризика и квалитет понуђених средстава обезбеђења. па потраживања. која се продају а forfait, потичу готово искључиво из послова извоза опреме, бродова и индустријских постројења на кредит'".[299]

У сваком послу форфетинга бнтно је да потраживање потиче из посла нзвоза и увоза производа на кредит (нпр. производи бродоградње и машннске нндустрије) са наглашеним елементима иностраности: ..Посао форфетинга се тако појављује као један од видова финансирања извоза привреде која производи опрему и индустријска постројења, када из било којег разлога није могуће финансирање из посебних фондова створених у националним системима, а из одређених разлога не долазе у обзир другн начини финансирања као што су есконт. факторинг, лизинг, акредитив. банкарски акцепт и слично".[300] Према томе. сваки форфетер код сваког посла факторинга купује искључиво потраживање без права на регрес према продавцу датог потраживања. Форфетер купује будуће потраживање у чијој основи се налази одобрени кредит дужника из основног посла. Та потраживања су по правилу средњорочна и дугорочна, односно потраживања која доспевају у временском периоду од шест месеци до шест година. Истовремено, посао форфетинга

[299] Др С. Царић и др Ф. Хрнбовшек, Спољнотрговннска плаћања, Научна књига, Београд. 1990. ст. 237–238.

[300] Ибидем. ст. 238.

имплицира само купопродају потраживања од иностраних дужника, при чему форфетист продаје потраживање, а форфетер купује потраживање.

У литератури, међутим. егзистирају бројне дефиниције форфетинга. Међу њима истичемо следеће:[301]

- „Форфетирање је облик финансирања извозних кредита које се реализује путем продаје извозног потраживања банци или специјализованој кредитној институцији, уз презентовање докумената mi основу којих се гарантује отплата дуга од увозника".
- „Код форфетирунга форфетист продаје и преноси своја потраживања на друга лица. на тзв. форфетера уз накнаду".
- „Овај појам обележава безрегресну продају извозног потраживања произвођача или трговца домаћој или иностраној банци или финансијском друштву уз одговарајућа обезбеђења (нпр. гаранција банке увозника)".
- „Под овим се подразумева продаја неког и дугорочнијег извозног потраживања (књиговодственог потраживања) извозника својој банци или спцијализованом финансијском институту, када продаја није оптерећена регресом и већином је везана за предају довољних обезбеђења".
- „У послу извозног финансирања под форфетирањем подразумевамо куповину извозног потраживања које је извозник стекао према свом иностраном купцу. При том се субјект који купује одриче сваког регреса према продавцу потраживања".
- „За уговор о форфетирању карактеристично је то да банка (форфетер) преузима од свог комитента потраживање које овај има према трећем лицу и одриче се права да поставља регресни захтев у случају да ово потраживање остане ненаплаћено. С друге стране. комитент је дужан да банци преда одговарајуће исправе о дугу као и да јој исплати есконтну камату. трошкове и провизију".
- форфетирање подразумева откуп дугорочних потраживања према трећем лицу.... које се најчешће састоји из меница.... чиме преузима укупан ризик наплате тог потраживања".
- „Уговором о форфетирању, који се сматра посебном врстом есконта (дисконта a forfait) преносе се уз паушалну цену потраживања са дотадашњег имеоца на банку (форфетера) уз одрицање права банци на повратни (регресни) захтев према ранијем имаоцу потраживања, у случају да потраживање о доспелости не буде наплаћено".

У пословима форфетинга учествују бројни субјекти. и то: форфетер. форфетист, уступљени дужник и остала лица.[302] Форфетер јесте лице које без права на регрес купује будуће потраживање. Форфетер је практично купац потраживања чију финансијску снагу опредељује способност рефинансирања на форфетном тржишту. Зато се у функцији форфетера јављају познате међународне банке, специјални финансијски институти, друштва за финансирање. независне финансијске фирме и финансијски посредници.

---

[301] Ибидем. ст. 241.
[302] Ибидем, ст. 313–319.

Форфетист јесте продавац будућег потраживања без права на регрес, односно извозник робе на почек (кредит). Као фактор у послу форфетинга, форфетист испоручује робу и даје кредит на испоручену робу купцу робе (увознику). Ово настало потраживање постаје предмет посла форфетинга. У том послу, форфетист се појављује као продавац потраживања.

У послу форфетинга, лице које тргује дугом назива се уступљени дужник. То је заправо страно лице које је обавезно да дуг врати форфетеру на бази уговора о безрегресној купопродаји потраживања.

Коначно, остала лица у послу форсретинга јављају се као даваоци обезбеђења, и то: авалист, гарант, акредитивна банка и потврђујућа банка. Као авалиста се у пословима форсретинга обично појављује позната међународна банка и угледна фирма првокласног бонитета, поготову ако је потраживање утеловљено у меници.

Гарант јесте лице које се обавезало да потраживање"у послу форфетинга потпуно гарантује у виду исплате меничног износа о доспећу или наплате потраживање (исплата дуга). У функцији гаранта се обично јавља тзв. кућна банка увозника, односно уступљеног дужника.

Акредитивна банка јесте ново лице у послу форфетинга које исплату потраживања о доспећу гарантује неопозивим документарним акредитивом. Ова банка за рачун налогодавца и у своје име „ставља кориснику акредитива на располагање одређену суму новца, или се обавезује да ће акцептирати или негоцирати менице, уз подношење мериторних докумената и унутар рока".[303]

Банка која на захтев акредитивне банке (корисника акредитива) дода своју обавезу на обавезу акредитивне банке како би кориснику акредитива омогућила коришћење акредитива јесте права потврђујућа банка. Ова банка, са својим обавезама и својим правима, фактички преузима акредитивну обавезу.

2) ФАКТОРИНГ

У теорији и пракси, факторинг репрезентује уговор о реализацији књиговодствених потраживања од стране банке. У том контексту, факторинг се практично састоји из куповине потраживања по основу испорука и услуга са купцима у земљи и иностранству са кратким роком, с тим што срактор сноси del kredere ризик за купљена потраживања. „Код посла факторинга се купац потраживања (фактор) обавезује да купи садашња и будућа потраживања од привредне организације — продавца. Продавац се обавезује да продато будуће или садашње потраживање пренесе на срактора. Потраживања су увек краткорочна, са роком до деведесет дана, а највише до сто двадесет дана. Ова потраживања су тзв. чиста, књиговодствена потраживања. Осим тога, продавац потраживања се обавезује да ће срактору платити награду за његов рад и за препуштени капитал. Награда се исплаћује тако што је

[303] Ибидем, ст. 318.

фактор задржава у облику есконта код исплате куповне цене. Привредни смисао посла сракторинга је у томе, што продавац робе за готово, или на почек од три или четири месеца, своје потраживање из ове продаје може одмах да прода фактору. Продаја је коначна и „без регреса" према продавцу потраживања, што значи да срактор преузима del kredere ризик. Продавац може потраживања да прода пре доспећа, али не гарантује за наплативост, већ само за правно постојање (веритет). Из овог посла проистичу неке предности за продавца (комитента). Он одмах долази до потребних новчаних средстава, која може да употреби ради наставка циклуса производње. При том он код измиривања обавеза према својим добављачима може да ужива пуни сконто. Пошто је потраживање продао „без регреса", комитент је спречио настанак губитка услед деловања del kredere ризика. На крају, он у знатној мери растерећује своје књиговодство. Фактор од свог комитента стиче потраживање од његовнх купаца уз накнаду, путем цесија, у својину, и наплаћује их о доспећу. Дотле их надзире, а истовремено преузима ризик наплате. Ово би био тзв. прави сракторинг посао. Код њега се остварују све три привредне срункциј–е посла сракторинга:

1. „Del kredere срункција или функција осигурања кредита,
2. Услужна функција или управљачка сругжција, тј. пружање стручних услуга у погледу остваривања потраживања према трећим лицима,
3. Функција финансирања. тј. срункција обезбеђења гоговинског новца".[304]

Централна функција сваког факторинга је ипак финансирање са растућом улогом на међународном плану. Доказ за то јесу подаци који говоре да је у 1979. год. у целом свету купљено потражлвање достигло износ од 53 млрд. долара. Потраживања су. самим тим, постала врло погодна за послове факторинга без обзира да ли се ради о домаћем факторингу (у коме су све уговорне стране у послу држављани једне земље) или о међународном сракторингу (у коме је продавац у земљи фактора. а уступљени дужник у иностранству). У том контексту, сва потраживања морају бити изражена у домаћој валути, будући да фактор по дефиннцији не преузима курсни и валутни ризик. Но, потраживања морају бити краткорочна и да облигатно проистичу из редовних испорука робе и пружања услуга купцима. И, пошто су књиговодствена потраживања предмет посла факторинга. то се она могу преносити и цеснјом.[305] Код цеспје се. пак, на фактора преноси. поред потражпвања. и тзв. задржано право својине на испорученој робн ради обезбеђења плаћања.

У сваком послу факторинга. фактор преузпма на себе фушшију финансирања. Купљено потраживање фактор одмах одобрава комнтенту и то не у номиналном износу него по тзв. садашњој вредности, која се добија одбијањем дисконта од номиналне вредностн потраживања. За услуте финансирања фактор наплаћује тзв. нагробу. која се – састоји од камате

---

[304] Ибидем, ст. 280.

[305] G. Starling н 0. W. Baskin. Issucs in BusinessandSocietv: Capitalism and Public Purpose, Kent Publishing Companv. Boston. 1985.

обрачунате у висини камате по контокорентном кредиту и од провизије. као нграда за услужне послове и за del kredere ризик. Та провизија за факторинг обично се креће од 0.8% до 2% од промета Потраживања. У том контексту. склапа се уговор о факторингу између банке или специјализованог института за факторинг. као фактора. и комнтента. као продавца робе, за пернод у трајању од 1–4 године унапред. а не за сваки појединачнн посао. У овом уговору. фактору на откуп, комитент обавезно нуди целокупна потраживања. која су уговором предвпђена. Фактор је. по уговору, дужан да одмах плати купљена потраживања. А пре тога. срактор испитује бонитет уступљених потраживања дужника.

Између факторинга и форфетинга постоје и сличности и разлике. Наиме, факторинг јесте куповина потражпвања. при чему срактор преузима обавезу пружања банкарских услуга. као што су одобравање кредита, преузимање del kredere ризика. вођење књиговодства, наплате потраживања и испитивање кредитне способности купаца.[306] Ради се, дакле, о мешовитом уговору између комитента и фактора са симултаним елементима и уговора о одавању услуга и куповина. То, пак, значи да и посао факторинга и посао форфетинга спадају у банкарске послове и да служе финансирању пласмана уз преузети ризик, с том разликом што се код посла факторинга као предмет уговора јављају и доспела потраживања. Али, и код факторинга и код форфетинга купопродаја доспелих потраживања јесте предмет уговора, у коме се и есконт и провизија јављају као саставни делови награде. „Разлике између посла факторинга и посла форфетинга се већ изражавају у различитим њиховим пршзредним функцијама. Посао факторинга се употребљава искључиво за краткорочио финансирање, будући да за предмет уговора има краткорочна потраживања. па је његова привредна функција кредитирање обртних средстава. У послу форфетинга се форфетирају само средњорочна и дугорочна потраживања, па он служи финансирању инвестиција. Посао факторинга се претежно употребљава у домаћем платном промету. премда се употребљава и у међународном, али посао форфетинга се не употребљава за регулисање домаћег финансирања. Разлика између посла факторинга и посла форфетинга је у томе, што се код сракторинга преузимају и уговорене услуге, које не постоје код cворфетинга. У послу факторинга настаје трајан однос, у којем се купују сва потраживања. која су краткорочна и нису обезбеђена неким посебним уговорним средствима обезбеђења, и која углавном потичу из домаћег пословања. У послу форфетинга се увек регулише купопродаја појединачног потраживања, које је средњерочно или дугорочно и увек потиче из спољно–трговинског пословања. при чему се ствара тренутан однос, а потражпвање је, углавном обезбеђено. Обим преузетих ризика је такође различит, пошто се у послу форфетинга, поред свих постојећих домаћих ризика, преузимају и спољнотрговински ризици. нарочито политички и валутни ризици. Из разлике у обиму преузетих ризика произилази и разлика у обиму награДа”.[307]

---

[306] Др С. Царић и др Ф. Хрибовшек. оп. цит., ст. 283.
[307] Ибидем. ст. 284.

3) ЛИЗИНГ

Лизинг јесте релативно нови инструмент финансирања инвестиција. који је у савременом свету достигао износ од 5% до 20% укупних инвестиција. Предмет лизинга је одређена ствар која се од стране даваоца лизинга привремено предаје примаоцу лизинга, који преузима на себе ризик и јемство за одржавање ствари. На даваоцу лизинга остаје само тзв. кредитни ризик, док на примаоца лизинга пада тзв. предузетнички (или инвестициони) ризик. Уговор о лизингу јесте правни институт за' регулисање посла лизинга у коме се давалац лизинга обавезује да уступи одређену ствар на привремено коришћење примаоцу лизинга, који је обавезан да плати закупнину, као уговорену награду даваоцу лизинга (тзв. лизинг рата), али и да надокнади штету у случају уништења ствари (предмета лизинга). У самом уговору може бити уговорена и цена у случају продаје предмета по истеку рока употребе ствари на лизинг. По исплати уговорене цене за уговорену продају предмета лизинга следи пренос својпне на примаоца лизинга.

У савременом свету. лизинг омогућава привредно рационално и ефикасно коришћење ствари (нпр. машине). које су предмет уговора о лизингу, што је врло важна привредна функција лизинга. У том склопу, нарочито је значајан тзв. инвестициони лизинг, „који за предмет уговора има покретна инвестициона добра".

Са пословима форфетинга. лизинг има и сличности и разлике. „Посао форфетинга само посредно омогућава економско искоришћавање ствари и та ствар није предмет уговора о форфетингу. Лизинг и форфетинг служе финансирању. За лизинг је типично финансирање са тим својствима да прималац лизинга не стиче својину на ствари коју искоришћава. али се може уговорити и касније преузимање ове ствари у својину примаоца лизинга. Код посла форфетинга су за привредно искоришћавање ствари и за финансирање потребна два уговора: уговор о међународној купопродаји робе или пружању услуга и уговор о форфетингу. Осим тога, финансирања код ових послова иду у различитим правцима. Код посла лизинга финансирање је окренуто према произвођачу робе, односно пружаоцу услуга, који се појављује као форфетист. а само посредно омогућава и финансирање купца ове робе (уступљеног дужника).

Лизинг се претежно употребљава у домаћем правном про.мету, али постоји и међународни (извозни или увозни) лизинг. док се посао форфетинга употребљава искључиво у међународном финансирању... Суштинска разлика између посла лизинга и посла форфетинга је у предмету обавезе. Док се предмет обавезе у послу лизинга састоји у предаји ствари на привремену употребу на уговорено време. уз неке остале услуге н ређе пренос права својине. при чему ствар бива средство за производњу или неко трајно потрошно добро — дакле ствари које одговарају условима за закуп, дотле је предмет обавеза код посла форфетинга увек продаја. и то безрегресна. која као предмет обавезе нема неку ствар, него има право — потраживање. Каузалност код посла лизинга је врло наглашена, а кауза код посла форфетинга. премда постоји. није толико

изражена. Посао форфетинга је увек апстрактан у оДносу на предмет, ако је потраживање инкорпорисано у некој хартији од вредностн или у банкарској гаранцији нли документарном акредитнву. Осим тога, посао форфетинга је самосталан уговор у односу на основни правнн посао. а лизинг не може бити самосталан у односу на посао коме је он инструмент за правно регулисање. Посао лизинга је сам за себе основнн уговор".[308]

4) ФРАНШИЗИНГ

Франшизинг услови, у савременом свету. тичу се политике финансирања посредством прометног и производног франшизинга (којим су се, најпре, бавиле чувене америчке фирме, као што су Coca–Cola и General Motors). Пословни франшизинг фактички подразумева продају робе у малопродајној мрежи потрошачима на основу уговора о франшизингу између давалаца и корисника франшизинга. За кориснике франшизинга, давалац франишизинга обезбеђује већ изграђене објекте и знања о начину пословања како би корисник франшизинга остварио већи промет и већи доходак без улагања својих средстава у продајне објекте. Код производног франшизинга, давалац франшизинга преноси лиценцно право на производњу производа, преноси знања и искуства (кнољхоњ) у пословању и врши обуку кадрова на подручју производње и маркетинга. А то је изузетно привлачно за корисника франшизинга, пошто су ризици улагања у изградњу производних и продајних капацитета минимнзирани. Права и обавезе између даваоца и корисника франшизинга регулишу се уговором о пословном франшизингу. Корисник франшизинга плаћа продавцу франшизинга накнаду у проценту. У ствари, ради се о учешћу у расподели остварене марже, ако се ради о тзв. прометном франшизингу. А ако се ради о производном франшизингу, онда се плаћа накнада у фнксном износу. Но, корисник франшизинга може обезбеђивати и средства за финансирање инвестиционих улагања, исто онако као што и давалац франшизинга може учествовати у финансирању инвестиција (путем куповине деоница. путем улога. путем давања дугорочног кредита). Али. ови финансијски аранжмани могу бити предмет и посебних уговора о финансирању. а не само франшизинг аранжмана.

5) ЛИЗИНГ, ФАКТОРИНГ И ФОРФЕТИНГ У ФИНАНСИЈСКОМ МЕНАЏМЕНТУ

У спецпфичнензворе средстава. који су предмет изучавања финансијског менаџмента. сврставају се лизинг. факторинг и форфетинг. будући да репрезентују сложене комбиноване облике извоза, чијим се прибављањем стиче само право коришћења (лизинг) или право власншптва над одређеним износом средстава (факторннг и форфетннг). „Лизинг представља пословни аранжман између даваоца лизннга (закуподавца) и примаоца лнзинга

[308] Ибидем. ст. 288.

(закупца), при чему давалац лизинга уступа на коришћење средства (опрему. транспортна средства. зграде) са задржавањем права власнштва над њима и уз наплату закупнине, а прималац лизинга стиче само право коришћења (до момента откупа). Како су предмет закупа основна средства. то је лизинг екстерни извоз основних средстава. Због саме вредности основних средстава, пак. као предмета лизинга и њихових карактеристика, лизинг аранжман обнчно укључује и друге изворе средстава: креднт, добављаче по основу know–how и др. Стога је он специфичан извор средстава."[309]

По критеријуму броја учесника у лизинг аранжману, у теорији и пракси се обично разликују директни лизинг, индиректни лизинг и лизинг са leverageом. „Директни лизинг је пословни аранжман између даваоца лизинга и примаоца лизинга у коме се прималац лизинга јавља као пословни субјект који не поседује потребна средства за обављање своје делатности, а давалац лизинга је пословни субјект који поседује та средства и може их уступити на коришћење уз наплату одређене закупнине с правом или без права откупа после одређеног времена коришћења."[310] Лизинг компанија која се јавља као посредник између произвођача опреме и примаоца лизинга (закупца) ефективно намнрује индиректни лнзинг у коме дотнчна компанпја прибавља опрему ради издавања у закуп примаоцу лизинга или непосредном куповином основног средства од произвођача долазн до предмета који се даје у закуп. А уколико компанија набавља опрему позајмљеннм средствима (а не сопственим), онда та врста лизинг аранжмана представља лизинг са leverageом у коме се јављају, симултано. и кредитор, и лизинг компанија и прнмалац лизинга.

За фирме су важни и посебни облицн лизинга. ,,Посебну врсту лизинга чини лизинг „продај, нзнајми — не купуј" („seli, let out — not buy"). Јавља се при преласку са финанснјске стратегије „купуј. не изнајмљуј" („buy, not let out") на финансијску стратегију „изнајмљуј, не купуј" (..let out, not buy"). Пословни субјект 1) нли продаје своја основна средства лизпнг компанији па их од ње изнајмљује. 2) или продаје своја основна средства лизииг компанији а од ње изнајмљује друга, 3) или продаје своја основна средства а од лизинг компаннје пзнајмљује друта.

Сва три облика лнзгшга „продај, изнајми — не купуј" темел^е се на схватању да је власништво над средствима ризичан луксуз и споредна ствар. Први облик се јавља у условима 1) високих трошкова одржавања у сопственој режији, 2) сталне потребе за ,,know–how и 3) неповољне пореске политике у сегменту опорезнвања пмовине предузећа. Други облик је уобичајен у условима 1) брзог техннчко–технолошког прогреса у области производње конкретних средстава за рад и 2) промене основне делатности корпснпка лпзинга. Трећн облик је могућ у условнма 1) свих пет алтернатива нз претходна два облика лизинга али и 2) омогућава кориснику лизинга да

[309] Др Н. Вуња, Финансијски менаџмент, СДК 162/91. ст. 38.

[310] Др Н. Фигар, Специфични облици извоза средстава — лизинг, факторинг и форфетинг. Књиговодство 7/92 ст. 26.

постигне најповољнији однос између прихода од продаје својпх средстава и расхода по основу узимања у закуп."[311]

За разлику од лпзинга. факторинг репрезентују пословни аранжмаии између комнтента (пословнн субјект), који нуди на продају своје потраживање од купаца и пословног субјекта. као фактора, који купује потраживање. У том контексту. у купопродајном односу између фактора н комитента потраживање практично постаје специфична роба. која омогућава да један облик извора средстава нпжег степена сигурностн у потпуности пређу у други облпк пзвора средстава вишег степена сигурности (расположива новчана средства). „Разликује се више врста факторинга, а свака од њих има различиту цену коштања што се одражава на финансијску структуру предузећа.

Код правог факторинга комитент своје потраживање од купца продаје фактору. Фактор се јавља као нови поверилац а комнтент је потраживање од купца претворно у готов новац. Тај износ готовог новца не може бити у висини фактурисаног потраживања, већ је умањен за трошкове иаплате потраживања и камате на дати аванс. Уколико се ради о факторингу без рекурса, потраживање ће бити умањено и за резерве за могући ризик у наплати потраживања.

Трошкови наплате потраживања садрже: трошкове саме наплате, трошкове утврђивања бонитета купаца, трошкове истраживања тржишта купаца, трошкове књиговодствене евиденције, компјутерске обраде података и сл. У зависности од њихове висине срактор утврђује стопу или апсолутни износ провизије као цену за своје сракторинг услуге.

Исплатом купљеног потраживања комитент је, практично, добио аванс за срактурисано потраживање а фактор дао кредит за ненаплаћено потраживање. Камата на аванс, односно кредит представља цену исплаћеног потраживања од дана исплате комитенту до дана наплате од купца. Мора бити најмање у висини камате на краткорочне кредите."[312]

Коначно, форфетинг репрезентује, такође, пословни аранжман између форфетера (пословни субјект), који купује потраживање, и комитента, као пословног субјекта. који продаје потраживање. Форфетинг аранжмани су нарочито атрактивни за извознике (извоз опреме и извођење грађевинских и инвестиционих радова у иностранству) и за пословне субјекте који обављају делатност у иностранству без расположивих новчаних средстава. Иако је. по свом устројству. сличан факторингу, форфетинг се ипак од њега разликује. и то у следећем:[313]

- Као форфетер се најчешће јавља банка, а као срактор и други пословни субјектиј.
- Код срорфетинга се продају потраживања с роком доспећа од шест месеци до шест година, док је код сракторинга тај рок од 60, 90 и 180 дана.

---

[311] Ибидем, ст. 26.

[312] Др Н. Фигар, оп. цит, ст. 27., P. Oldeorn. Менаџмент. Сарајево. Свјетлост. 1990. ст. 149–150. н П. Лазић, Лизинг, СДК 162/91 ст. 51. и др Р. Радовановпћ и др М. Иванишевић, Лизинг послови. Пракса н књиговодство 21/91. ст. 10.

[313] Др Н. Фигар. оп. цит., ст. 33.

- Фактор може да поставља регресни захтев према комитенту ако је потраживање на рекурсној основи, док тавка могућност за форфетера не постоји.
- Форсретер купује потраживање у номиналном износу умањеном за износ камате, трошкова које има и банкарску провизију.[314]).
- Пошто се ради о великом износу потраживања. предмет форфетинга може да буде само једно потраживање. док код факторинга онолико колико фактор прихвати за откуп.
- Форфетер преузима послове из сиољнотрговинске размене, док фактор обично преузима потраживања са домаћег тржишта.
- Скупљи је извор средстава и од кредита и од факторинга јер укључује веће трошкове, већу провизију и веће резерве за ризик, а све то због дужег периода доспелости потраживања.

10. ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ У ТЕОРИЈИ И ПРАКСИ

У финансијској теорији и пракси егзистирају три паралелна модела финансирања инвестиција (и потраживања), и то: (1) Метод самофинансирања (интерно финансирање) који употребљава сопствене фондове за финансирање улагања и расхода, (2) Метод директног финансирања који између штедиша и инвеститора успоставља непосредни ретрансфер финансијских фондова и (3) Метод иедиректног финансирања који између инвеститора и штедиша убацује посредничке финансијске институције у ретрансферу финансијских фондова. „Финансијско тржиште представља организовани метод трансфера акумулације и новчаних фондова између економских јединица са суфицитом и јединица са дефицитом финансијских фондова. На овај начин се повезују субјекти, институције и сектори са асиметричним финансијским позицијама у циљу оптималног премошћивања и усклађивања токова формирања дохотка, штедње. инвестиција и потрошње. Јединице, институције и сектори који формирају већи агрегатни доходак у односу на агрегатну потрошњу дефинишу се као штедише и појављују се на тржишту понуде финансијских ресурса. На супротној страни имамо субјекте, институције и секторе који формирају већи ниво агрегатне потрошње у односу на доходак и услед тога се појављују на тржишту тражње за финансијским средствима. Задатак финансијског система јесте изградња институција, инструмената и механизама, преко којих ће се ефикасно и рационално трансферисати акумулативни и новчани фондови и којима ће се обезбедитн оптимална алокација фиксираног нивоа друштвене акумулације. На финансијском тржишту се обезбеђује

[314] Ибидем, ст. 35.

усклађивање финансијских са планираним реалним токовима. оптимално корпшћење економских потенцијала и уравнотежење агрегатних биланса на свим нивоима економских јединица. У следећој једначини се може дати илустрација равнотеже између тоталних извора фондова и тоталне употребе фондова:

$$D + DEF = C + I + DFPL$$

Ова једначина је изведена из основне релације између штедње. инвестиција, потрошње и финансијских трансфера, преко којих се затварају иницијалне неравнотеже између реалних агрегата. У оквиру једначине збир агрегатног дохотка (D) и прилива финансијских ресурса (FF) чини укупне изворе за финансирање текуће потрошње (C). инвестиција (I) и повећања финансијске активе (FPL). Билансно посматрано увек постоји равнотежа између извора и коришћења ресурса, док фактички финансијско тржиште делује на функционално уравнотежавање фондова.[315]

У теорији и пракси разликује се примарно и секундарно тржиште. Секундарно финансијско тржиште англобира ретрансфер постојећих врста (облика) финансијских актива путем којих се осигурава ликвидни момент (а не одговарајућа стопа приноса као код примарног финансијског тржишта). Примарно финансијско тржиште рефлектује купопродају иницијалних хартија од вредности у виду директних трансфера вредносних хартија (када банка улаже своје финансијске срондове у вредносне папире инвеститора), односно у виду индиректних трансферисања хартија од вредности (инвеститора преко специјализованих финансијских установа). „Конвенционална подела финансијских тржишта јесте разликовање тржишта кредита и тржишта вредносних хартија. Кредитно тржиште је персонализованог карактера пошто се трансфер средстава врши на основу директног уговарања кредитора и дебитора. Тржиште вредносних хартија је имперсонализовано или отворено, пошто се крајњи купци и продавци не морају сучељавати и познавати зато што најчешће трансфер обављају брокери или дилери као специјализовани посредници. Међутим, овај критеријум реализовања није потпуно задовољавајући пошто се једном одобрени кредити могу продавати између финансијских институција, као што и купопродаја вредносних хартија понекад може бити обављена између пословно повезаних субјеката или институција. Финансијско тржиште се најчешће дели на новчано и капитално, где су основни критеријуми дистинкције рочности и намена трансферисаних ресурса. Новчано тржиште обухвата трансфер краткорочних ресурса или финансијских инструмената, чија доспелост се креће у границама од године дана. Тржиште капитала обухвата трансфер дугорочних финансијских инструмената и ресурса са доспелошћу изнад године дана. Иза наизглед конвенционалне поделе крије се фундаментално разликовање трансфера финансијских средстава према изворима. квалитету и намени коришћења. Квалитетно различита финансијска средства струје на два паралелна тржишта

[315] Др С. Јогић, Банкарство, Научна књига, Београд. 1990. и Др. С. Комазец, др Ж. Ристић, Финансијска тржишта и берзе. Чигоја, Београд. 1997.

и само строго одређени делови укупних средстава могу бити преливени између њих. Финансијско тржиште у најширем смислу треба посматрати кроз следећа три паралелна тржишта: новчаног, кредитног и тржишта капитала. Основни задаци новчаног тржишта јесу снабдевање процеса репродукције задовојавајућим износима ликвидних средстава, односно новчано подмазивање привредне машинерије. Укупан ликвидни потенцијал привреде и банака обезбеђује се на основу креирања примарног новца, суперкраткорочног кредитнрања између пословних баиака. краткорочног банкарског кредитирања привреде и међукредитирања привреде. Једначина повећања ликвидног потенцијала макроекономског система (LP) добија се на основу синтезе следећих варијабли:

$$DLP = DB + DBKK + DKKP + DMK$$

Сумарни и међусобно повезани прираст примарног новца (B), краткорочних позајмица између банака (ВКК), краткорочних кредита привреди (ККР) i međukreditirawa u privredi (MK) даје прираст укупног ликвидног потенцијала система. Прве три категорије се односе на раст банкарског новца, док се четврт категорија односи на привредни (небанкарски) новац, при чему треба да постоје равнотежни односи у погледу квантитативног и структурног раста ликвидног потенцијала макроекономског система. Квантитативни раст ликвидног потенцијала се усклађује према расту основних реалних категорија као што су производња, промет, укупан приход, али је важан утицај и усавршавање технологије плаћањ аи финансијске дисциплине. Са друге стране, повећање ликвидног потенцијала представља полугу у формирању агрегатне тражње маркоекономског система. услед чега је веома важно да монетарни систем обезбеђује оптимални раст монетарних и кредитних извора ликвидностн”.[316]

Кредитно тржиште репрезентује тржншну мобилизацију и алокацију финансијских ресурса у реалној сфери репродукције. Банке и финансијске институције подстичу мобилизацију акумулацноних фондова. посредују у повезивању инвеститора и штедиша, и каналишу финансијске ресурсе у привредне пактове са гарантованим приносима. Зато се кредитно тржиште и сматра специјалним финансијским путем за селективно финансирање фиксних инвестиција и трајних обртних средстава. „Равнотежа кредитног тржишта би се успостављала на основу комбнованог деловања стопе приноса од инвестиционог пројекта, стопе партиципације дебитора и каматне стопе. У условима правилне дистрибуције стопа приноса и одговарајућег нивоа каматне стопе. избор правца кредитних пласмана био би везан за померање стопе партиципације. Прихватање већих каматних стопа представља упозоравајући сигнал за идентификовање кредитно неспособних субјеката. пошто постоји инверзна повезаност између стопа приноса инвестиционих пројеката и спремности да се прихвата већи ниво каматне стопе. Међутим. позптивна корелација између стопа приноса и стопа партнципације представља главни критеријум за конфигурацију квалитетних и неквалитетних инвеститора.

[316] Ибидем. ст. 20–21.

Отуда, основнн селекциони инструменти треба да буду растућа стопа партиципације и приноса, са фиксираном каматном стопом. на основу чега би се успостављала неопходна равнотежа на кредитном тржишту. Испод усвојеног нивоа партпципације и приноса инвестицпоног пројекта не би могао бити дозвољен прпступ на кредитно тржиште.

На тржишту капитала постоји преливање дугорочних финансијских ресурса уз одговарајуће тржишне н финансијске услове и без посредовања специјалних финансијских институција. Овде имамо директно финансијско повезивање штедиша и инвеститора као антинодних субјеката. засновано на микроекономским оценама субјеката у оптималној дистрибуцији укупне финансијске активе и о оптимизацији извора финансирања инвестиција. Класично посредовање банака и кредитног односа не постоји и отуда не постоји ни органпзовани метод оцењивања. праћења н конктроле степена ефикасности алоцираних средстава. Покретачка и мотивациона полуга за трансфер капитала јесу одговарајуће дпферепције између кретања каматне стопе, стопе приноса на вредносне хартије и стопа приноса инвестиционих пројеката и одговарајућа цена хартија. Регулативни механизми по правилу се активирају ex post. када се на основу опадања тржишне вредности хартија открива. на пример. погрешна инвестициона или пословна политика прнвредног субјекта или пак када се добре пословне перформансе инвеститора потврђују преко повећања тржишних цена хартија. Преко дивергентних процеса формирања цена хартнја И осцилација у нивоима стопа приноса, тржишни систем улази у равнотежне зоне, али је битно да у транзиторним перијодима може долазити до расипања друштвеног капитала. У условима поремећених макроекономских и привредних биланса трансфери капитала преко тржишта могу довести до сразмерно већих губитака друштвене акумулације.”[317]

11. КАПИТАЛ ИНКОРПОРИСАНОГ ПРЕДУЗЕЋА

Финансијска структура инкорпорисаног предузећа је по правилу диверсификована, будући да однос сопствених и позајмљених извора финансирања рефлектује структуру пасиве биланса стања. Структура капитала предузећа фактички репрезентује финансијску структуру, која је детерминисана обимом и врстом пословне активности предузећа, карактером пословних улагања (дугорочних, капиталних), нивоом финансијског ризика, кредитним бонитетом фирме, итд. „Сопствени извори финансирања инкорпорисаног предузећа могу да буду екстерни и интерни. Екстерне

[317] Ибидем. ст. 23.

изворе представља акцијски капитал који је уплаћен од стране акционара као легалних власника предузећа, док се интерни извори у предузећу које нормално живи и ради сукцесивно срормирају на бази редовног пословања. У интерне изворе спадају. према томе, акумулисани добитак и амортизација. Периодичне накнаде на име амортизације нису. међутим, интересантне са стнаовишта изучавања и компоновања структуре капитала, јер не фигуришу као извор финансирања у билансном смислу. иако представљају врло значајан интерни прилив финансијских средстава. поготово у великим предузећима која имају сразмерно висока улагања у сриксну имовину".[318]

У том склопу. акциони капитал формира се по правилу емисијом и продајом „обичних" акција. Ове акције на тржишту хартија од вредности имају своју номиналну вредност. Продате акције по номпнали предодређују тзв. књиговодствену вредност акционог капитала у пасиви биланса инкорпорираног предузећа. „Купци обичних акција постају акционари који се сматрају легалним сувласницима предузећа сразмерно броју акција које поседују. Међутим. за разлику од власника инокосних или ортачких предузећа. акционари обично нису и предузетници. Мада путем права гласа. сразмерно броју купљених акција добијају формалну могућност да активно утичу на креирање и вођење пословне политике предузећа, код великих јавних корпорација та могућност остаје практично неискоришћена с обзиром да за сада не постоје погодне јавне и организационе фирме путем којих би акционари могли деловати као хомогена целина. Због тога се послови управљања предузећем неминовно преносе и поверавају професионалним органима управљања односно директорима које бира и поставља скупштина акционара."[319]

Акционари јесу купци и повлашћених (пресреренцијалних) акција, које инкорпорисана предузећа емитују упоредо са обичним акцијама. Ове преференцијалне акције имају по дефиницији приоритетно право на учешће у добити након опорезивања (што није случај са обичним акцијама). Дивиденда која припада власницима повлашћених акциони јесте у правијлу лпмитирана. односно утврђена у фпксиом износу у односу на номиналну вредност акција. Но, без обзнра да ли акцнониски капитал потиче од обичних преференцијалних акција. ваља нстаћи чињеницу да се он ппак сматра преманентним (сталннм) извором финансирања инкорпорисаног предузећа. који готово и да нема коначни рок доспелости. „Са становишта обичних акционара као коначних власнчтка предузећа, преференцијалне акције су веома сличне дугорочном дугу с обзиром да имају приоритетније право на добитак и средства и ограничена права по питањима управљања. Гледано, пак, очима поверилаца, између преференцијалних и обнчних акција нема никакве битне разлике с обзнром да, у односу на њих. и обични и повлашћени акционари имају статус власника. Консеквентно томе. капитал од преференцијалних акција може се класификовати као извор сопствених средстава корпорације или дугорочни дуг, зависно већ од тога у које сврхе се класификација врши. За потребе компоновања финансијске структуре та класификација је изваиредно значајна. Ако се композицнја финаинсијске структуре посматра са тачке гледишта

[318] Др Д. Красуља. Пословне финансије, Економски факултет. Београд. 1986. ст. 5.
[319] Ибидем. ст. 6.

поверилаца. преференцијалне акције се могу класификовати као извор сопствених средстава предузећа. Напротив, ако се на финансијске ефекте који проистичу из, мање или више, успешно компоноване финансијске структуре гледа очима обичних акционара. акциони капитал од преференцнјалннх акцнја може да буде третиран и као дугорочни дуг”.[320]

Лукративност јесте централни мотнв понашања акцпонара. који перманентно теже да максимирају принос на улагања. Тај принос мора бити једнак пословном добитку корпорације, који се умањује за нзнос камате на дугове. за износ пореза на добит и за износ преференцијалних дивиденди. Остатак од тог приноса мора бити акумулисан за даљи раст пОредузећа и репрезентује тзв. акумулнсани добитак у билансу стања. У основи, ради се о сопственом капиталу који је настао пз редовног пословања фирме (као интерни извор финансирања капиталних улагања). „Акумулисани добитак. као кумулативна разлика између пернодичних нето добитака и исплаћене дивиденде, не означава ни у ком случају расположиву готовину са становишта циркулације средстава кроз процес пословања... У том смислу. капитализација акумулисаног добитка означава само формално и официјелно обнародовање, одлуке органа управљања да сразмеран износ повећања средстава из редовног пословања треба да остане у предузећу као део перманентннх пословних улагања и да није расположив за исплату дивиденди”.[321]

Целокупни акумулисани (капитални) добитак по правилу не пде на дивиденде, будући да њихов један део менаџери фирме каналишу на рачуне резерви у билансу стања (наменско резервисање добитака). „Резерве за експанзију означавају овај део акумулисаног добитка који је намењен улагању у нова средства. Резерве за случај неизвесности изражавају процену органа управљања да ће одређена средства бити потребна за нередовне сврхе или измирење могућих обавеза које још немају статус праве пасиве (ретроактивно повећање плата и надница. изгубљени судски спорови итд.). Резерве за могући пад вредности залиха намењене су покрићу губитака који се очекује због продаје залиха по нижој цени у односу на њиихову вредност која је исказана у билансу стања. Резерве за повлачење хартија од вредности индикују, пак, наменски извор издвојених средстава која се акумулирају по одређеном систематском плану за повлачење обвезница или преференцијалних акција о роковима њиховог доспећа, и слично”.[322]

Периодичне накнаде трошкова амортизације из прихода од реализације производа и услуга заједно са акумулираним добитком јесу интерни извори финансијских средстава из редовног пословања (извор самофинансирања фирме). У ствари, периодичне накнаде рефлектују трансформацију фиксне имовине и обртна средства, односно готовину у току пословног циклуса. „Отуда, у рачуноводству амортизација представља просто трошак пословања који резултира из отписивања дугорочних улагања у фиксну имовину на интерне обрачунске периоде унутар укупног века трајања односне имовине. Циљ отписивања треба тражити првенствено у временској локацији за

[320] Ибидем. ст. 9.
[321] Ибидем. ст. 11–12.
[322] Ибидем. ст. 12.

потребе утврђивања периодичног финансијског резултата. Због тога се амортизација, заједно са осталим трошковима пословања, третира као редован расход у билансу успеха који се накнађује из прихода од реализације производа и услуга пре утврђивања пословног и нето добитка... До стварне употребе финанснјских средстава долази искључиво приликом набавке фиксне имовине а текући отписи на име амортизације представљају само рачуноводствену операцију којом се констатује смањење набавне вредности односне имовине на терет трошкова пословања иза кога не стоји никакво кретање капитала односно употреба финансијских средстава. Другим речима расходовање амортизације на терет остварених прихода не одражава истовремено и непосредно издатак финансијских средстава тако да средства која су добијена продајом производа и услуга остају предузећу на располагању у висини трошкова амортизације. То је једини разлог што се у анализи и планирању финансијских токова акумулирани добнтак увећан за амортизацију третира као извор финансијских средстава који се остварује на бази редовног пословања. Тиме се. међутим, још ништа децидно не каже о начину коришћења тих средстава. Сасвим је довољно претпоставити да замена фиксне имовине има приоритетно право на употребу финансијских средстава прибављених из амортизације али то никако не искључује могућност да се та средства алтернативно користе и за друге сврхе”.[323]

Структура капитала јесте ужи појам од финансијске структуре, будући да структуру капитала предузећа компонују и сопствени извори финансирања и позајмљени извори сЈжнансирања (у које спадају краткорочни, средњерочни и дугорочни дугови). У том контексту, ваља констатовати да сви дугови који доспевају у краћем временском периоду од годину дана представљају краткорочне обавезе. Ови дугови, због свог доспећа у кратком року, фактички и не могу бити извор финансирања капиталних улагања. Дугови који пак доспевају са роком од преко пет односно од преко десетак година јесу средњерочни или дугорочни удгови. који се користе за финансирање капиталних улагања дугорочног карактера.

У том контексту, обвезнице јесу најзаступљенији облик дугорочног дуга инкорпорисаног предузећа. „Обвезница је цертификат, обично преносив, који обећава држаоцу да ће му – бити плаћена одређена сума новца, од нпр. $ 1.000, на одређени дан плус камата по наведеној стопи у току века трајања дуга. Обвезнпце се користе као погодна форма да се дугорочне потребе за капиталом разбију у мање делове што омогућава предузећу да продајом обвезница прикупи знатно веће суме новца него што би га могло добити из само једног кредитног извора. Услови задуживања предвиђају се уговором између предузећа и држалаца обвезница као његових поверилаца. Тај уговор се обично саставља у писменој форми и регулише детаљно права поверилаца и обавезе дужника у погледу доспелости главнице дуга. плаћања камате, залагања имовине у циљу обезбеђења дуга, евентуалних рестрикција на могуће акцгоије дужника у веку трајања дуга и сл. Уговором о емисији обвезница предузеће преузима на себе практично две врсте будућих издатака: једни се односе на отплату

[323] Ибидем, ст. 13–14.

главннце дуга на дан његовог доспећа, други пак. проистичу из периодичних расхода на име камате који се најчешће обрачунавају полугодишње у фиксном проценту на номинални износ дуга. Зависно већ од тога која се каматна стопа може сматрати атрактивном будућим купцима обвезница, органи управљања предузећа доносе одлуку о висини номиналне камате која ће бити понуђена у уговору о емисији. С тим у вези важно је запазити. међутим. да стварни трошкови камате на износ дуга зависе од тржишне цене обвезница која није условљена номиналном већ ефективном каматном стопом на тржишту капитала. Ако је ефективна каматна стопа једнака номиналној. односно наведеној на лицу обвезнице, тржишна цена обвезница неће одступити од њихове номиналне вредности. Ако је. пак, ефективна каматна стопа већа од номиналне, емитоване обвезнице ће се продавати уз дисконт. односно по цени која је нижа од номиналне вредности. И обрнуто. када је ефективна каматна стопа нижа од номиналне, обвезнице ће бити продаване уз премију тј. по цени која је већа од номиналне вредности. Такав начин формирања цена обвезница полази од њихове садашње вредности за потенцијалне купце као улагаче. што претпоставља дисконтовање будућих примања, камате и главнице. који се могу реализовати куповином обвезница. Вредност обвезнице за улагаче зависи од приноса до дана доспећа који би он могао да оствари на другим обвезницама упоредивог ризика које се истовремено нуде на тржишту. Принос до дана доспећа једнак је каматној стопи коју улагач може да добија ако купи обвезницу по датој цени, држи је до доспећа, а затим наплати номиналну вредност од дужника”.[324]

12. ЦЕНА КАПИТАЛА ПРЕДУЗЕЋА

1) ТРЖИШНА ЦЕНА КАПИТАЛА ПРЕДУЗЕЋА

Цена капитала је од изузетног значаја са становишта доношења инвестиционих одлука и економске евалуације финансијских одлука предузећа (тј. оцене ефективности капиталних улагања). У том склопу, цена капитала репрезентује доњу границу рентабилитета код рангирања инвестиционих пројеката помоћу метода интерне стопе приноса, и дисконтну стопу помоћу које се очекивани приноси од капиталних улагања своде на садашњу вредност алтернатива. Но, цена капитала, исто тако, репрезентује индикатор успешности компоновања финансијске структуре инкорпорисаног предузећа (тзв. структура капитала). У том контексту, цена капитала јесте „дисконтна стопа са својством да улагања уз стопу добитка изнад (испод) ове стопе повећавају (смањују) вредност предузећа” (Johnson).

[324] Ибидем. т. 16. и 18.

десетак година јесу средњерочни или дугорочни удго-ви. који се користе за финансирање капиталних улагања дугорочног ка-рактера.

У том контексту, обвезнице јесу најзаступљенији облик дугорочног дуга инкорпорисаног предузећа. „Обвезница је цертификат, обично преносив, који обећава држаоцу да ће му- бити плаћена одређена сума новца, од нпр. $ 1.000, на одређени дан плус камата по наведеној стопи у току века трајања дуга. Обвезнпце се користе као погодна форма да се дугорочне потребе за капиталом разбију у мање делове што омогућава предузећу да продајом обвезница прикупи знат-но веће суме новца него што би га могло добити из само једног кре-дитног извора. Услови задуживања предвиђају се уговором између предузећа и држалаца обвезница као његових поверилаца. Тај уговор се обично саставља у писменој форми и регулише детаљно права по-верилаца и обавезе дужника у погледу доспелости главнице дуга. плаћања камате, залагања имовине у циљу обезбеђења дуга, евентуал-них рестрикција на могуће акцгоије дужника у веку трајања дуга и сл. Уговором о емисији обвезница предузеће преузима на себе практично две врсте будућих издатака: једни се односе на отплату главннце дуга на дан његовог доспећа, други пак. проистичу из периодичних расхода на име камате који се најчешће обрачунавају полугодишње у фиксном проценту на номинални износ дуга. Зависно већ од тога која се каматна стопа може сматрати атрактивном будућим купцима обвезница, органи управљања предузећа доносе одлуку о висини номиналне камате која ће бити понуђена у уговору о емисији. С тим у вези важно је запазити. међутим. да стварни трошкови камате на износ дуга зависе од тржишне цене обвезница која није условљена номиналном већ ефек-тивном каматном стопом на тржишту капитала. Ако је ефективна ка-матна стопа једнака номиналној. односно наведеној на лицу обвезнице, тржишна цена обвезница неће одступити од њихове номиналне вред-ности. Ако је. пак, ефективна каматна стопа већа од номиналне, еми-товане обвезнице ће се продавати уз дисконт. односно по цени која је нижа од номиналне вредности. И обрнуто. када је ефективна ка-матна стопа нижа од номиналне, обвезнице ће бити продаване уз пре-мију тј. по цени која је већа од номиналне вредности. Такав начин формирања цена обвезница полази од њихове садашње вредности за потенцијалне купце као улагаче. што претпоставља дисконтовање бу-дућих примања, камате и главнице. који се могу реализовати купови-ном обвезница. Вредност обвезнице за улагаче зависи од приноса до дана доспећа који би он могао да оствари на другим обвезницама упо-редивог ризика које се истовремено нуде на тржишту. Принос до дана доспећа једнак је каматној стопи коју улагач може да добија ако купи обвезницу по датој цени, држи је до доспећа, а затим наплати номиналну вредност од дужника”.[319]

[319] Ибидем. т. 16. п 18.

12. ЦЕНА КАПИТАЛА ПРЕДУЗЕЋА

1) ТРЖИШНА ЦЕНА КАПИТАЛА ПРЕДУЗЕЋА

Цена капитала је од изузетног значаја са становишта доношења инвестиционих одлука и економске евалуације финансијских одлука предузећа (тј. оцене ефективности капиталних улагања). У том склопу, цена капитала репрезентује доњу границу рентабилитета код рангирања инвестиционих пројеката помоћу метода интерне стопе приноса, и дискон-тну стопу помоћу које се очекивани приноси од капиталних улагања сво-де на садашњу вредност алтернатива. Но, цена капитала, исто тако, ре-презентује индикатор успешности компоновања финансијске структуре инкорпорисаног предузећа (тзв. структура капитала). У том контексту, цена капитала јесте „дисконтна стопа са својством да улагања уз стопу добитка изнад (испод) ове стопе повећавају (смањују) вредност преду-зећа" (Johnson).

У суштини, тржишна цена капитала није спорна, јер је у економској теорији јасна финансијска категорија. „Рекло би се, наиме, да је то ка-матна стопа, увећана за евентуалне трошкове ангажовања дуга, који се морају платити за коришћење позајмљеног новца. За сврхе доношења инвестиционих одлука, међутим, таква дефиниција има мали, или ника-кав, практични значај. Напред је већ објашњено да инкорпорисаном пре-дузећу најчешће стоји на располагању читава скала екстерних извора финансирања, било да су то различити облици чистог дуга, на који се плаћа камата или, пак. додатне емисије обичннх или преференцијалних акција. као специјалних извора сопственог капитала, чија је цена прева-сходно детерминисана очекиваним прнносима у виду дивиденде. Цене тих екстерних извора финансирања не само да се формирају по ра-зличитим критеријумима, него се и њихов релативни однос мења са про-тицањем времена, у зависности већ од осцилације понуде и тражње за финансијским средствима на тржишту капитала. као н од претходно формиране финансијске структуре предузећа, која условљава његов кре-дитни бонитет, односно способност анимирања екстерне понуде капита-ла. Када је та понуда већа од тражње, ефективна каматна стопа на тржишту капитала је нижа, због чега се емисија обвезница може пока-зати као најјефтинији извор финансирања текућег плана капиталних улагања. Међутим, да ли је то стварно тако, зависи и од постојеће фи-нансијске структуре односно структуре капитала конкретног предузећа. Акко се оно екстензивно задуживало у прошлости, додатна емисија об-везница може тако да промени однос дугорочног дуга према сопственим изворима у структури капитала да ће их тржиште прихватити по нижој цени од њихове номиналне вредности, односно каматној стопи која је већа од номиналне. Разлог томе треба тражити, свакако, у повећаном ризику улагања у такво предузеће чији барометар представља структуру његовог капитала. Аналогно томе, тржишна

цена новог кола акција не зависи само од очекиваног добитка и дивиденде по једној акцији, него и степена задужености предузећа, који детерминише ризик улагања обичних акционара као његових дефинитивних власника. Зато се и пер-манентно одржавање „здраве" финансијске структуре сматра веома значајним аспектом формирања цене капитала предузећа. Ово не само због тога да би се обезбедили нижи просечни трошкови финансирања на дуги рок, него и да би се сачувао приступ екстерним изворима фи-нансирања на тржишту капитала. Предузећа која о томе не воде рачуна могу се лако наћи у ситуацији да потребна финансијска средства не могу добити ни по којој цени... Међутим, да би уопште било"У стању да при-вуче екстерне изворе финансирања, било у виду нових кредита или до-датне емисије хартија од вредности - обвезница, преференцијалних и обичних акција - предузеће мора стално да јача интерне изворе финан-сирања путем повећаних издвајања на име акумулације и реинвестирања периодичних средстава амортизације. Повећање акумулације и реинве-стирања амортизације доводи до релативног пораста сопствених извора финансирања у структури капитала предузећа, што се, са своје стране, повољно одражава на његов кредитни бонитет као способност при-влачења капитала из екстерних извора. С тим у вези логично се намеће и следеће питање: ако већ екстерни извори финансирања имају своју цену, која се формира на тржишту капитала, да ли су интерни извори, које је креирало само предузеће, бесплатни у економском смислу и да ли са њима не треба рачунати приликом утврђивања просечне цене ка-питала? Или, другим речима, да ли улагања финансијских средстава која потичу из интерних извора у расположиве инвестиционе пројекте не претпостављају никакве захтеве у погледу њихове будуће рентабилно-сти? Одговор на то питање је недвосмислено негативан, јер би довео до нерационалне алокације капитала, иако је цену интерних извора финан-сирања далеко теже објективно квантификовати с обзиром да не по-длеже строгој тржишној верификацији".[320]

Тржишна вредност хартија од вредности по правилу се утврђује капитализацијом очекиваног нето приноса (дивиденда или камата). који се може остварити куповином хартија од вредности на тржишту капитала. А дотична стопа тржишне капитализације приноса углавном је детерминисана нивоом потенцијалног ризика улагања и пословног добитка после опорезивања и издвајања за амортизацију и пре плаћања камате на дугове и дивиденде на преференцијалне акције. „Тржишна вредност обвезница може се утврдити релативно лако. Она је једнака садашњој вредности фиксних периодичних приноса на име камате у току века трајања дуга увећаној за садашњу вред-ност главнице која је наплатива на дан доспећа обвезница. Тржншна стопа капитализације помоћу које се приноси и главница дисконтују на садашњу вредност одражава, као што је поменуто, степен ризика да дужник неће извршити своје обавезе у погледу плаћања камате и главнице дуга. Код државних обвезница, нпр., тај ризик је готово увек мањи него код обвезница

[320] Ибидем, ст. 52-53.

које емитују поједине корпорације, због чега их тржиште прихвата и валоризује по сразмерно нижој стопи капитализације."[321]

Тржишна вредност обвезница утврђује се применом следеће формуле:[322]

$$V = \frac{I_1}{(1+i)} + \frac{I_2}{(1+i)^2} - \frac{I_n V_n}{(1+i)^n},$$

где In означава периодичне приносе на име камате, Vn - номиналну вред-ност обвезница на дан њиховог доспећа и - примењену стопу капи-тализације.

Куповином преференцијалних акција на тржишту хартија од вредности обезбеђује се, исто тако, власнику фиксни годишњи принос у форми тзв. повлашћене дивиденде. Формула за обрачун тржишне вредности преференцијалних акција гласи:[323]

$$V = \frac{D}{(1+d)} + \frac{I_2}{(1+i)^2} - \frac{I_n V_n}{(1+i)^n},$$

где D означава континуелан годишњи принос на име дивиденде, а d тржишну стопу капитализације приноса идентичног ризика.

Коначно, тржишна вредност (цена) обичних акција једнака је, такође, капитализованој вредности нето приноса који се очекује у будућности. Ниво очекиване дивиденде и процењеног ризика. и интензитет ку-попродаја на секундарном тржишту хартија од вредности и сталног пре-носа права власништва пресудно упливишу на тржишну вредност и цену обичних акција:[324]

$$1)\quad P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{P_1}{(1+k)}\ i$$

$$2)\quad P_1 = \frac{D_2}{(1+k)} + \frac{P_2}{(1+k)}$$

где су: Po - садашња вредност. односно цена акције. Dl - износ дивиденде на крају прве године, Pl - цена акције у тренутку продаје, k - тржишна стопа капитализације, D2 - очекивана дивиденда у току друге огидне. P2 - тржишна цена акције по истеку друге године. То пак, значи да је цена акције једнака садашњој тржишној цени акције која је увећана за капитални добитак. Стопа капитализације је једнака збиру текуће диви-дендне стопе и очекиване стопе раста цене акције.

---

321 Ибидем, ст. 62.
322 Др Д. Красуља. оп. цит.. ст. 63.
323 Ибидем. ст. 64.
324 Ибидем.ст. 66-67.

2) БУЏЕТ ФИРМЕ

Ако менаџмент представља процес планирања, организовања, вођења и контроле финансијских, физичких, људских и информационих ресурса предузећа да би се остварили циљеви фирме, онда планирање репрезентује полазну активност менаџмента којим се утврђују циљеви предузећа и стратегије за остваривање циљева.[325] У том скмлопу, буџет јесте финансијски план, који се односи на будућу алокацију ресурса на разлимите програме и активности у одређеном периоду, с тим што стра-тегијски планови укључују будћете да би менаџери могли да процене алтернативне правце акције.[326] Са становишта финансијске контроле, ко-ја номинује процес који обезбеђује сировођење акције у складу са фн-нансијским планом, буџет репрезентује квантитативни план, који пред-ставља финансијске ресурсе за будући период преко профита или трошкова.[327] Због тога је буџетирање важан плански алат, који се односи како на планирање тако и на контролу. „У фази планирања буџети срор-сирају менаџере да изврше процену програма и активностп на бази трошкова, што доприноси ефикасној употреби ресурса. У срази контроле, захваљујући буџетнма, менаџери сагледавају у којој мери је деловање усклађено са планом.[328]

У САД је ранијем систему планирања, програмирања и буџетисања (PPBS : Planing - Programing - Budgeting System) као комбиновани процес за креирање ефикасног и за рационалног система доношења финансиј-ских одлука у процесу планирања и буџетирања државе, владиних аген-ција и компанија. PPBS полази обично од циљева, развијања програма за реализацију постављених циљева, утврђивања трошкова и резултата за више алтернатива и примене процеса буџетирања програмских ак-тивности у дужем периоду. Акценат се по правилу ставља на отупуте система. а не на инпуте ресурса. Посматра се обнчно петогодпшњи пе-риод. а не једногодпшњи пернод, којн се у начелу везује за класичан буџет. Тиме се фактички PPBS идентификује са континуираним проце-сом дугорочног планирања срирме. А то је изузетно важно за политику алоцирања ограничених ресурса на алтернативне програме са употребом cost-benefit анализом.[329]

Традиционални. класичнн буџетски приступ по правилу наглашава издатке, PPBS пак процењује само могуће укупне трошкове за садашње и будуће резултате различнтнх алтернатива. Тај процес обавезно нм-плицира утврђивање стопе приноса за различите програме и стопе при-носа који су пропуштени због нзбора једног програма уместо другог про-грама.

---

325 Др В. Милнћевић. Основе система пословпо-фипансијског планираља. Књноводство 2/93. ст. 46.

326 Иондем. ст. 47.

327 П. Р. Schoderbek. R. Cosicr i J. Aplin. Managcment,Harcourl Brace Jovanovich, San Diego. 1988. st. 370-372.

328 Др В. Милићевнћ. оп. цпт.. ст. 47.

329 R. Johnson. E. Kast i J. Rosenzweig, The Thcory and Managemcnt of Sistcms, Mc Graw - Hill, N. York. 1973. ст. 426-430.

13. ФИНАНСИЈСКИ ЛЕВЕРИЏ И ЦЕНА КАПИТАЛА

Ако је структура капптала дугорочни аспект финансијске структуре инкорпорисаног предузећа, онда тај аспект опсервације импликује и финансијски левериџ, као једну од могућих димензија финансијске структуре. У том склопу. финансијски левериџ репрезентује релативни однос дугорочног дуга и сопственог капитала. Додуше. финансијски левериџ може бити дефинисан на три начина, и то: (1) као релативно однос дуга и акционог капитала по текућнм тржишним вредностима, (2) као релативни однос тржишне вредности чистог дуга, и тржишне вредности укупног капитала и (3) као релативни однос ефективних расхода по основу камате и пословног добитка по основу ангажовања укупних пословних резултата.[330]

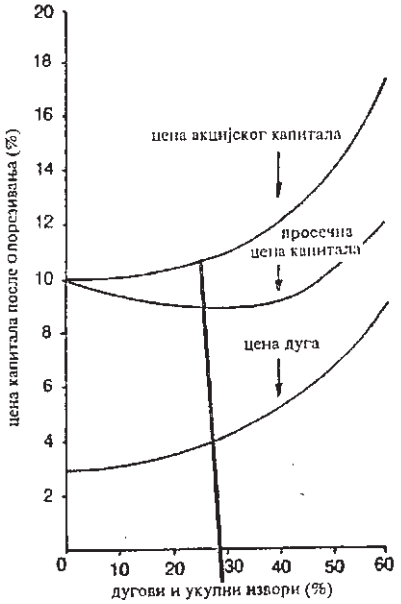
Принос од сопственог капитала по правилу је изложен двоструком ризику: финансијском и пословном. Финансијски ризик је условљен интензитетом коршпћења финансијског леверића, и од њега обично зависи сигурност него добитка. Пословни ризик у правилу детерминише неизвесност пословног добитка. Стога виши ниво задужености (интензитет финансијског леверића), при датом нивоу пословног ризика, инкорпорише већу неизвесност у погледу остварења нето добитка по емитованим акцијама и очекиваног приноса од акционог капитала. Али, деоничари захтевају већу стопу приноса уколико инкорпорисано предузеће увећава левериџ у структури капитала. Тада и цена акционог капитала расте ако се повећава стопа приноса уз сразмерно опадање тржишне вредности обичних акција.

Ако се претпостављени односи између интензитега финансијског леверића и цене акционог капитала (k_c), цена дуга (kj), и просечне цене капитала (k_0) графички представе, онда се добијају следеће релације у виду дијаграма. „На бази тог дијаграма може се закључити да дато пре-дузеће достиже најнижу просечну цену капитала (k_0) при степену „leve-rage-a" од сса 30%, што означава, истовремено и његову оптималну фи-нансијску структуру која је компонована од сса 30% дуга и сса 70% соп-ственог капитала. Треба запазити, такође, да је крива просечне цене ка-питала релативно равна у ширем обиму „leverage-a" (сса 20-40%) и да се не може битније мењати померањем „leverage-a" према оптималној финансијској структури. Такво понашање просечне цене капитала омо-гућава органима управљања извесну флексибилност у политици финан сирања предузећа: да емитују дуг у једној а акциони капитал у другој години, зависно већ од тога како то тржиште капитала и достигнути степен финансијског „leverage-a" тренутно дозвољавају".[331]

---

[330] Ибидем, ст. 88.
[331] Ибидем. ст. 92.

ЦЕНА КАПИТАЛА ПРЕДУЗЕЋА



На основу приложеног дијаграма констатује се следеће:[332]

1. У току прве фазе, повећање „леверица" смањује цену капитала и повећава тржишну вредност предузећа. У тој фази цена акцијског капитала расте са повећањем „leverage-a" али тај раст није довољно велик да апсор-бује повећање стопе приноса на сопствени односно акциохни капитал које је омогућено повећаним коришћењем јефтинијег дуга у структури укупног капитала. У претежном делу те фазе, наиме, цена додатног дуга остаје иста или незнатно расте што значи да се по оцени поверилаца укупан дуг у структури капитала креће у дозвољеним границама.
2. Пошто је достигнут одређени степен „леверица", умерено даље повећање дуга у структури капитала нема битнијег утицаја на цеиу ка-питала и тржишну вредност предузећа. Унутар те оптималне зоне „1e-verage-a", цена дуга и акционог капитала међусобно су тако избаланси-ране да пондерисана просечна цена капитала и тржишна вредност пре-дузећа остају. мање или више, константни.
3. После извесне критичне тачке, даље повећање „леверица" није фннансијски рационално и препоручљнво. Реакција тржишта капитала била би таква да би цене дуга и акционог капитала почеле рапидно да расту. То би довело и до повећања просечне цене капитала и сразмерног смањења тржишне вредности предузећа.

[332] Ибидем. ст. 92-93.

Увођењем опорезивања нето добити у анализу структуре капитала елиминише се тзв. арбитражнн процес изједначења тржншне вредности предузећа у истој класи на основу чега Modigliani и Miller доказују да вредност предузећа и њихови просечни трошкови не зависе од структуре капитала. односно нивоа леверица. „Камата на дуг има карактер трошкова пословања и као таква надокнађује се из пословног добнтка, значи пре опорезивања. Самим тпм предузећа која у својој структури капитала имају дуг имаће и мању основу за опорезивање у односу на предузећа која су финансирана искључиво из акционог капитала. Другим речима, предузеће које послује с леверицом остваривaће одређене уште-де након опорезивања нето добитка. што ће условити пад просечних трошкова капитала. Уколико је пореска стопа већа, веће ће бити уштеде по овом основу. мањи просечни трошкови. док ће се тржишна вредност предузећа повећаватн".[333]

У складу са реченим, а полазећи од прве пропорције Modigliani-ja и Miller-a, тржншна вредност предузећа које користи дуг може се изразити:

$$V2 = V1 + tD,$$

где је. V2 тржишна вредност предузећа чија је структура капитала компонована из дуга п акционог капитала, VI тржишна вредност предузећа које је финансирано искључиво из акционог капитала. а tD уштеде које предузеће остварује по основу опорезивања.

Имајући у виду ефекте опорезивања (на просечне трошкове капитала и тржишну вредност предузећа) за утврђивање тржишне вредности предузећа више није актуелан пословни добитак већ укупни нето доби-так акционара (за прво предузеће), односно укупан нето добитак свих улагача (за прво предузеће). Полазећи од величине пословног добитка (Xj) ове величине могу се израчунати на следећи начин:

$$NX1 = X1\ (1-t),\ \text{odnosno}$$

$$NX2 = (X1 - KdD)\ (1-t) + k_dD$$

где је, NX1 укупан добитак акционара, NX2 укупан добитак свих улагача (акционара и поверилаца), t пореска стопа и kđ каматна стопа. Капитализацијом ових величина долазимо до тржишне вредности предузећа:

$$V_1 = \frac{X_1\ (1-t)}{k_e}$$

Да бисмо дошли до величине коју треба капитализовати у циљу утврђива-ња тржишне вредности другог предузећа. неопходно је решити једначину:

[333] Д. Малпннћ. Проблеми структуре капитала, Књиговодство 10/90 ст. 44-53.

$$NX2 = (X1 - kdD)\ (1-t) = k_dD.$$

Из ње следи:

$$NX2 + X1 - tX1 - k_dD + tk_dD + k_dD$$

$$NX2 = X1 - tX1 + tk_dD$$

$$NX2 = X1\ (1 - t) + tk_dD$$

Први део ове последње једначине, XI (1 - t) идентичан је са укупним добитком акционара првог предузећа, док други део показује уштеде због мање основе за опорезивање. У складу са тим тржишна вредност другог предузећа била би:

$$V_2 = \frac{X_1\ (1-t)}{k_e} + \frac{tk_dD}{k_d}$$

односно

$$V_2 = \frac{X_{11}\ (1-t)}{k_e} + tD\ ,$$

Будући да је

$$V_1 = \frac{X_1\ (1-t)}{k_e}$$

онда је

$$V2 = V1 + tD.$$

На основу овога Modigliani и Miller долазе до закључка да је тржишна вредност другог предузећа једнака тржишној вредности првог предузећа увећаној за пореску стопу вредности дуга.

Намеће се питање: шта је са трошковима капитала? Трошкови сопственог капитала због увећаног финансијског ризика расту. Међутим, трошкови дуга услед ефеката опорезивања знатно се смањују (у зави-сности од висине пореске стопе), што има за последицу пад просечних трошкова капитала. Сходно томе, порастом финансијског леверица про-сечни трошкови капитала се континуирано смањују а тржишна вредност предузећа расте. На

тај начин ,,Modigliani-Miller-ov модел упућује на зак-ључак да ће се предузеће финансирати са 100% дуга.”[334]

14. ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ (КЛАСИФИКАЦИЈА)

У елементарној класификацији хартија од вредности позната је њи-хова систематизација на кредитне хартије од вредности и на трансфе-рабилне хартије од вредности. „Кредитне хартије од вредности деле се у две групе: нетрансферибилне („non-negotiable”) и трансферибилне (,.ne-gotiable”). Прва група хартија је мање значајна и односи се на успостав-љање билатералних кредитних односа по основама купопродаје. на при-мер робе и услуга. Репрезентативна кредитна хартија из таквог послов-ног одоса може се у току периода доспевања пренети на другог послов-ног субјекта. код чега је трансакција покривена регулативним одредбама уговора о купопродаји. Основни услови уговора дпктирају и услове би-латералне кредитне трансакције. Трансферибилни кредитни инструмен-ти представљају безусловне и отуда универзалне креднтне хартије. на основу којих дебитори прихватају апсолутну обавезу плаћања дуга у уго-вореном року. Имаоци хартија на легалној основи задржавају права бе-зусловне наплате пуног износа кредитног потраживања. Универзалност. тржишна трансферибилност и безусловност су обезбедили овим харти-јама најширу улогу на финансијским тржиштима развијених земаља”.[335]

У структури трансферибилних хартија од вредности, које креирају државни іі приватни сектори, препознатљиве су (1) хартије државне бла-гајне (хартија или биланс са доспећем до године дана. хартије или нотес са доспећем од 1-10 година и обвезнице или бондс са доспећем од преко 5 година), (2) хартије федералне државе (обвезнице и цертификати), (3) хартије државних јединица (серијалне обвезнице и дугорочне обвезнице) и (4) хартије предузећа (комерцијални папири и обвезнице предузећа).

„Благајничке менице („trcesury bills”) представљају краткорочне па-пире државног трезора, са највишим степеном гарантовања и минимал-ним доњим износима номиналне вредности (САД: 10.000 долара). Не но-се експлицитну камату, него се каматни принос формира на бази ди-сконтне продаје хартија. Благајничке хартије се реализују по нижим це-нама у односу на номиналну вредност. Тако се хартије са номиналним вредностима од 10.000 долара и доспећем од 12 месеци продају по цени од 9.000 долара, на основу чега разлика од 1.000 долара представља ка-матни принос...

Благајничке ноте („treasury notes”) поседују експлицитно назначену камату односно каматни купон. Камата представља уговорни елемент

[334] Ибидем. стр. 24-53.
[335] Др С. .loBiih. Баикарство, Научна књига. Београд. 1990. ст. 440.

хартија и плаћа се најчешће полугодишње. Издају се у чековној и регистарској сформи, када се код издаваоца бележи име и адреса купца. Код сваке продаје хартија бележе се основни подаци актуелног власника. Ми-нимална вредност јединичне хартије у САД је 1000 долара. Док су бла-гајничке менице искључиво инструменти новчаног тржишта, дотле бла-гајничке ноте припадају тржишту капитала.

Благајничке обвезнице издају се најчешће са роковима доспећа од 5 година и служе као инструмент дугорочног кредитирања државе. Имају уговорну каматну стопу и полугодишње плаћање каматних обавеза. У неким земљама је лимитирана горња граница каматне стопе. Јединична вредност хартија („par values") у САД је 500 долара. Обвезнице поседују клаузулу откупивости („callable") која означава право државне благајне да у одређеним моментима затраже откуп издатих хартија по вредно-стима које су номинално назначене.

Хартија државних агенција представљају специјалне типове обвезница посебних финансијских-државних или полудржавних институција, за које гарантује обично држава и код којих се експлицитно уговара каматна обавеза. Државне агенције у уговореним роковима плаћају ка-матне обавезе и исплаћују основну вредност хартија њиховим власници-ма. Издаваоци ових обвезница могу бити финансијске установе за кре-дитирање извоза. стамбене изградње, пољопривреде и сл.

Хартије државних и локалних административних јединица представљају врсте повлашћених обвезница, пошто су каматни приноси осло-бођени опорезивања. Могу бити издаване у стандардној и серијалној форми. Када се издају у другој сформи, тада се серије пројектују у го-дишњим интервалима: прва серија доспева након године дана, друга на-кон две године и тако даље. Ове хартије се издају у аранжманима са специјалним фпнансијским организацијама, инвестиционим и комерци-јалним банкама које реализују хартије на тржишту.

Комерцијални папири спадају у краткорочне и неосигуране вред-носне хартије које издају банке, финансијске компаније и предузећа. Ро-кови доспећа су до 279 дана. а износи деноминације у САД 1000 и више долара. Могу бити и изнад наведеног рока доспећа, али уз посебну ре-гистрацију и додатне трошкове надзора надлежних институција. Прво-класне комерцијалне папире издају предузећа и финансијске компаније са прворазредним пословним перформансама. Банке издају у првом реду депозитне цертисрикате (CDs), који по обиму и заступљености на сри-нансијском тржишту долазе на друго место иза благајничких меница („T bills"). Сви краткорочни (комерцијални папири су перфектно утрживи, супституТибилни и са врло сличним стопама приноса. Инвеститори од-носно власници (купци) хартија су привучени атрактивношћу, сигур-ношћу и ликвидношћу ових инструмената...

Обвезнице предузећа су дугорочне хартије са доспећем изнад го-дине дана и са високим степеном трансферибилности на секундарном тржишту капитала. Реч је о капиталним хартијама од вредности на бази којих предузећа мобилишу квалитетне акумулативне ресурсе за финан-сирање

развојних програма и пројеката. Каматне обавезе треба да се исплаћују на бази очекиваног обима добити или профита, услед чега финансирани пројекти имају дугорочни економски век. Ако је реч о об-везницама и пројектима државних јединица, тада се каматне обавезе плаћају из пореских прихода. Обвезнице предузећа се нздају у деноми-нацијама од 1000 долара, али се најчешће продају у блоковима од 100.000 долара. ГТримарна продаја обвезница предузећа најчешће иде преко спе-цијалних инвестиционих или пословних банака, када се говори о јавној понуди и продаји хартија. Јавна понуда хартија мора бити регистрована и контролисана од стране надлежних државних институција. Крупни ап-сорбери обвезница су пензиони фондови, осигуравајуће установе, банке и становииштво...

Акције представљају власничке хартије од вредности, за разлику од обвезница које су дужничке хартије. Прве се појављују на тржишту акција („stock market"), док се купопродаја других обавља на тржишту обвезница („bond market"). Оба тржишта су саставни делови тржишта капитала са специфичним карактеристикама. Деонице су својинска пра-ва о учешћима у капиталу акционарских предузећа и у расподели нето приноса тих предузећа. Капитал акционарских предузећа представља властита средства односно само део укупне активе. која је по обиму из-над формираних обавеза (пасиве). Акције репрезентују трајна инвести-циона улагања штедише у одређена предузећа. омогућавају формирање дугорочних ресурса у предузећима и истовремено путем трансфера на секундарном тржишту капитала обезбеђују ликвидност власницима хар-тија. Са аспекта индивидуалних инвеститора акције су прилично ризичне хартије од вредности, будући да обезбеђују само условна права у распо-дели нето добити и евентуално активе предузећа. Ово због тога. што се хартијама инсталирана права остварују само ако је формирана нето добит и/или у условима расформирања предузећа акционари могу рачунати на део активе само уколико преостане имовине након подмирења пречих обавеза...

Док обвезнице пружају власницима безусловна права на фиксни принос и повраћај уложених средстава са доспећем, дотле акције обез-беђују резидуална права на принос и имовину. Према гвозденим зако-нима правних и тржишних система дугови имају приоритет у редоследу плаћања у односу на обавезе према акционарима. Основна мотивација за улагање инвеститора у куповину акција јесте у могућностима распо-деле повећаног обима добити у условима раста профитабилности пре-дузећа и/или стицања већег обима активе у условима добрих перфор-манси предузећа. У условима високе стопе рентабилитета акционари стичу повећане приносе, а у условима раста цена акција повећане обиме активе. Код обвезница не постоје такве могућности услед сриксних усло-ва плаћања каматних и финансијских обавеза предузећа...

Акције носе знатно веће маргине ризика у односу на обвезнице инвеститора. Постоји двоструки ризик акција: ризик неплаћања дивиденди (приноса) и капитални ризик. Први облик ризика постоји у условима непредвиђеног смањивања дивидендних стопа или услед банкротства предузећа. Искуства показују да је веома тешко процењивати линије кре-

тања приноса инвеститора, услед чега је дивидендни ризик веома озбиљан, а акције знатно ризичније хартије од вредности у односу на обвезнице. Влада правило да су купцн акција категорије ризичних инвеститора. Капитални ризик настаје у условима рапидног опадања цена акција и/или у условима губитка капитала у процесу ликвидације акционарског предузећа... s

Акционарски механизми сринансирања и инвестирања омогућавају суптилно повезивање рада и капитала. поделу власништва имовине предузећа на мноштво субјеката и егзактно везивање ризика за обим уложених средстава. Већи обим уложених средстава носи већи ризик, али и већи ниво приноса у условима задовољавајуће рентабилности пре-дузећа. Остварује се суптилна дисрузија власништва, ризика и партици-пације у приносима предузећа. Институционализује се образац огра-ниченог обима обавеза сваког деоничар аи олакшано апсорбовање гу-битака у условима ликвидације корпорацијског предузећа. Најшири кру-гови штедиша могу постати деоничари и инвеститори, који равномерно учествују у деоби нето добити и у одређеним облицима акционарства у управљању предузећем. Свако акционарско предузеће је власништво ак-цнонарског друштва као правног лица. У развијеним земљама постоји стално одмеравање предности и недостатака (ризика) улагања у акције и обвезнице. непрекидно поспешивање компетитивностн два облика тржишта капитала и у новије време приметно конвергирање два основна инструмента капиталног инвестирања субјекта. Теоријска сазнања и сто-годишња искуства развијених земаља указују на рационалност и есрика-сност тржишта акција само у условима добро развијених тржишта бан-карских кредита и обвезница. институционалних инвеститора и из-грађених надзорних (контролних) установа. Ово је веома важно искуство које треба имати у виду код увођења одређених облика акционарства у нашој привреди”.[336]

15. ПРИНОСИ И ЦЕНЕ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ

Стопа приноса обвезница се може исказати на више начина: као стопа купона (coupon rate), као текући принос и као принос према доспећу. „Прва стопа представља принос по једној деноминованој обвезници („par value”). Ако је вредност деноминоване обвезнице 1000 новчаних јединица, уговорена стопа приноса 5%, тада ће годишњи при-нос холдера износити 50 новчаних јединица. Текући принос се добија дељењем приноса деноминоване обвезнице са индексом тржишних цена. Егзактни индикатор приноса обвезница добија се на бази концепта до-спећа, који обухвата стопу купона, вредност о року доспећа, тржишну цену и рокове доспећа. Принос

[336] Ибидем, ст. 441-445.

на бази концепта доспећа се сматра нај-бољим индикатором прихватљивости инвестиција у хартије са сриксним приходима. Принос и цене обвезница су инверзне категорије: када су цене обвезница ниже стопа приноса ће бити већ аи обрнуто. Када на-ступи процес повећања тржишних каматних стопа уследиће пад цена обвезница, док ће смањивање тржишшних каматних стопа повећати цене обвезница. Основни ризик инвестирања у обвезнице настаје услед ди-вергентног кретања цена и камата и несигурности процене будућег кре-тања камата на тржишту. Типична обвезница садржн три битна елемен-та: номиналну вредност („face of par value"), рок доспећа или откупа („ma-turity of redemption date") и стопу приноса деноминоване обвезнице („coi-pon rate"). Издаваоци обвезница (дебитори) имају обавезу плаћања јед-наких каматних износа и откупа обвезнице о року доспећа. За холдере је битна тотална стопа приноса, као показатељ инвестиционог опорту-нитета. На финансијском тржишту је битна цена обвезница односно спремност субјеката да плате одређену цену једне обвезнице.

Међузависност кретања приноса и цена обвезница може се илу-стровати следећим примером. Одређено предузеће је издало обвезницу са номиналном вредношћу од 1000 новчаних јединица, стопом приноса од 10% годишшње и доспећем од две године. Годишње каматне обавезе предузећа биће 100 новчаних јединица, а финално плаћање једнако но-миналној вредности обвезнице. Равнотежна тржишна цена обвезнице до-бија се методом садашње вредности и коришћењем тржишне каматне стопе (i), која може одступати од уговорене стопе приноса обвезнице у оба правца. Равнотежна цена на тржншту биће одређена следећом ре-лацијом:

$$PVB = 100/(1+i) + 100/(1+i)^2 + 1000/(1+i)^2$$

Прва два члана на десној страни релације представљају садашњу вредност приноса. а последњи члан садашњу вредност финалног плаћања откупа обвезница. Показује се да ће у условима једнакости тржишне и уговорене (купонске) каматне стопе садашња вредност об-везнице бити истовремено са номиналном вредношћу (1000 новчаних је-диница). Тржишна цена обвезница биће равна номиналној вредности и њена реализација биће „at par" или „face value". Ако се формира тржишна каматна стопа од 12%, садашња вредност обвезнице пашће на свега 966,20 новчанихјединица, што ће бити фактичка тржишна цена односно „below par". Депресирана цена обвезнице настаће као резултат смањених приноса инвеститора (холдера) услед већих тржишних каматних стопа према фиксној стопи приноса купона. Да би се исплатило инвестирање у такву обвезницу неопходно је смањење нивоа тржишне цене до нивоа који поново изједначава алтернативне тржишне приносе...

Цене обвезница се најчешће изражавају у процентима од номинал-не вредности. Тако када се наведе уз обвезницу проценат од 95.55, то ће значити да ће обвезница са номиналном вредношћу од 1000 новчаних јединица имати цену од 955.50 новчаних јединица. Куповина таквих об-везница носи већи

принос од номинално утврђеног. Обвезнице са 100 процентном вредношћу „par value” имају тржишну цену равну номинал-ној вредности. Све друге тржишне вредности обвезница дају различите просечне стопе приноса у односу на номинално утврђене. Банке и остали субјекти могу користити специјалне табеларне прегледе повезаности из-међу цена и фактичких стопа приноса обвезница. Из разлике између номиналне стопе приноса (назначене на обвезници) и фактичке стопе приноса сагледава се опортуност инвестирања у ове хартије...

Генерална одлика приноса од обвезница јесте да се могу знатно разликовати у односу на фиксиране услове при њиховом издавању. Ре-лација ефективних приноса обвезница у транзисторном периоду је сле-дећа:

$$RET = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

где је:

RET = принос држања обвезница у периоду t до t + 1

Pt = цена обвезница у периоду t

Pt+1 = цена обвезнице у периоду t = 1

C = принос купона обвезнице

Горња релација показује опортунитет улагања у обвезнице у транзиторним периодима. У периоду t се купују а у периоду t + 1 продају обвезнице, на основу чега се сагледава укупан ефекат на приносе инве-ститора. Горња релација се често приказује дуално: као стопа текућег приноса обвезнице и као стопа капиталне добити. Стопа текућег приноса добија се на основу односа приноса купоца (C) према цени купљене об-везнице (Pt):

$$i_c = \frac{C}{P_t}$$

Стопа капиталне добити (губитка) добија се из односа варијација тржишних према иницијалним ценама обвезница:

$$g = P_t + 1 - \frac{P_t}{P_t}$$

Услед тога се релација RET може исказати и на следећи начин:

$$RET = i_c + g$$

код чега $и_ц$ показује стопу текућег приноса („current yield”), а g стопу капиталне добити (губитка). Укупан принос иивестиција у обвезнице је детерминисан односима фиксираних и тржишних камата и флуктуаци-јама тржишних

према номиналним ценама обвезница. На основу сагле-давања осетљивих релација цена и приноса обвезница закључује се да су ове варијабле знатно више осцилаторне код дугорочних него код краткорочних обвезница. Принос изједначен са иницијалним може се очекивати само код обвезница чије се доспеће изједначава са периодом држања. Пораст каматних стопа на тржишту обара цене обвезница и доводи до губитка код инвестиција у обвезнице са доспећем изнад пе-риода држања".[337]

Вредност акција предузећа утврђује се по правилу на основу приноса које акције носе у форми дивиденди, с тим што акције немају рокове доспевања и што се дивиденде исплаћују само у случају остварене до-бити. „Постоје три основна облика вредности акција: а) номинална; б) билансна и ц) тржишна или курсна („intrinsic value"). Номинална вредност је законом утврђена или пак на основу поделе почетног акционарског капитала на одговарајући број акција. У 3. Немачкој је законом одређена најмања вредност од 50 марака. док се у англосаксонским зем-љама номинална вредност утврђује поделом почетног капитала. Билан-сна вредност се добија на бази додавања номиналној вредности акција одређене пропорције резервних фондова предузећа. Већина акционар-ских предузећа формирају уз основни капитал и резервне фондове: када обим резервних фондова достигне ниво основног капитала, тада је би-лансна вредност двоструко већа од номиналне вредности акција. Шири приступ укључује укупна сопствена средства предузећа (основни капитал + резервни фонд + нерасподељени профит + остала сопствена средства) и дели их са укупним бројем акција да би се добила њихова билансна вредност.

Најважнија је тржишна односно курсна вредност акција. која се до-бија на бази садашње вредности антиципираних приноса (дивидендн). Ова вредност се сматра фундаменталном односно унутрашњом, јер ука-зује на размере корисности акцнја као актива инвеститора. Актнва која не носи принос нема тржишну односно унутрашњу вредност. Капитал уложен у акције које не доносе принос (днвиденду) не би имао никакву тржишну вредност. Према овом концепту указује се на основну разлику између инвеститора и шпекуланата. Инвеститори улажу у активе у циљу стицања одређених користи и/или прнноса. Шпекуланти улажу у оне ак-тиве које се могу у кратком року продати на тржишту у циљу стицања добитп (профита). Инвеститорп улажу у дугорочне активе. док шпеку-ланти купују активе са изгледпма на брзе продаје. Највећи број акцио-нара је заинтересован за виспну текућих и антиципираних приноса, док су цене акција мање релевантне. Међутпм. као и код обвезница постојн инверзна повезаност између вредности (цене) акције н стопе приноса (дивиденди), услед чега је важно утврдити функционалну детерминиса-ност цене акција. Основна релација која показује формнрање цеиа ак-ције је следећа:

[337] Ибидем, ст. 447-450.

$$P = \frac{D^{+1}}{(1+r)} + \frac{D^{+2}}{(1+r)^2} + \ldots\ldots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D^{+1}}{(1+r)^t}$$

P = садашња цена акције

D^{+1} = приноси по акцији у анципираном т периоду

r = антиципирана стопа приноса капитала

Цена акција са дефинитивним фиксним приносима биће одређена односима између понуђених дивиденди предузећа и антиципиране или жељене стопе приноса инвеститора. Ако је понуђени износ дивиденде по акцији 5 новчаних јединица, а антиципирана стопа приноса инвести-тора 10%, тада ће цена акције бити:

$$P = \frac{D}{r} = \frac{5}{0.10} = 50$$

Фундаментална или унутрашња вредност и тржишна цена акција могу бити идентичне али и различите. На дуги рок би тржишне цене биле на нивоу фундаменталних, а на кратке рокове постоје осцилације тржишних цена услед деловања многих тржишних, финансијских и пси-холошких момената. Тржишна цена представља тржишну евалуацију ак-ција, док је фундаментална одређена евалуацијом самих .инвеститора. Овај параметар је одређен следећим факторима: ликвидношћу, трансак-ционим трошковима, деобом, порезима, неплаћањима и каматним ризи-цима уложеног капитала инвеститора. Релативно већа заштићеност ди-виденди у условима инфлације има одговарајући утицај на формирање цена акција".[338]

Котирање (price quotation, price quote) јесте тржишно регистровање цена деоница чију најширу листу презентира New York Stock Exchange. У питању су две серије цена, и то: серија понуђених, односно тражених цена (bid - asked prices) и серија закључених цена (colsing prices). „Bid цене означавају цене по којима инвеститори могу продати деонице, а тражене цене су оне по којима они могу купити деонице. Перформан-сност цена деоница мери се специјалним индексима. Најпознатији тржишни индикатор перформансности цена јесте Dow Jones, који даје индикаторе цена за 30 највећих корпорација САД. Знатно репрезента-тивнији је тржишни индикатор институције Standard and Poor's, под на-зихвом Index 500. Постоји и композитни индекс цена свих деоница на респективним берзама капитала, који дају заједнички највеће две светске институције тржишта капитала: NYSE (New York Stock Exchange) и ASEM (American Stock Exchange Market). Евалуација цена акција од стране ин-веститора базираће се на: а) очекиваним приносима деоница у било коме периоду посматрања; б) очекиваној цени на крају релевантног периода; ц)

[338] Ибидем, ст. 451-452.

одговарајућој дисконтној стопи, која синтетизује мреже стопа приноса на тржишту капитала. Цене и приноси акција формираће се у тесној корелацији са одговарајућим ценама и приносима на тржишту обвезни-ца. Битни институцнонални моменти утичу на формирање цена и при-носа акције, као што су мреже институционалних штедиша и инвести-тора, инвестиционе банке, берзе капитала. нова технологија и сл. Одређени утицај имају и дугорочни трендови формирања цена акција на тржишту, што се делом претаче у формирање актуелних цена. Ду-готрајнији инфлациони циклуси могу повећати цене акција, које у овим условима постају привлачнија актива у односу на обвезнице. Драстична смањења цена акције могу бити резултат дубљих економских криза и финансијских потреса или пак формирања јаких шпекулативних опера-ција у условима најаве могућих кризних тенденција. Дугорочни трендови формирања цена су ипак знатно стабилнији и одређени у следећим основним факторима: стопа раста реалног друштвеног производа, стопа добити (профита) према номиналном друштвеном производу и стопа ин-флације. Дугорочни трендови формирања цена деоница у тржишним економијама представљају важне факторе и индикаторе формирања сто-па инвестиција, економског раста и повећавања реалног богатства од-носно капитала. Као важни краткорочни моменти формирања цена деоница су каматна стопа на финансијском тржишту, ниво и стопа приноса, ефикасност тржишних институција и поверење инвеститора.

Дисконтни вредносии папири се у погледу формирања цена и при-носа разликују у односу на финансијске инструменте тржишта капитала (обвезнице и деонице). У дисконтне финансијске инструменте убрајају се пре свега државне краткорочне хартије („treasury biljs”) и робне ме-нице предузећа, с аосновним карактеристикама краћих рокова доспећа, високог степена утрживости и ликвидности. Услед тога тржишне банке радо улажу слободна средства у портфеље ових хартија, посебно у државне хартије које носе завидан степен поузданости и трансферибил-ности. Државне хартије имају рокове доспећа од 3 до 12 месеци, а при-вредне менице до 90 дана. На секундарном финансијском тржишту кружи у оквиру развијених земаља масиван обим два типа краткорочних хартија. У САД и В. Британији доминирају државне краткорочне хартије (обвезнице, рачуни), док у земљама континенталне Западне Европе преовлађују менице из робног промета. Стопе приноса државних вред-носних хартија имају централно место у детерминисању трендова камат-них стопа на новчаним тржиштима, што се објашњава првокласним ква-литетом и квантитативним пондером ових папира. Цене ових хартија формирају се на тржишту на тзв. умањеној основи, услед чега се и на-зивају дисконтним финансијским инструментима. а каматни принос је имплицитно изражен у разлици између ниже куповне цене и више от-купне цене о року доспећа. Уколико банке (холдери) препродају дискон-тне вредносне папире у оквиру уговореног рока доспећа, тада ће се цена формирати између куповне и откупне (номиналне) цене у нормалним тржишним условима. Свака нова продајна цена формираће се изнад пре-тходне тржишне цене, а смањиваће се ниво каматног приноса сваког новог холдера. Тако ће се формирати различита структура цена и ка-матних приноса

на секундарном тржишту у складу са протеком доспећа. што ће одредити стопе приноса различитих холдера папира (инвестито-ра).

Цена и приноси дисконтних вредносних хартија израчунавају се на бази следећих варијабли:

V- вредност на дан доспећа („par value" или номинална)

n - број дана до доспећа хартије

b - базични дисконтни принос у процентним поенима

D - дисконтни износ у новчаним јединицама

P - тржишна цена

i - стопа приноса холдера (инвестициони принос)

Номинална вредност се исказује као апоенска вредност сваке хар-тије, а код обрачуна најчешће се користи базична вредност 100 новчаних јединица... Стопа приноса холдера краткорочних вредносних папира до-бија се на бази односа дисконтног износа и тржишне (куповне) цене хартије. Стопа приноса на портфеље вредносних хартија увек је већ аод базичне дисконтне стопе, што је резултат ниже тржишне цене у односу на вредност хартија. Једним делом је већа стопа приноса у односу на дисконтну одређена и уобичајеном праксом коришћења годишње ссно-вице од 365 дана... На секундарном тржишту цене краткорочних хартија од вредности су под утицајем односа између понуде и потражње, степена организованости тржишта, пословних мотивација посредника (дилера), компетитивности субјеката на тржишту и сл. Разлике између понуђених („bid") и тражених („asked") цена назива се маржом („spread"), која пред-ставља бруто принос трговаца (дилера). Што је већи степен компети-тивности на тржишту и што су краћи рокови хартија то је нижа маргина добити на трансакцијама. На краткорочном тржишту САД уобичајена маргина у ценама је 1/32 процентна поена, док се ниво маргине на тржишту капитала пење и до 1%".[339]

16. ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ И СВОЈИНСКА ТРАНСФОРМАЦИЈА

Законом о хартијама од вредности (Сл. лист СФРЈ бр. 64/89) и Законом о изменама и допунама Закона о хартијама од вредности (Сл. лист СФРЈ, бр. 29/90) институционално је омогућено да предузећа дођу до свежег новца на основу емисије обвезница, издавања акција и доби-јања банкарског кредита, и да се на тај начин убрза процес преструк-турирања друштвене својине и створе услови за срункционисање тржнштa канитала. У том склопу, предузећима се омогућава да емитују две основне групе (врсте) вредносних папира (деонице и обвезнице) у циљу прикупљања новчаних средстава. Акције

[339] Ибидсм. ст. 453-455.

представљају хартије од вредности које симболизују право власништва. те представљају документ о власништву над средствима уложеним у предузеће. док обвезнпце[340] представљају писмену исправу чији се емитент обавезује да лицу - до-носиоцу обвезнице исплати одређеног дана износ наведен у обвезници. односно износ ануитетског купона.

Свака акција представља пропорционални део власништва над имовином предузећа. Тако се деонице међусобно н разликују у зависности од тога да ли су обичне или приоритетне, интерне или екстерне, деонице прве емисије или деонице наредних емисија, гарантоване или негаран-товане, и да ли гласе на име или на доносиоца. „Са становишта изда-ваоца. емитовањем акција се обезбеђују трајна средства предузећа и је-дина обавеза предузећа је да, уколико остварује добит, односно просрит, исплаћује дивиденду. Што се тиче имаоца, акција његова права могу бити следећа: поред права на дивиденду, односно на учешће у подели добити и права гласа, имаоц деонице има право на пренос власништва, право на увид у пословне књиге предузећа, право на удео у имовини приликом ликвидације предузећа, као и право првенства код куповине нових део-ница (тзв. привилеговано право уписа)”.[341]

Увођење акција, стога, представља изузетно погодан начин за мењање својинске структуре предузећа, поготову за друштвена предузећа, која се на тај начин претварају у предузећа са мешовитом својином и у којима радници сада постају стварни сувласници предузећа. Тиме се омогућава да радници део свог дохотка остварују по основу власништва над делом капитала предузећа учествовањем у расподели профита правом на дивиденду. Ту је и могућност партиципације у управљању предузећем у зависности од конкретног типа деонице. Коначно, у мешовитом пре-дузећу менаџмент је одговоран скупштини акционара за резултате по-словања, односно за добит, која се дели власницима деоница у виду ди-виденде.

Но, за разлику од акција, обвезнице издаје, симултано, и јавни и приватни сектор. У групу обвезница, које издаје јавни сектор, спадају обвезнице које издаје и гарантује држава (краткорочне и дугорочне обвезнице), владине корпорације и федералне јединице. У групу обвезница, које издаје приватни сектор, спадају обвезнице које издају предузећа (компаније, фирме) у виду гарантованих и негарантованих обвезница. Гарантоване обвезнице су обично покривене одређеним реалним обез-беђењем (имовина као залог). Негарантоване обвезнице могу бити кон-вертибилне обвезнице (са могућношћу претварања у деонице), обвезни-це са додатним правом учешћа у профиту и обвезнице са учешћем у добити. Ту су и тзв. обвезнице са „call klauzulom”, које допуштају мо-гућност емитенту да може откупити обвезнице пре рока доспећа, и об-везнице са „put klauzulom” које холдеру дају право да их наплати пре рока доспећа.[342]

Код сваке емисије обвезница (са разликом од деоница код којих је емитент обавезан да плаћа само камату) обавезно се отплаћује и глав-ница

---

340 Емпсијом обвезница се фактпчки успоставља кредитнп однос.

341 Пројекат СИВ-а. Јунски програм мера. Benian economik, Београд. 1990. ст. 5а.

342 Ибидем, ст. 51-52.

и камата. „Међутим, за разлику од банкарског кредита, који се отплаћује на основу унапред утврђеног амортизационог плана, код об-везница се може постићи већа флексибилност, која више одговара и еми-тенту и купцу обвезница. имајући у виду њихову финансијску ситуацију. Уместо једног кредитора (банке), сада сви купцн постају кредитори. С друге стране, постоји могућност да се обвезнице, уместо да се отплате, претворе у деонице, чиме предузеће долази до трајних средстава".[343] Но. основна предност тржишта хартија од вредности јесте дистрибуција и трансформација ризика, што се сматра темељом ефикасног и стабилног функционнсања укупних економских система. Поред тога, тржиште омо-гућава оптимизације портфолиа (структуре) имовине, као и трансфор-мацију и трансмутацију финансијских ресурса у смислу обезбеђења оне структур еи обима који се траже на тржишту. На крају, тржиште треба да обезбеди веома висок степен специјализације и остваривања еконо-мије обима у области финансија, што све скупа треба да доприноси ра-ционализацији и појевтињењу капиталних средстава.[344]

Врсте (облици) хартија од вредности. У структури хартија од вредности егзистирају различити облици вредносних папира, који се могу разврстати према функцијама хартија од вредности у привреди, према месту плаћања, према врсти у њима инкорпорисаног права, према врсти прихода које доносе, према доспелости, према издаваоцу и према валути. Но, од поменутих критеријума најважнији су ипак следећи: природа права које је инкорпорисано у одређеној хартији од вредности и начин одређивања имаоца права. „Према начину одређивања повериоца у исправи, хартија од вредности може да гласи: на име (ректа хартија), на доносиоца, по наредби, а може да буде мешовита и алтернативна када се поред имена означеног на хартији уноси и клаузула на доносиоца. Са становишта могућности преноса, односно промета хартија од вредности значајно је указати на основне разлике између хартија од вредности на име, по наредби и хартија од доносиоца. Хартије од вредности на име представљају исправе у којима је приликом њиховог издавања тачно наз-начено име лица и назив фирме повериоца, односно власника. Право из хартије од вредности на име преноси се цесијом. Пренос се технички врши обележавањем на самој хартији фирме, односно имена новог имао-ца и стављањем потписа од стране преносиоца. Код цесије хартија од вредности на име дужник не може доћи у неповољнији положај због њиховог преноса на новог повериоца. Они може у току преноса ставити своје примедбе старом повериоцу или пак новом имаоцу... Шира робно новчана размена како у националним тако и у међународним размерама захтевала је упрошћење поступка преноса хартија од вредности као и већу сигурност у смислу ограничења могућих приговора издаваоца хар-тије. То се постиже издавањем и увођењем у промет хартије од вред-ности по наредбиј. Она је слична хартији на име осим што је код њеног издавања уграђена додатна клаузула „или по наредби". На овај начин издавалац хартије од вредности

[343] Ибидем. ст. 52.
[344] Мр Д. Милојевнћ. оп. цит., 150.

обавезује се да ће своју обавезу плаћања извршити лицу назначеном у хартији или било ком другом лицу на које своја права из хартије оно пренесе".[345]

Право из хартије од вредности по наредби преноси се индосамен-том. „Индосамент је писмена изјава (наредба) на полеђијни хартије од вредности или на посебном додатку - алонжу, којом ималац хартије -индосант преносн своја права из хартије на друго лице - индосатара. Клаузула „по наредби" омогућује индосатару да путем индосамента по-стане индосант, тј. да стекне могућност да изврши пренос права на дру-гог повериоца. Уз услов непрекидног низа индосамената хартија од вред-ности по наредби може се неограничено преносити све до момента извршења обавезе од стране њеног издаваоца. У ову врсту хартија од вредности убрајају се менице, чек и др.

Хартшје од вредности на доносиоца су писмене исправе које, поред других битних и законом одређених елемената, садрже означење да се ради о хартијама на доносиоца. Ове хартије се одликују великом спо-собношћу циркулације, јер се право из њих преноси једноставно њиховом предајом. И код ових хартија, као и код претходне две врсте хартија од вредности. важи правило да право из хартије произлази из права на хар-тију. Лоше стране хартија од вредности на доносиоца су у томе што су у промету несигурне. С једне стране, извршење обавезе може се тражити само од издаваоца хартије на доносиоца јер су остала лица која су учествовала у њеном промету непозната. Нема права регреса. С друге стране, готово је немогућ езаконитом имаоцу остварити право из хартије на доносиоца ако дође до губитка хартије (губитак, уништење, крађа).

И поступак судске амортизације је веома отежан јер се хартија мора идентификовати, мора се дати њена садржина, тј. ознаке по којима се разликује од других.

Хартије од вредности према природи права, садржаног у хартији могу бити: стварноправне хартије, облигационоправне хартије и хартије с правом учешћа.

Стварноправне хартије од вредности садрже одређено стварно пра-во на покретним стварима, које се може користити само на основу те хартије, нпр., заложница, складишница и др.

Облигационо-правне хартије од вредности инкорпорирају одређену облигацију чији је садржај нека тражбина, најчешће изражена у извесној своти новца или у некој другој чинидби. У ове хартије спадају: чек, ме-ница, обвезница, потврда о депонованим средствима, благајнички запис, штедна књижица и др. Извршење обавеза по овим хартијама врши се њиховом презентацијом од стране дужника.

Хартије с правом учешћа садрже право чланства њиховог власника у неком правном лицу. Ималац ових хартија од вредности стиче право управљања и учешћа у оствареној добити. Висина добити остаје непоз-ната све до завршетка пословне године и утврђивања висине остварене добити, односно дела који ће бити исплаћен имаоцима ових хартија од вредности".[346]

---

[345] Мр Д. Милојевић, оп. цит., 143-144.
[346] Ибидем.ст. 144.

Давање одобрења за издавање дугорочних хартија од вредности прописано је Правилником о условима за давање одобрења о издавању дугорочних хартија од вредности и робу тржишта капитала које је до-нела Комисија током 1990. год. За добијање одобрења подноси се пи-смени захтев, који садржи податке о издавању дугорочних хартија од вредности, о емисији хартија од вредности, о пословној и развојној по-литици издаваоца хартија од вредности итд.

Основни подаци о издаваоцу јесу:[347]

1. назив и седиште издаваоца дугорочних хартија од вредности.
2. датум оснивања,
3. карактер предузећа (друштвено или приватно),
4. број под којим је уписано у судски регистар,
5. подаци о капиталу издаваоца (висина оснивачког, односно сопственог капитала и његова структура),
6. подаци о предмету пословања,
7. подаци о финансијским резултатима пословања:
   а) биланс стања и биланс успеха,
   б) исплаћене дивиденде по деоницама,
   ц) пласмани у хартије од вредности,
   д) обим укупних кредита и
   е) обим доспелих, а неизмирених обавеза.
8. подаци о пословном органу издаваоца:
   а) лични подаци;
   б) овлашћење за представљање и заступање;
   ц) учешће руководећих радника у имовини предузећа;
9. признања у земљи и иностранству.

У вези са емисијом хартија од вредности за коју се тражи одобрење, потребно је доставити:[348]

1. обим емисије;
2. намену средстава прибављених по основу издавања хартија од вредности;
3. врсту хартија од вредности;
4. карактер хартија од вредности (да ли су намењене за тржиште или су интерне),
5. заштиту од фалсисриковања (квалитет и опремање хартија од вредности);
6. елементе хартије од вредности из члана 20. односно 29. Закона о хартијама од вредности;
7. рок уписа, уплате и начин уплате;
8. права купаца хартија од вредности:

---

[347] Р. Лазић. Функционисање тржшнта новца и тржшнта кашпала у Југославији. Финансијска пракса 9-10/90 ст. 539-553.

[348] Ибидем. ст. 545.

а) дивиденда код деоница, односно камата код обвезница;
б) начин исплате дивиденде односно камате;
ц) право у управљању;
д) друга права:

9. преносивост хартија од вредности;
10. продајна места хартија од вредности:
11. факсимил хартија од вредности (са купонима и другим елементима):
12. тржишна подручја на којима ће се вршити пласман хартија од вредности и на којима су досадашње емисије пласиране.

Подаци о пословној и развојној политици издаваоца хартија од вредности односе се На:[349]

- очекивану добит;
- начин коришћења добити;
- очекивану стопу раста производње;
- развојни план издаваоца и оцену пословних изгледа за период од три године у случају издавања деоница, односно код издавања обвезница рок њиховог доспећа за наплату, чија реализација би се обезбедила сред-ствима оствареним издавањем хартија од вредности за које се тражи дозвола.

Уз захтев за издавање одобрења за издавање дугорочних хартија од вредности прилаже се и одређена документација. и то:[350]

1. Акта о оснивању и структури организације издаваоца хартија од вредности;
2. Мишљење службе друштвеног књиговодства о бонитету;
3. Одлука о издавању деоница, односно закон или одлука о изда-вању обвезница;
4. Изјава одговорног лица да је емисија заснована на позитивним законским прописима, да су подаци наведени у захтеву веродостојни и правно ваљани и да су обезбеђени сви услови за штампање хартија од вредности;
5. Проспект хартије од вредности.

Издавалац дугорочних хартија од вредности је дужан да, уз писмени захтев Комисији за давање одобрења, поднесе и мишљење СДК о ње-говом бонитету. Стручна комисија састављена од представника свих ун-кција СДК (контрола, ревизија, информативно-аналитички послови, платни промет) у року од 45 дана даје мишљење о бонитету издаваоца дугорочних хартија од вредности на бази једнństвених показатеља за оцену бонитета пословања правних лица привреде по полугодишњим и годишњим обрачунима, података добијених од превентивне контроле, података из поступка кршења инспекцијске контроле, података из по-ступка вршења економско-финансијске ревизије и оцене завршних рачуна. Обрада јединствених показатеља се врши

[349] Ибидем. ст. 545.
[350] Ибидем. ст. 545.

по полугодишњем и годишњем обрачуну за последње три године. У том склопу, најважнији су показатељи финансијске стабилности, ликвидности и пословне успешности. У структури показатеља финансијске стабилности три су најважнија, и то: показатељ финансијске сигурности. коефицијент само-финансирања и ниво кредитне способности.

Индикатор финансијске сигурности у основи репрезентује учешће трајног капитала у укупним изворима пословних средстава. Показатељ (pfs) се израчунава на бази односа трајног капитала (Tk) и укупне пасиве (Up):

$$Pfs = (Tk/Up)\ 100$$

Ниво (коефицијент) самофинансирања (Ks) у правилу одсликава однос између трајног капитала (Tk) и дугорочних резервисања (Dr) и збира стања нематеријалних улагања (Nu). материјалних улагања (Mn) и залиха (Z):

$$Ks = (Tk + Dr)/(Nu + Mu + Z).$$

Коначно, ниво кредитне способности (Нкс) рефлектује однос трајног капитала (Tk). дугорочних резервисања (Dr) и дугорочних обавеза (Do) према сталним средствима (Ss):

$$Nks = (Tk + Dr + Do)/Ss$$

Показатељп ликвидности јесу индикатори тренутне ликвидности, индикатори текуће ликвидности и индикатори опште ликвидности. Тренутна ликвидност (Lt) квантификује се као однос хартија од вредности и новчаних средстава (Hv + Ns), с једне стране, и краткорочних обавеза (Ko), с друге стране:

$$Lt = (Hv + Ns)/Ko$$

Текућа ликвидност (Tl) пак рефлектује квантитативни однос из-међу обртних средстава (Os) редуцираних за залихе (Z) и краткорочних обавеза (Ko):

$$Tl = (Os - Z)/Ko$$

Коначно, индикатор опште (генералне) ликвидности (Lo) репрезентује однос укупних (тоталних) обртних средстава (Os) и краткорочних обавеза (Ko):

$$Lo = Os/Ko$$

У финансијској теорији и пракси, „показатељ финансијске стабилности представља степен финансијске сигурности, степен самофинансирања и степен кредитне способности. Правно лице је финансијски си-гурније ако у укупним средствима има веће учешће трајног капитала од туђих извора пословних средстава, а то значи да једно лице има 50% и више трајног капитала у укупним средствима. Показатељ степена само-финансирања представља способност правног лица да трајним капита-лом може да финансира сва своја материјална и нематеријална улагања у залихе, као и додатна улагања, а да се при том не задужи путем кредита или другог вида задуживања. За овај степен самофинансирања потребна је оптимална стопа I. Показатељ финансијске стабилности изражава се и степеном кредитне способности који резултира као однос трајних извора. дугорочннх резервисања и дугорочних обавеза, с једне, и сталних средстава. с друге стране. Правно лице је кредитно способно ако за своја стална сред-ства обезбеђује квалитетна средства у изворима - да може да их покрије. с тим да тај показатељ буде већи од 1, Ако је показатељ већи од 1. зиачи да су и обртна средства покривена у изворима, а вишак вредности пока-затеља изнад 1. представља ..нето обртна средства”... Показатељи ликвид-ности су показатељи солвентности правног лнца... Показатељ тренутне ликвидностн показује колико краткорочних обавеза би се на одређени дан могло измиритн новчаним средствима и хартијама од вредности... Показа-тељ текуће ликвидности приказује да правно лице на одређени дан има обртних средстава у висини неизмпрених краткорочннх обавеза.”[351]

Но. за нашу аналнзу важнп су п индикатори (показатељи) пословне успешности. и то:[352] (а) бруто добит по раднику, (б) акумулација по раднику, (ц) укупни губитак по раднику. (д) степен акумулативне спо-собности (однос остварене акумулације према просечним пословним средствима). (е) однос акумулације према трајном капиталу, (ф) сте-пен репродуктивне способности (остварена нето амортизација према просечним пословним средствима) и (г) просечни обрачунати чисти лични дохоци и накнаде личних доходака по раднику у обрачунском периоду (месечни просек). Наведени показатељи јесу симултано нн-дикатори ефикасности фирме.

[351] Ибидем, ст. 549-550.
[352] Ибидем, ст. 550-551.

17. УЛАГАЊА У ВРЕДНОСНЕ ПАПИРЕ: ПОРТФОЛИО ИНВЕСТИРАЊЕ

Портфолио инвестирање рефлектује улагање у вредносне папире. Примарни циљ овог типа инвестирања јесте стицање дохотка (добити), али и контрола над компанијом која емитује акције (под условом да се улагања врше у акције). Тиме се жели и остварење већег приноса у од-носу на обимна улагања на штедњу. То је, дакле, мотив улагања у вред-носне папире са сталним укамаћењем. Но, портфолио инвеститор не ба-ви се непосредним развијањем пословне активности и освајањем тржишта као директни инвеститор него само „сечењем купона".

Капитал се данас, по правилу, креће у два смера у виду међуна-родног јавног капитала и међународног приватног капитала. „При-вредни капитал (по јединици, производне компаније и банка), са своје стране, креће се, првенствено: у облику директних инвестиција, у облику портфолио инвестиција (акције и обвезнице) и у облику де-позита и кредита. Јавни капитал (јавне банке и државни буџет) креће се, првенствено, у облику билатералних и мултилатералних зајмова и кредита, у облику портфолио инвестиција у облику економске по-моћи. Практично, искуство показује да појединци, највише улажу у депозите, акције и обвезнице; предузећа у производном облику (ди-ректне инвестиције); банке у облику, депозита и кредита, акција и об-везница а држава у облику зајмова и економске помоћи... Портфолио пласмани представљају међународно кретање капитала у облику ак-ција и обвезница. Акције су вредносни папир, као доказ о дугорочном финансијском улогу капитала, који власнику даје право да, сразмерно улогу, сваке године, учествује у добити предузећа у које улаже. Улагач се, код овог облика, не ангажује директно у процесу производње (и ту је основна разлика у односу на директна улагања). али ако уложи, одређени, већи износ капитала има право да буде заступљен у управ-ном одбору и да, тим путем, одлучује о развојној политици предузећа у које улаже. До привредне кризе из 1929. год. ово је заједно са међународним дугорочним обвезницима. био најзначајнији облик међународног кретања капитала. Сада се, на овај начин, углавном уну-тар капиталистичких земаља, прикупљају средства огромног броја. првенствено, приватних власника, ради развоја уносних производних програма. Тиме се повећава капитал производних компанија и често мењају власници капитала у њима, а предност за корисника је да је то капитал који стално код њега остаје. Проценат улагања укупне штедње грађана у акције износи, нпр. у САД 22%, у Јапану 9%. У САД. нпр. и преко 10 милиона власника акција промени своје власништво у појединим предузећима. Због тога све капиталистичке земље имају развијена тржишта акција. а курс (тзв. дивиденда) зависи од сигурно-сти компанија у коју се капитал улаже и изгледа да се оствари што већи ниво зараде. Најзначајније берзе акција су: Њујоршка берза, Лон-донска берза, Париска берза и Токијска берза. Тзв. „New York

Stock Excange" или „Wall Street" је највећа берза акција у свету, а основана је 1792. године. Она не обавља терминске послове, а дозвољава ко-тирање само првокласним акцијама. Много дужу традицију, међутим, има лондонска берза, будући да јој почеци рада досежу у XVII век. За тадашњу експанзију енглеске привреде, у недостатку сопствених извора, влада и велике компаније прибегавале су позајмљивању на тржишту капитала. Акције и обвезнице постале су предмет купопро-даје, трговинског посредовања, шпекулација и сл. Израстао је цео слој посредника који живе од понуде и тражње хартиЈа од вредности, тј. ли-цитацпје о њиховој цени.[353]

Током времена дошли смо до мобилних берзанских институција. тесно повезаних компјутерским везама, које будно прате све догађаје у светској прнвреди да би избегле изненађења код формирања цена акција и обвезница. Лондонска берза има, нпр., 3500 чланова, који-представљају преко 400 великих фирми. Као слика кретања на берзи цене разних ин-дустријских, трговачкнх, владиних и других хартија од вредности користе се разни индикатори. Најчешће примењиван индикатор је тзв. Dow-Jo-nesov просек, у ствари индекс цена хартија од вредности у САД, који се заспива на праћењу 30 индустријских. 20 транспортних, 15 трговинских и 65 осталих просека цена. Овај индекс не открива тенденцпје само у погледу цена хартија од вредности, него и кретања општих пословних трендова. што је посебно уочено (на порасту цена акција) после доласка Регана на власт у САД почетком 1980. године, као и огроман пад цена акција под притиском многих околности (пад курса долара и процена перспективног раста амернчке привреде) у последњој годинп Регановог мандата. крајем 1987. и почетком 1988. године.

Обвезнице су вредноснн папири које власник добија прп улогу капитала. а који му после истека одређеног временског перпода гарантују отплату његовог уложеног капитала уз наплату одређене фиксне или промењљиве камате. Привредна стабплност и монетарна сигурност ре-алног улога у време златног стандарда стимулнсала је овај облик међуна-родног улагања капитала. све до привредне кризе пз 1929. годпне, када су услед рецесије и нестабилностн отежани условп за међународно пла-сирање капнтала у овом облпку. После другог светског рата на тржнштима обвезннца циркулисале су само обвезнице влада н јавних субјеката. да бп током шездесетих година поново оживеле тржиште об-везннцама, првенствено у склопу настапка н развоја евродоларског тржишта капитала. Издаваоци обвезница и на евродоларском тржишту, су најчешће. међународне органпзацпје (нпр. Међународиа банка и њепе афплнјације). внсоко развнјене земље, мултинационалне компанпје (нпјз. Philips. ICl. IBM и друге), велике нацноналне банке. градовп (нпр. Осло. Монтреал. Мннхен н сл.). а капптал у овом облику пласирају банке на евродоларском тржишту. У току трајања зајма са њима се тргује међу банкама. а предмет су котирања и на берзама. У току 1984. камата је била или фнксна (нпр. 8.5) пли варијабилна (нпр. 3% испод ЛР1БОР-а)".[354]

---

[353] E. J. Ellon i M. J. Gruber. Mndcrn Porti'alio Tlienrv and Invcstment Analjsis, J. Wilev and Sons, N. York. 1991. st.. 733.

[354] Д. М. Вуконпћ. Међународпа тргошшска политнка. Савремепа адмпнистрацпја. Београд. 1991. ст. 90-92.

18. ПРЕТВАРАЊЕ ДУГА У АКЦИОНАРСКИ КАПИТАЛ

Претварање дуга у акционарски капитал је једно од решења за презадужене земље у актуелном тренутку савременог света у коме Међународни монетарни фонд диктира и условљава макроеконрмске финансиј-ске политике, политику преструктурирања и прилагођења у привредне реформе земаља Трећег света и тзв. социјалистичких земаља. У том кон-тексту, Blackwell и Noccera истичу важност аранжмана замене дуга за акцијски капитал, користи од шеме претварања спољног дуга у акцијски капитал и импликације за привредни развој.[355] „Током претходних година отворени су бројни иновативни путеви снижавања терета дуга високо задужених земаља. Развијене су шеме у којима су ове земље понудиле откуп својих дугова уз дисконт, или његово претварање у друге облике средстава као што су обвезнице или сировине. Од ових шема коришћене су највише оне које су обезбеђивале замену дуга за деоничарски (акциј-ски) капитал. Пораст обима замене дуга за акцијски капитал (debt-equity swap) подстакнут је растућим поимањем у земљама дужницима, да ино-стране инвестиције могу представљати значајан допринос привредном расту, кроз процват секундарног финансијског тржишта дуговних обли-гација земље према иностраним банкама, те због текућег глобалног кре-тања ка конверзији дуга у преносиве вредносне папире. Законска регу-латива која одређује начине на које је земљама дозвољено да свој дуг према комерцијалним банкама замене за акцијски капитал у одређеним привредним секторима њихових економија значајно се разликује од зем-ље до земље. Чак унутар појединих земаља, могу бити различити услови који се примењују на такве трансакције, према сврхи са којом се улази у замену, аспектима монетарне политике, и осталим чиниоцима. Колике год биле разлике често тајанствених регулатива и стварних облика таквих трансакција, већина аранжмана замене дуга за акцијски капи-тал удовољава основном обрасцу. Прво, банка продаје уз дисконт (кажимо од 35 па чак и више од 70 процената) неизмирени зајам одо-брен агенцији у јавном сектору или понекад предузећу у приватном сектору у задуженој земљи. Друго, инвеститор често мултинационална компанија произвођач. купује зајмовни папир уз дисконтну цену и под-носи га централној банци земље дужника, која откупљује зајам по но-миналној вредности или уз скроман дисконт (од рецимо 10 процената) у домаћој валути по преовлађујућем тржишном девизном курсу. Треће, инвеститор прибавља акцијски капитал у задуженој земљи ко-ристећи ту домаћу валуту. коју је стварно купио под повољнијим усло-вима, него што би то остварио кроз регуларне трансакције на девиз-ном тржишту. Сада се све чешће други и трећи корак ових процеса сажимају у један, пошто су неке банке охрабрене

[355] M. Blackwell i S. Nocera. The Impact of Debt to Equity Conversion, Finance and Development. јуни 1988.

изменама у законској регулативи о банкама у САД, замениле своје одобрене кредите за ак-цијски капитал у земљама дужницима...

Банке продају своје дужничке папире или улазе у замену дуга за акцијски капитал због различитих разлога, који одсликавају циљеве управљања средствима банке и пословних стратегија. Руководство банке ће продати своје зајмовне папире које поседује, уколико осећа, да чинећи то јача своју финансијску позицију, и у крајњој линији доприноси остварењу боље кредитне позиције банке. Једна специфична предност продаје дужничког папира је у могућности рашчишћавања банкарских послов-них књига од проблематичних зајмова и прилагођавања позиције свих средстава у активи биланса стања. Друга предност је да таква продаја зајма банци омогућава да снизи своју кредитну изложеност ризику, и да избегне или смањи потребу да је касније повећа, током заједничког фи-нансијског пакета за земљу дужника која је у питању. У многим таквим пакетима, од банке кредитора не само да се очекује да прихвати одла-гање наплате главнице, већ такође да се придружи осталим банкама кре-диторима у одобравању нових зајмова, да би се покриле финансијске потребе земље дужника током договореног периода прилагођавања. Уколико банка не успе да удовољи тим захтевима, и уколико њене до-спеле отплате није покрила земља дужник, тада оригинални банкарски зајам може постати неоперативан и некаматоносан, са последичном по-требом, да се утврде губици и искажу у билансу успеха банке. На крају. управљачи банком могу сматрати рентабилнијим да продају своје зај-мовне папире уз дисконт и реинвестирају утржак, него да се држе дуга са неизвесним изгледима отплате камате и главнице. Већину продаја ду-говних папира обављају континенталне европске банке и мање регио-налне банке из САД, са релативно малом изложеношћу у високо за-дуженим земљама. Банке са већом кредитном изложеношћу нису вољне да продају своје дуговне папире са дисконтом, због неизвесности до које ће мере рачуноводствени стандарди изискивати да остлаи зајмови одо-брени земљама о којима се ради, буду на сличан начин отписани. Највеће банке из САД су посебно биле неодлучне да продају чак и најмањи део својих зајмовних папира...

За компаније које желе да инвестирају у задужену земљу, на-јочигледнија предност замене дуга за акцијски капитал је могућност која дозвољава прибављање домаће валуте по веома повољним условима за инвестиције. Што банке нуде већи дисконт на дуг и што је атрактивнија цена по којој ће земља дужник откупити дуг. већи је стимуланс да се укључе у трансакцију. Ипак, разлика између трошкова трансакције за-мене дуга за акцијски капитал и регуларне трансакције директних ино-страних инвестиција, што је ефективна субвенција, морала би бити при-лично висока да компензира инвеститоре за потенцијалне недостатке оваквих трансакција. Тачније назначено, власти могу наметнути веће ре-стрикције на репатријацију капитала и профита у трансакцијама замене дуга за акцијски капитал, него што је то случај код регуларних тран-сакција директних иностраних инвестиција. Следствено томе, компаније могу бити ограничене како и где могу користити локална девизна сред-ства, добијена заменом дуга...

Земље које претварају своје дугове у акцијски капитал спремне су то да чине, не само због тога што желе да снизе свој ниво спољне задужености, и вероватно помогну поновно успостављање своје кредитне способности, већ такође јер верују да ће нове инвестиције које се јављају као резултат овог процеса стимулисати економски раст. Усмеравајући ове инвестиције у супституцију увоза или у извозно оријентисане индустрије. генерално посматрано власти се надају да ће побољшати спољ-нотрговинске перформансе своје земље. Такође се надају да ће успешне инвестиције ове врсте створити нова радна места било директно, или индиректно кроз пораст тражње за домаће производе привредним ин-путима, те да ће следствено томе проширити пореску основицу земље. Уз то, надају се д аће нове технологије и руководилачкастручност које су често здружене са иностраним улагањима донети са собом значајан пораст продуктивности.

Са рачуноводствене тачке гледишта замена акцијског капитала за дуг има мали или никакав ефекат на позицију нето задужености земље. У већини случајева потраживања осталог света према овој земљи само су рекласификована, то јест нема нето прилива капитала уколико се дуг откупљује по својој номиналној вредности. Присутан је одређени прилив капитала уколико је дуг откупљен по мањој вредности од номиналне, или уколико земља наметне услов да замену дуга мора пратити нова директна инвестиција. Кроз трансакцију замене дуга за акцијски капитал земља једноставно размењује један облик екстерне обавезе за други -0 дуг са фиксним опслуживањем и непрекидним обавезама отплате за дру-ги облик - директне инвестиције. Ипак, један начин на који се може утицати на платни биланс је, уколико су исплате дивиденде по основу капитала или капитал који је у вези са инвестицијом у акцијски капитал, изнад вредности отплате камате и главнице, која би доспела на откупив спољни дуг. Ова ситуација неће увек бити на уштрб земље, јер би ипак, текуће исплате биле везане за рентабилност инвестиција, пре него за каматну стопу која може бити одређена чиниоцима који су изван кон-троле земље дужника. Отуда је ризик неудовољавања међународним обавезама отплате пребачен са зајмопримца на иностраног инвеститора. У обиму у коме овај преокрет снижава нето отплате иностранству. и у мери у којој инострани девизни приходи по основу пораста новог извора или индустрије која супституише увоз. замена дуга за акцијски капитал може ублажити терет сервисирања дуга задужене земље.

Замена дуга за акцијски капитал може имати снажан утицај на моиетарну и фискалну политику земље која откупљује дуг, посебно ако се обавља значајан обим размена. Монетарни ефекат зависи од тога како се финансира домаћа страна финансијске трансакције. Уколико влада финансира трансакцију кроз консолидованн банкарски систем, постојаће еквивалентна монетарна експанзија и могући инфлаторни притисци. Та-бела показује да минимална конверзија од 5 процената неизмиреног дуга према комерцијалним банкама у четири најзадуженије земље може во-дити ка порасту домаће понуде новца од 33 до 59 %. Чак иако власти земље дужника заузму различит приступ и одлуче да финансирају замене директно продајом владиних обвезница приватном сектору, не могу из-бећи тежак избор у

домену економских политика. Финансирање замене дуга за акцијски капитал може значајно испумпати домаћа тржишта ка-питала, такође у доброј мери може имати за резултат значајан негативан ефекат, изазивајући притисак на пораст каматних стопа, те отуда исце-дити домаће економске агенсе. Шта више, изгледа да ограничена ве-личина домаћих тржишта капитала у већини земаља дужника може да понуди веома мало простора за апсорбовање високог износа јавног дуга, који би био потребан за значајне аранжмане размене дуга за обвезнице. Отуда домаће монетарне власти се могу суочити са ограничењима у од-носу на обим замена дуга за акцијски капитал, у односу на оно што могу разумно прихватити. На фискалној страни замена обавеза према ино-странству са домаћим облигацијама - било консолидованог банкарског сектора или приватног сектора, може имати за резултат пораст владиних дужничких обавеза, које се морају сервисирати у домаћој валути, у обиму у коме је домаћа реална каматна стопа виша од каматне стопе која се примењује на инострани дуг. Овај трошак, као и финансијске импликације ране отплате иностраних дугова, морају се узети у обзир у владином сјжнансијском програму. У већини случајева, замена дуга за обвезнице није обављена унутар или кроз иностранo девизно тржиште, и није ве-роватно да ће бити остварена било каква веза са девизним курсом земље дужника која је укључена. Ипак, уколико се смањује нето одлив ино-страних обавеза, чак и маргинално као резултат конверзије, могућа тражња за домаћим резервама може се смањити. Користан ефекат на резерве ипак може бити превазиђен у одређеном обиму чињеницом, да када је инвестирано кроз конверзију дуга у акцијски капитал уместо кроз директне куповине домаће валуте на иностраном девизном тржишту. по-тенцијални додаци девизним резервама ће бити пропуштени.

Сви аранжмани замене дуга за акцијски капитал, без обзира да ли укључују конверзију јавног или приватног дуга, под значајним су утица-јем владиних политика задужене земље која је у питању. Влада може надгледати потенцијалне инвеститоре и одлучити које да укључи у за-мене дуга за акцијски капитал. Може одлучити да откупи дуговни папир по мањој од номиналне вредности, и тиме смањити стимуланс страном инвеститору да се упушта у такве трансакције. Још важније је, да када влада назначи привредни сектор у који се усмеравају приходи у локалној валути по основу конверзије дугова, стварно примењује инвестициони програм који није вођен чисто тржишним сигналима. Ове инвестиционе активности здружене са таквим програмом не морају се рефлектовати на есрикасну алокацију ресурса. те отуда могу водити у дисторзије. У процењивању користи програма замене дуга за акцијски капитал, земље дужници усмериле су много пажње на питање, да ли такве замене сасе-цају нето прилив девизних средстава, који би се иначе остварио на други начин. Брига да су замене дуга за акцијски капитал само супституте при-лива „новог” новца директним инвестицијама, навела је неке земље као што је на пример Аргентина, да формулишу своје програме на такав начин, да дуг замењен за акцијски капитал мора бити праћен „новим” новцем. Следећи разлог због кога власти неких земаља оклевају да про-мовишу програме замене дуга у акцијски капитал долази из

њихове зеб-ње да пренесу било који део суверених права њихових привреда. Дели-мично су ови разлози били ти, који су чинили зајмове страних банака привлачнијим него што су то биле инвестиције у акцијски капитал током 1970-тих година. Мање је вероватно да ће земље које верују да домаћи ресурси морају да остану у националним рукама, охрабривати замене дуга за акцијски капитал.

Замене дуга за акцијски капитал иако нуде многе предности кре-диторима и земљама дужницима, не могу се сматрати леком за дужничку кризу. Пошто конверзија дуга у акцијски капитал нужно не пружа до-датни инострани капитал (стварно замена може омогућити супституцију додатних иностраних срондова) одређени део ресурса потребан за пораст друштвених бруто инвестиција мора доћи из домаће привреде. У обиму у коме су већ ови ресурси неупослени, додатни расход изазван заменама дуга за акцијски капитал можда би могао бити апсорбован са малим порастом стопа инфлације или домаћих каматних стопа или са малим притиском на платни биланс. Ипак уз све то, уколико привреда фун-кционише близу својих пуних капацитета, било који пораст инвестицио-не потрошње мора или избацити са свог места остале домаће расходе као резултат виших цена и/или виших каматних стопа, или имати за ре-зултат погоршавање трговинског биланса. Обухватно посматрано, заме-не дуга за акцијски капитал могу ублажити терет дуга, чинећи лакшим управљање сервисирањем обавеза према иностраним партнерима и може допринети економском расту привлачења нових инвестиција у ефикасне привредне секторе. Ипак се мора признати да ограничења која намећу монетарни, фискални и остали економски разлози, значе да ће остати донекле ограничен износ замена дуга за акцијски капитал који може бити финансиран”.[356]

1) КОНВЕРЗИЈА СПОЉНОГ ДУГА У УЛАГАЊА: DEBT / EQUITY SWAP

Овај тип конверзије дуга јесте иновативни механизам у политици решавања кризе дугова. који се огледа у трговини дуговима (swap тран-сакције) на секундарном тржишту и то дуговима који су репрограмирани и рефинансирани према комерцијалним банкама. Облици swap трансак-ција на секундарном тржншту спољних дугова земаља у развоју су:[357]

- debt/products, services swap (откуп дуга извозом робе и услуга);
- debt/debt swap (замена дуга једне за дуг друге земље);
- debt securization (конверзија дуга у посебне обвезнице);
- debt by back (откуп властитог дуга из средстава новог задуживања у иностранству;

[356] Др Ж. Рпстић іі мр Б. Љутић, оп. цнт.. стр. 423—429.1)

[357] А. Дејановић. Конверзија спољног дуга у улагања (Dcbt / Equity swap), Финансије 7-8/91. ст. 393.

- debt/local сиггепсу (конверзија дуга у локалну валуту земље дужника).

Два су механизма присутна код swap трансакција на секундарним тржиштима, и то: (1) Механизам непосредне замене потраживања за ро-бу, услуге и улог у фирму дужника, и (2) Механизам конверзије по-траживања у локалну (домаћу) валуту дужника за плаћање робе. Међутим, механизам конверзије дуга (улагања у debt/equity swap) репре-зентује већ директна улагања (разни облици инвестирања), или форми-рање акцијског капитала. Конверзија дуга и иностранa улагања репре-зентују трансакцију која имплицира куповину дуга уз дисконт од стране инвеститора (домаћег или страног), који подноси дуг централној банци државе-дужника која откупљује свој дуг у националној валути; док swap дуга у акцијски капитал представља механизам конвертовања конвертибилног дуга земље у локалној валути деноминоване акције у инвести-ције стране компаније у тој земљи.[358] „Често се приликом дефинисања ових трансакција мора употребити неки од честих примера са секундарног тржишта спољних дугова земаља у развоју. Нпр. мултинационална компа-нија (инвеститор) има интереса да улази у привреду земље дужника. Одлучује да то уради кроз debt/equity swap. Ангажује посредника, саопштава му услове под којима је спреман да обави трансакцију. Посредник на се-кундарном тржишту проналази банку која нуди дуг одређене земље уз ди-сконт од 70%. Значи, мултинационална компанија, инвеститор, за 30 ми-лиона долара у готовини, добија дужничке папире земље који су номини-рани на вредност од 100 милиона долара. Затим, посредник подноси про-јекат инвестиције валди земље дужника да би добио дозволу. Када добије “бдобрење, подноси дужничке папире централној банци земље дужника. Дуг чија је номинална вредност била 100 милиона долара, а тржишна цена 30 милиона долара, продаје се централној банци земље дужника за 55 милиона долара у локалној валути. Овај износ (55 милиона долара) у локалној ва-лути инвеститор улаже у пршзреду земље дужника. Такође, плаћа прови-зију 2.5 милиона долара посреднику за обављене услуге.[359]

Debt/equity swap послови, по природи ствари. имају и позитивне и не-гативне стране, симултано. Позитивни есректи за дужника се огледају кроз нове инвестиције. кроз смањење девизних обавеза и дуга, кроз уштеде на камате. кроз поделу дисконта и ризика, и кроз повратак избеглог капитала.

Инвеститор има мање трошкове инвестирања, а комкерцијалне банке повећавају своју ликвидност, избегавају додатно сринансирање дужника и наплаћују провизију. Негативни есректи конверзније дугова у улагања огледају се кроз супституцију новог прилива капитала. а кроз бекство капитала. кроз монетарне и срискалне инфлационе притиске и кроз неједнак третман инвеститора.

Debt/equity swap трансакције су модерне варијанте привлачења стра-них инвеститора. У ту сврху је чак уведен и нови термин - additionality. који „означава масу директних инвестиција у одређену земљу која је искључиво

[358] К. Kvkom. Претварањс дугопа у акцпјски капнтал dcbt-equnity swap. Југословенско банкарство. март1989,42.

[359] А. Дејановић. оп. цнт. ст. 393-394.

привучена конверзијом дуга у ннвестиције, односно акцијски капитал. То је нови канал за страна улагања. ван конвенционалног при-лива инвестиција из иностранства. Можда би се ова категорија могла превести као додатно инвестирање кроз конверзију дуга. Прецизније речено. то је инвестирање до којег не би дошло да није debt/equity swap трансакција. Постоји и појам partial addionality. а он означава ону нејасну границу када није могуће баш јасно одредити у ком степену је debt/equity swap привукао страну инвестицију. Уколико је недвосмислено конверзија дуга у инвестиције ијли акцијски капитал определила инвеститоре, онда се говори о clear additionality. Циљ сваке земље у развоју је да својим програмом конверзије, односнО инвестиционом климом што више по-већа додатно инвестирање кроз swap трансакције, јер што је већи addi-tionality, већа корист за земље трећег света".[360]

19. СТРАНА УЛАГАЊА[361]

Страна лица могу, ради обављања делатности под условима узајамности, улагати средства у предузећа и друге облике организовања за обављање делатности или услуга (у даљем тексту: предузећа) и оснивати предузећа у складу с овим' законом и дру-гим законима.

Страно лице, у смислу овог закона, јесте правно лице са седиштем у иностранству и сризичко лице са пребивалиштем, односно боравиштем у иностранству.

Домаће лице, у смислу овог закона, јесте предузеће, предузетник и физичко лице са седиштем, односно пребивалиштем у Србији.

Улог страног лица може бити у девизама, стварима. услугама, имовинским правима, хартијама од вредности и динарима који се, по про-писима о девизном пословању, могу трансферисати у иностранство.

Страно лице може уложити и динаре стечене откупом и конверзијом обавеза (потраживања) по одређеним иностраним кредитима, одно-сно конвертовани спољни дуг у складу са савезним законом.

Улог домаћег лица може бити у динарима. девизама. стварима, услугама. имовинским правима и хартијама од вредности.

Ствари. услуге и права морају се изразити новчано.

Страно лице може. само или са другим страним, односно домаћим лицем:

1. Основати предузеће. или
2. Улагати средства у предузеће.

---

[360] Ибидем.ст. 401.

[361] Вндн: Закон о странпм улагањима, Сл. лист СРЈ, бр. 79/94.

Страно правно лице може у Југославији основати део свог преду-зећа (филијалу), којн има својство правног лица и послује по југосло-венским прописима.

Начин оснивања и рада дела страног предузећа (филијале) пропи-сује Савезна влада.

Страно лице може купити предузеће, односно његов део или акције предузећа у складу са законом.

Страно лице може оснивати предузеће и улагати у предузеће, на начин и под условима под којима домаћа лица могу оснивати предузећа, односно улагати средства у предузећа. ако овим законом није друкчије уређено.

Страно лице не може, само или са другим страним лицем, основати предузеће у области производње и промета предмета наоружања и војне опреме, енергетике, железничког сао-браћаја, ПТТ услуга. шумарства и јавног информисања, у комуналној делатности (водовод и грејање), нити на подручју које је, према одред-бама савезног закона, одређено као забрањена зона.

Страно лице може добити дозволу (концесију) за коришћење одређеног природног богатства или добра у општој употреби или за обављање делатности од јавног интереса.

Страном лицу се може одобрити да изгради, односно реконструише, води и искоришћава, на одређено време, одређени објекат, постројење или погон.

Оснивање и улагање у организације за осигурање, банке и друге сринансијске организације и слободне зоне врше с еу складу са савезним законом којим се уређује њихово оснивање, односно њихов правни по-ложај.

Страно лице по основу улагања има право:

1. да управља, односно учествује у управљању предузећем;
2. да пренесе права и обавезе из уговора о улагању или уговора, односно одлуке о оснивању на друга страна или домаћа лица;
3. да учествује у добити по основу уложених средстава и да сло-бодно транссрерише и реинвестира ту добит;
4. на повраћај појединих уложених ствари, сагласно уговору о ула-гању или уговору, односно одлуци о оснивању;
5. на повраћај улога. односно остатка средстава која су уложена у предузеће у случају раскида уговора. односно истека уговора о улагању или уговора, односно одлуке о оснивању или престанка рада тог преду-зећа;
6. на удео у нето-имовини и повраћај удела. односно имовине по престанку рада предузећа ако је средства уложило у оснивање тог пре-дузећа;
7. друга права предвиђена овим и другим законом.

Страно лице. у складу са уговором о улагању или уговором, односно одлуком о оснивању, има право увида у пословне књиге и текуће по-словање

предузећа у које је уложило средства, као и право да само или преко овлашћеног представника врши ревизију периодичног и годишњег обрачуна.

Ако се после одобрења, односно регистрације уговора о улагању измени закон на основу кога је уговор закључен, на односе утврђене тим уговором примењују се одредбе уговора, односно статута и закона који је важио на дан одобрења, односно регистрације уговора ако је то за улагача повољније или ако улагачи одређена питања споразумно не уреде у складу са измењеним одредбама закона.

Увоз опреме, других основних средстава и материјала за изградњу објекта, који представљају улог страног лица или повећање тог улога на основу уговора о улагању или уговора, односно одлуке о оснивању, слободан је.

Увоз нове опреме по основу улога страног лица, осим путничких моторних возила и аутомата за забаву и игре на срећу, ослобођен је од плаћања царина и других увозних дажбина.

Право може се користити у складу са утврђеном дннамиком ула-гања, до коначне изградње објекта, односно отпочињања делатности у коју се врши улагање. а ако се улагање врши по основу реинвестирања добити - за све време трајања уговора, односно одлуке.

Предузеће са улогом страног лица врши плаћање у пословању са иностранством слободно, у складу са савезним законом-.

Предузеће са улогом страног лица може девизе које унесе као осни-вачки улог или оствари у пословању са иностранством држати на де-визном рачуну код овлашћене банке и њима слободно располагати у складу са уговором о улагању или уговором, односно одлуком о осни-вању.

Трансфер средстава страном лицу у иностранству, по измирењу свих доспелих обавеза угЈуреедавнјн у складу са законом, слободан је по основу:

1. повраћаја улога, репатријације удела у нето-имовини предузећа по престанку рада или продаје, сагласно уговору. односно оснивачком акту;
2. добити. сагласно уговору. односно оснивачком акту.

Улагање страних лица уређује се уговором о улагању или уговором о оснивању, који се закључује у писменом облику. односно одлуком о оснивању ако предузеће оснива једно страно лице.

Уговор о улагању и уговор о оснивању који није закључен у пи-сменој форми. односно одлука о оснивању која није сачињена у писменој форми ништави су.

Уговор о улагању и уговор о оснивању могу се закључити. а одлука о оснивању донети на одређено или неодређено време.

Уговор о улагању садржи одредбе о:

1. уговорним странама;
2. означење предузећа у које се улаже и које води послове за рачун уговорних страна;
3. циљевима. односно послу и делатности који су предмет уговора;

4. врсти и висини улога и другим обавезама уговорних страна у погледу финансирања заједничког пословања;
5. управљању пословањем;
6. начину распоређивања добити и покривања губитка;
7. одговорности уговорних страна из заједничког пословања;
8. трајању уговора о улагању;
9. начину враћања улога;
10. условима и начину раскида уговора;
11. решавању спорова;
12. друге одредбе о којима се споразумеју улагачи.

Уговор, односно одлука о оснивању предузећа садржи одредбе о:

1. срирми и седишту предузећа;
2. имену, односно фирми и адреси, односно седишту оснивача;
3. делатности предузећа;
4. оснивачком улогу;
5. правима, обавезама и одговорностима оснивача према предузећу и предузећа према оснивачу;
6. условима и начину распоређивања добити и сношењу ризика;
7. заступнику предузећа;
8. заштити животне средине;
9. трајању уговора, односно одлуке о оснивању.

Уговор, односно одлука о оснивању, зависно од облика предузећа који се оснива, садржи и друге одредбе у складу са савезним законом којим се уређује правни положај предузећа, као и друге одредбе о којима се споразумевају оснивачи.

Страно лице је дужно да прибави одобрење савезног министарства надлежног за економске односе са иностранством:

1. За оснивање или куповину предузећа, односно дела предузећа (филијале) којом стиче право већинског учешћа у управљању предузећем;
2. За учешће у оснивању предузећа у областима. односно делатностима и за улагање у предузеће, односно повећање улога у предузећу у тим областима. односно делатности.

Одобрење даје се по прибављеном мишљењу савезног министар-ства надлежног за одговарајућу област. по поступку и у роковима.

Уговор о улагању или уговор. односно одлука о оснивању, као и статусне промене предузећа, пријављују се савезном министарству надлежном за економске односе са иностранством.

Уговарачи су дужни да аутентичан текст уговора о улагању или уговора, односно одлуке о оснивању на српском језику. као и њихове измене и допуне пријаве савезном министарству надлежном за економ-ске односе

са иностранством у року од 30 дана од дана његовог потпи-сивања, односно доношења.

Ако страно лице улаже средства у друштвено предузеће. то предузеће дужно је да уз пријаву достави и извештај овлашћеног процењивача о процени вредности улога и процени вредности друштвеног капитала у складу са законом.

Код издатих акција региструје се само број и вредност акција које су купила страна лица, као и учешће страног лица у укупном капиталу предузећа.

Измене и допуне (реинвестирање добити, додатно улагање страног лица, откуп акција, пренос страног улога с једног на друго лице и др.) и престанак важења уговора о улагању, или уговора, односно одлуке о оснивању пријављује се у складу с поступком и роковима.

Уговори о улагању или уговори. односно одлуке о оснивању воде се у посебном регистру код савезног министарства надлежног за еко-номске односе са иностранством.

У регистар се уписују: датум закључења уговора о улагању, односно оснивању, односно датум доношења одлуке о оснивању, имена домаћих и страних лица, имена овлашћених лица, улози домаћих и страних лица. фирма и седиште предузећа у које улаже страно лице и његов статус, односно фирма и седиште предузећа које се оснива, делатност предузећа. трајање и могућност преноса иностраног улога.

Предузеће које производи предмете наоружања и војне опреме не може преговарати о закључивању уговора о улагању пре него што до-бије одобрење .еаж&зн^г министарства надлежног за одбрану.

Пре добијања одобрења предузеће не може страном лицу давати било какве податке о производњи предмета наоружања и војне опреме, - нити допустити снимање објекта.

Уговор о улагању или уговор. односно одлука.о оснивању које са-везно министарство надлежно за економске односе са иностранством ни-је одобрило. односно регистровало ништави су.

19.1. Слободне зоне[362]

Зона обухвата део територије Републике Србије који је посебно ограђен и означен, у коме се обављају делатности утврђене законом.

Зону могу основати домаћа и страна правна и физичка лица (у да-љем тексту: оснивачи зоне).

Предузеће за управљање зоном могу основати оснивачи зоне и дру-га домаћа и страна правна и физичка лица.

Корисник зоне је домаће и страно правно и физичко лице које обав-ља делатност у зони.

[362] Види: Закоп о слобббдиим зонама. Сл. лпст СРЈ, бр. 81/94.

У зони није дозвољено обављање делатности којима се угрожавају животна средина, здравље људи, материјална добра и безбедност земље, у складу са законом.

Права оснивача зоне, предузећа за управљање зоном и корисника зоне, утврђена овим законом, не могу се умањити другим законом или другим прописом.

Имовина корисника зоне не може бити предмет национализације и експропријације.

Под оснивањем зоне подразумева се поступак доношења акта о оснивању зоне, оснивање предузећа за управљање зоном и прибављање сагласности владе да се на одређеном делу територије Републике може основати зона.

Зона се може оснивати на подручју места које има поморску луку или ваздухопловно или речно пристаниште отворено за међународни саобраћај н на магистралним путевима укључешгм у мрежу европских путева (Е).

На подручју места може се отворити само једна зона.

Зона се може састојати из више просторно одвојених делова - под-зона. који чине привредну и организациону целину зоне.

Ако се зона састоји из више делова. сваки део мора бити посебно ограђен и означен.

Зона се оснива ако је то економски оправдано, ако се из зоне извозе роба и услуге у иностранство и ако су обезбеђени просторни. грађевин-ски, енергетски и технички услови, услови у погледу заштите животне средине и други услови за несметан рад зоне утврђени овим законом.

Оснивачи зоне доносе акт о оснивању зоне, који садржи назив оснивача, назив зоне и подручје зоне.

Оснивачи зоне оснивају предузеће за управљање зоном, у коме оснивачки улог страног лица не може бити већи од 49%.

Оснивачки акт предузећа садржи одредбе прописане савезним законом којим се уређује оснивање предузећа.

Предузеће за управљање зоном подноси влади, преко министарства надлежног за послове финансија, захтев за давање сагласности за оснивање зоне, односно подзоне.

Уз захтев предузеће за управљање зоном подноси:

1. акт о оснивању зоне, односно подзоне;
2. елаборат о економској оправданости оснивања зоне, односно подзоне;
3. доказ да предузеће за управљање зоном, односно оснивач тог предузећа има право коришћења, по било ком основу, земљишта на коме ее-оснива зона, односно подзона;
4. доказ да ће се обезбедити просторни, грађевински, енергетски, организациони и технички услови, услови у погледу заштите животне средине, и други услови за обављање делатности у зони, односно под-зони;

5. акт о оснивању предузећа за управљање зоном.

Министарство надлежно за послове финансија оцењује еко-номску оправданост оснивања зоне, односно подзоне.

Оснивање зоне је економски оправдано ако с ећа основу при-ложеног елабората и других приложених доказа може оценити да ће се из зоне извозити у иностранство најмање 30% годишње произведене ро-бе, односно извршених услуга у зони.

Влада, на предлог министарства надлежног за по-слове финансија, даје сагласност за оснивање зоне, односно подзоне у року од 30 дана од дана уредно поднесеног захтева.

Сагласност престаје да важи ако зона, односно подзона не почне са радом у року од две године од дана давања сагласности.

Предузеће за управљање зоном подноси <Ш&в&&тј управи царина захтев за доношење решења за почетак рада зоне, односно подзоне нај-касније у року од две године од дана добијања сагласности за оснивање зоне, односно подзоне.

Предузеће за управљање зоном, уз захтев подноси и доказ да су обезбеђени просторни. грађевински, енергетски, организациони и тех-нички услови, услови у погледу заштите животне средине и други услови за обављање делатности у зони, односно подзони.

Предузеће за управљање зоном обавља нарочито следеће делатности:

1. организује и утврђује услове за градњу у складу са законом. одржава и обезбеђује простор. инфраструктуру и техничке услове за не-сметано пословање у зони и обезбеђује мере за заштиту животне сре-дине;
2. управља зоном. и то: одлучује о захтевима за обављање делат-ности у зони, обезбеђује унутрашњи ред у зони, улазак у зону и излазак из зоне, обезбеђује услове за вршење царинског, инспекцијског и другог надзора, утврђује мере заштите животне средине у зони и тарифу за коришћење пословног простора у зони;
3. обавља стручне и друге послове од интереса за кориснике зоне, као и друге послове сагласно акту о оснивању зоне.

Предузеће за управљање зоном утврђује начин на који се подручје зоне користи за обављање делатности у зони и уређује унутрашњи ред у зони.

Предузеће за управљање зоном је дужно да сваком кориснику зоне омогући да обавља делатност у зони под условима утврђеним законом-.

Предузеће за управљање зоном и корисник зоне уговором уређују међусобна права и обавезе.

Извоз робе и услуга из зоне и увоз робе и услуга у зону су слободни. На страну робу која се из зоне ставља у промет на терігторији Србије ван зоне примењују се прописи којима се уређује спољнотрговинско пословање.

Страном робом, у смислу овог закона, сматра се роба која је у потпуности произведена у иностранству, као и роба чија је вредност у про-цесу производње у зони увећана до 49%.

Вредност робе која је у зони увећана сортирањем, мерењем, маркирањем, паковањем, егализовањем, састављањем, растављањем, прављењем узорака и сл. не сматра се увећањем вредности.

Одредба не примењује се на индустријске отпатке и нуспроизводе настале у зони који немају комерцијалну вредност.

Корисник зоне може привремено изнети робу из зоне на други део територије и унети робу у зону са другог дела територије ради испитивања, атестирања, оправке и маркетиншког пре-зентирања.

Изношење, односно уношење робе, на захтев корисника зоне, одобрава надлежна царинарница, решењем које се до-носи по скраћеном поступку. Решењем се одређује рок у коме је кори-сник зоне дужан да врати робу, који не може бити дужи од годину дана од дана доношења решења.

Корисник зоне може привремено изнети робу из зоне на други део територије, односно унети робу у зону са другог дела тери-торије ради оплемењивања (прераде, дораде и обраде), као и ради уградње. на начин, по поступку и под условима прописаним за привремени увоз, односно извоз робе.

Уверење о томе да је роба произведена у зони издаје царински ор-ган који врши надзор у тој зони.

За робу произведецу у зони издаће се уверење о томе да је произведена роба у Србији ако је у вредности робе која се извози учешће сировина и другог репродукционог материјрла, уложеног рада и других трошкова производње пореклом пз Србије најмање 51% од вредно-сти робе која се извози.

На извоз робе произведене у зони која се, у смислу овог закона, сматра домаћом робом примењују се одредбе прописа којима се уређује повраћај пореских и других дажбина у делу који се односи на повраћај возарине плаћене на иностраној релацији ако корисник зоне девизни прилив остварен тим извозом унесе и преда овлашћеној банци.

На увоз робе намењене обављању делатности у зони не плаћају се царина и друге увозне дажбине.

За робу плаћа се дажбина за царинско евидентирање по стопи од 0,5%.

Роба која се из зоне ставља у промет на тржишту подлеже обавези плаћања царине и других увозних дажбина.

Лице које робу ставља у промет на тржишту дужно је да је пријави царинарници, ради спровођења царинског поступка.

Обавеза плаћања царине и других увозних дажбина за робу настаје на дан кад је роба прешла из зоне на тржиште.

Износ царине и других увозних дажбина за робу утврђује се према стању робе и по прописима који важе на дан подношења царинске декларације.

Царинску основицу за робу чини вредност робе увезене из иностранства у зону.

Корисник зоне је дужан да омогући спровођење мера царинског надзора и води прописану евиденцију о роби која се увози, односно уносп у зону, извози, односно износи из зоне и користи у зони.

На лица која улазе. односно излазе из зоне примењују се прописи којима се уређује прелазак царинске линије.

Плаћање и наплаћивање у зони између корисника зоне, .између ко-рисника зоне и предузећа за управљања зоном и у пословању са иностранством, је слободно и врши се на уговорени начин и у уговореном року.

Улагање капитала на подручју зоне, трансфер добити и ретрансфер улога су слободни.

Корисник зоне и предузеће за управљање зоном могу девизна сред-ства остварена пословањем у зони држати на девизном рачуну код овлашћене банке у зони или код друге овлашћене банке и могу њима слободно располагати.

На девизно пословање у зони утврђено овим законом не примењују се привремене мере и друга ограничења која могу бити прописана дру-гим прописима којима се уређује девизно пословање.

У зони се могу оснивати банке и друге финансијске организацпје, организације за послове осигурања н реосигурања. као и фплијале стра-не банке и органнзације за послове осигурања и реосигурања, које могу бити и у својини страног лица. сагласно прописима којима се уређују банкарско пословање и прслови оснгурања и реосигурања.

Узимање кредита у иностранству ради пословања у зони. односно стварања услова за пословање у зони. као и давање кредита домаћим и страним правним лицима која послују у зони је сло.бодно.

20. КОМПЕНЗАЦИОНИ ПОСЛОВИ

Компензациони послови репрезентују својинску трампу, односно размену робе за робе. Компензациони послови заправо представљају специфичне облике трговине. која се спроводи путем размене робе и услуга у односу 1:1. Наплате и плаћања врше се искључиво путем раз-мене докумената у испоруци робе и царињењу робе. Ове послове обнчно прате отварања паралелних документарних акредитива. Лице које отва-ра акредитив, заправо, захтева банкарску гаранцију од банке гаранта као обезбеђење наплате посла. Стога се у пракси компензационих послова често истиче

сложена спољно-трговинска техника, иако се практично ради о елементарној трампи. Уосталом, свако везивање извоза и увоза захтева додатне операције. пошто је искључено плаћање из платно-би-лансних разлога. Ефективна средства плаћања су искључена и када је у питању отварање нових тржишта са слабом куповном моћи. Везани. односно паралелни послови извоза и увоза чак су пожељни онда када је неопходно обезбедити увоз за потребе снабдевања тржишта робама намењеним произвођачима и потрошачима. Код ових компензационих послова склапа се обично један уговор, који регулише предметне робе и увозу и извозу, њихове цене, примопредају робе, начин отпреме - до-преме робе, рокове испоруке, начин плаћања, контролу и спорове. При-вредни субјект који директно извози и увози робу по компензационом послу мора бити регистрован код надлежног привредног суда и мора добити одобрење надлежног савезног органа за економске односе са иностранством. Поред тога, вредност увоза и извоза мора бити избалан-сирана, што је иначе важна одредница компензационих послова, као трампе. Коначно, неопходно је прибавити одговарајуће режимско право на извоз или увоз, поготову ако се ради о роби која се налази на листи рестриктивног режима (дозвола, контингент, сагласност).

Генерално одобрење привредном субјекту за обављање компензационих послова имплицира испуњење одређених критеријума за прибављање одобрења, као што су: (1) да се ради о извозу у земље где су на-ступиле платнобилансне потешкоће, (2) да се југословенски извоз не може наплатити. (3) да се ради о технолошком јачању домаће привреде и (4) да се извоз и увоз прилагоде потребама текуће економске политике. Компензационим пословима се штите економски интереси југословен-ских фирми у случају стечаја стране фирме и немогућности наплате по-траживања. Копензационнм пословима олакшава се практичан прелаз са клириншког на конвертибилни начин плаћања посредством трампе. Компензационим пословнма се. на страни увоза, омогућава домаћим фирмама да дођу до нове технологије путем које се производе нови производи за извоз и за затварање обавеза. Компензационим пословима се омогућава извођење инвестиционих радова у земљама у развоју -произвођачима нафте и увоз нафте као контракуповине у вредности извршених радова.

У целини посматрано. компензациони послови имају и позитивне и негативне особине. и то: (J) обезбеђење извоза сопствених производа и услуга, (2) освајање нових тржишта. (3) обезбеђење наплате по-траживања од земаља са платнобилансним потешкоћама, (4) повећање покривености увоза извозом, (5) побољшање структуре робне размене. (6) ограничење слободне трговине. (7) веће цене у увозу и ниже цене у извозу. (8) смањење девизног прилива и (9) негативне структуре робне размене на штету земаља у развоју. У том контексту. пожељно је (а) на страни извоза заступати робу више фазе прераде сопствене произ-водње, (б) извозити и увозити робу и услуге по ценама на светским тржиштима, (ц) уравнотежавати понуду и тражњу извозом и увозом ро-бе по основу компензационих послова. (д) освајати нова тржишта за југословенски извоз и (е) форсирати извоз инвестиционих радова.

21. ВЕЗАНИ ПОСЛОВИ

У теорији и пракси. везани послови се сматрају пословима флексибилније размене у односу на компензационе аранжмане. Везани по-слови могу се у пракси обављати и кроз спецнјално уравнотежене послове извоза и увоза. Потребан је само одговарајући банкарски рачун преко кога се компензују извозни и увозни послови у односу 1:1. Но, у пракси претежу ипак паралелни послови, где су плаћања потпуно одво-јена. За време важења уговора само се контракуповине извршавају па-ралелно. Али, и тада контраиспоруке не морају бити извршене у односу 1:1. „Везани посао је, дакле, таква конструкција размене робе и услуга при којој се куповине у једном правцу (извоз) повезује са куповинама у другом правцу (увоз). На основу овако фиксиране обавезе, послови у једном и другом правцу могу се обављати временски и финансијски пот-пуно независно.[363]

У пракси су везани послови врло диверсификовани, а њихову структуру компонују (1) контракуповина, (2) offset размена, (3) бартер посло-ви, (4) buy-back посао и (5) switch послови.

Контракуиовива имплицира три уговорна односа, и то: уговор о извозу, уговор о увозу и уговор о контракуповини. У нас добар пример контракуповине представља робна размена са Либијом:[364] (а) први уго-ворни однос је оквирни уговор оверен од стране надлежних либијских министарстава (грађевине и нафтне индустрије), где се уговара наплата инвестиционих радова у Либији повлачењем нафте из Либије, (б) други уговорни однос јесте однос либијског инвеститора и југословенског из-вођача радова, којим се осигурава динамика извршења радова која је усклађена са повлачењем нафте и (ц) трећи уговорни однос јесте однос закључен између увозника и извозника нафте.

Offset размена представља својеврсну варијанту контракуповине. Обично се јавља код куповине авиона за потребе цивилног ваздухоплов-ства. Целокупна набавка се остварује уз помоћ кредитног аранжмана, с тим што се аванс плаћа у готовом. Остали кредитни део (по одбитку аванса) отплаћује се домаћим испорукама. и то:[365] (а) компоненти опреме домаћих произвођача за уградњу у производ који се купује за домаће потребе. (б) испоруком компоненти за тај производ намењен извозу у друге земље ван земље купца. и (ц) испоруком дугачке листе домаће робе и услуга страном продавцу или његовим кооперантима.

Бартер послови репрезентују изузетно сложене компензационе послове са више учесника и више робе и услуга у светској пракси. Ове послове обично закључују владе као глобални споразум о размени робе и услуга. Бартер послове обично прати конкретан уговор са списком учесника посла

---

363 Група аутора. Технологија спољнотрговинских ппслова. Београд. Југославијапублик, 1992. ст. 54.

364 Ибидем. ст. 55-56.

365 Исто. ст. 56.

и широм листом робе, али уз одговарајући банкарски аранжман. У доцнијој етапи, ови уговорени послови могу се реализовати преко више конкретних уговора о извозу и увозу. Конструкција бартер послова обично се базира на следећем школском примеру:[366] (а) паки-стански инвеститор према уговору са југословенским извођачем радова наплаћује пакистанској банци у локалној валути вредност извршених ра-дова, о чему пакистанска банка извештава банку о уплаћеном износу како би предузећа - увозници у тој вредности могли по-вући робу са листе робе по закљученом трговинском аранжману са Па-кистаном, (б) увозници полажу банци динарску про-тивврдност увоза роба из Пакистана и (ц) банка исплаћује извођачима радова у Пакистану динарску противвредност извршених радова (из средстава уплаћених од стране увозника).

Buy-back посао репрезентује врло сложен пословни аранжман. То је дуготрајан посао, који се утврђује са више докумената. Пренос тех-нологије и опреме јесте предмет оваквих трговинских аранжмана и уго-ворних односа, који обично прате и одговарајући банкарски и сринан-сијски аранжмани. Извоз опреме по правилу се обавља уз помоћ дуго-рочног кредита од 10 - 15 година. Купац је обавезан по уговору да плати аванс. Кредитирани део купац опреме отплаћује производима, које „од-бацује" новоувезена опрема. У пракси је то чест случај са испорукама насрте за опрему за нафту или са испорукама руде - угља за опрему за руднике. Ризик у времену између испоруке капиталних добара и извоза контракуповина за отплату кредита покрива се обично банкарском га-ранцијом и осигурањем.

Switch послови се у спољној трговини. по правилу. своде на робну и валутну арбитражу како би се остварила зарада на курсевима валуте и ценама робе. Курсна разлика између чврстих и меких валута омогућава зараду на дисажији меких валута. У пракси. switch послови могу бити и извознн ii увозни. „Примера ради, ако неки наш извођач инвестиционих радова у Русији на крају обрачуна оствари суфицит од 1 милиона долара наплатив у рубљама. а прода га (нпр.) Генексу са 30% дисажија и 2% провизије. Генекс плаћа разлику у динарима извођачу радова. а за по-траживање купује сировине у Русији. Сировине прода на Западу или их увезе у Србију и у оба случаја оствари значајну зараду."[367]

22. ПОСЛОВИ МАЛОГРАНИЧНОГ ПРОМЕТА

Малогранични промет представља промет робе и услуга који се врши у оквиру пограничног и суседног прекоморског подручја две су-седне земље на основу међусобно закљученог међудржавног уговора. Тиме се

[366] Исто, ст. 55.
[367] Исто, ст. 56.

практично одређује: територијална обухватност пограничног по-дручја, која се углавном своде на пограничне регионе и њихове привред-не центре уз државну границу, одређује банка преко које се врше плаћања и наплате, начин плаћања и наплата преко посебног рачуна који се води у уговореној обрачунској валути, начин утврђивања листа робе које се извози и увози.[368]

Паралелна погранична размена, као део укупне размене између суседних земаља, интерес је привредног развоја пограничних подручја (као мање развијени крајеви), заједничког развоја погранично мешаног становништва, размене са минималним транспортним трошковима итд. Развијање пограничне сарадње кроз малогранични промет (и сијамске компензационе послове) полази од реципрочних погодности предвиђених у обе земље, које су предмет уговора о малограничном промету са сусед-ном земљом (могућност увоза и извоза робе без плаћања царине, такси њпореза, чиме се стварају услови за ниже цене у извОзу и увозу, и за појачану конкурентност у односу на редовне послове извоза и увоза. Ма-лограничан промет у том смислу је специфичан из разлога што повлачи посебан уређен начин плаћања и наплате преко посебног рачуна који се води у пословној банци суседних земаља. „По техници пословања, ма-логранични промет је најближи клириншком начину пословања, па се у пракси и употребљава термин „мали клиринг". Разлике између кли-риншког начина плаћања и малограничног промета су у обиму послова (уговор о клириншком начину пословања обухвата целокупну. са мањим изузецима, размену између земаља уговорница, а малогранични промет само мањи део размене) и у банци преко које се одвија плаћање и на-плата (клиринг се одвија преко емисионих банака. а малогранични про-мет по правилу преко пословне банке). Заједничко је да се плаћања и наплате врше тако што домаће предузеће које увози из суседне земље у оквиру малограничног промета или клиринга полаже у противвредности увоза домаћу валуту. Између банака код којих се води посебан рачун. врши се обрачун у посебној обрачунској валути (на пример у ма-лограничном промету са Бугарском, Грчком. Румунијом узет је САД до-лар. а у клирингу то је обрачунски долар) тако што банка код које је извршена уплата у домаћој валути банци суседне земље потврђује да је у противвредности извршеног увоза примила покриће, без преноса де-виза. Како нема ефективног преноса девнза између банака. свака банка из средстава уплаћених од стране домаћих увозника исплаћује у домаћој валути домаћем извознику свом комитенту који је извезао робу у оквиру малограничног промета, а на основу докумената о извршеном извозу. Из наведеног произлази да је за малогранични промет од значаја дина-мичка усклађеност извоза и увоза."[369]

---

[368] Трvпа аутора. Тсхнологија спољнотрговннских послова. Југославијапублик, Београд. 1992. ст. 57.

[369] Ибидем. ст. 59.

23. ДИРЕКТНА УЛАГАЊА СТРАНОГ КАПИТАЛА

Заједничка улагања репрезентују највиши облик дугорочне спреге економских интереса уговорних страна у организовању, производњи и промету одређених добара и услуга применом последњих достигнућа науке, технике и технологије. „Уговорне стране заједнички улажу рад. капитал и know-how и учествују у оствареним резултатима пословања сразмерно учешћу улога, а заједнички сносе и пословни ризик (губитак), у истој сразмери, ако он притом настане.[370] Посао заједничког улагања је дугорочан са следећим користима за страног партнера: (1) коришћење југословенских богатстава и природних извора сировина и енергије за производњу уз ниже набавне цене, (2) коришћење постојећих домаћих капацитета у производњи и промету без одговарајућих улагања, и (3) коришћење подстицајних и фаворизујућих есреката економске и срискал-не политике. За домаћу привреду предности послова заједничког улага-ња кроз (1) повећање обима производње уз сразмерно, мања улагања, (2) проширење асортимана домаће производње увођењем нових произ-вода који су се увозили, (3) увођење савремене технологије у домаћу производњу, (4) интензивније укључивање домаће привреде у међуна-родну поделу рада, (5) повећање обима извоза и побољшање структуре спољнотрговинске размене у корист производа вишег степена обраде и примене савремене технологије, (6) обезбеђење релативно потпуније снабдевености домаћег тржишта и (7) смањење увоза готових производа и растерећење платног биланса.

Предмет заједничких улагања у нас могу бити: (а) материјална добра - некретнине (земљиште, зграде, инсрраструктура) и покретне ствари (машине, пословни инвентар, сировине), (б) нематеријалне вредности (лиценца по патенту. модел, жиг, индустријска својина, техничка помоћ, know-how, интелектуалне услуге) и (ц) сринансијска средства по пре-драчуну за основни и обртни капитал у девизама и/или динарима.

Уговором о заједничком улагању страни улагачи имају право да управљају и одлучују у предузећу сразмерно уложеним средствима, да учествују у расподели остварене добити или губитку сразмерно вредно-сти уложених средстава, да учествују у увећању имовине мешовитог пре-дузећа, да своја права и обавезе преносе на друга домаћа и страна пре-дузећа да по истеку уговора поврате улог без остатка итд. „Предузеће које располаже имовином од улога од стране (ствари. новац. права) има на домаћем тржишту иста права и обавезе као и свако друго домаће предузеће.”[371]

Склопљени уговор о заједничким улагањима, по правилу, садржи следеће важне „ствари” за оба партнера: (1) циљеве улагања и намену средстава из улога. (2) укупан износ улога са подацима о обиму и струк-тури

[370] Група аутора, Технологија спољнотрговинеких послова. Југославијапублик. Београд. 1992.

[371] Група аутора. Технологија спољнотрговинских послова. Југославијапублпк. Београд, 1992. ст. 239.

учешћа сваке стране, (3) начин утврђивања добити из заједничког пословања, (4) мерила за утврђивање учешћа улагача у расподели оства-реног профита од заједничког пословања, (5) начин исплате страном улагачу припадајућег дела профита из заједничког пословања, (б) начин повраћаја улога страног лица по истеку уговора о заједничком улагању, (7) надлежност пословодног органа, (8) мерила за висину отписа основ-них средстава, (9) предмет пословања друштва, (10) износ номиналног основног капитала друштва, (11) врста акција и ознака банке и (12) ор-гани управљања акционарским друштвом.

Коначно, страни улагач подлеже обавези плаћања пореза на део добити који му припада из заједничког пословања. Порез обрачунава и уплаћује домаћа страна пре исплате добити страном партнеру. Но, стра-ни улагач ужива пореске погодности по закону, која фаворизује његова улагања у односу на домаће партнере. У ствари, порески подстицаји су и најважнији за иностране партнере.

24. МЕЂУНАРОДНЕ КОНЦЕСИЈЕ

Међународне концесије за коришћење природног богатства и добра у општој употреби и закуп привредног објекта представљају посебне облике улагања, који се разликују од осталих облика удагања. „Уговор о концесији представља сложени облик спољнотрговинских уговора, за-висно од тога да ли се концесија у целини даје страном партнеру или се ради о сувласништву са домаћим партнером. Ако се ради о потпуном улагању и власништву страног партнера, онда је уговор простији и де-сринише уговорне стране, обавезу коју мора да испуни страни партнер (koncesionar), обавезе даваоца концесије (koncedenta), висину накнаде за добијену концесију и рок на који се даје право на концесију. Домаћи партнер (надлежни државни орган) најчешће даје право на изградњу пу-та, експлоатацију рудника, изградњу система пословних објеката и сл., с тим да их страни партнер у одређеном року изгради сопственим или мешовитим капиталом, да их експлоатише одређени број година уз поштовање еколошких критеријума, а онда да их без накнаде врати у власништво концеденту.[372] Концедент даје концесију мешовитом стра-ном и домаћем предузећу под много сложенијим условима. пошто уговор обавезно мора да садржи циљеве концесије и међусобне сарадње, оба-везу страног капитала у погледу улога капитала, трансфера технологије. консалтинга. опреме и репроматеријала, обавезу домаћег партнера у по-гледу улога земљишта, зграда и инфраструктуре, робне снаге,

[372] Група аутора. Технологија спољногрговинских послова. Београд. Југославијапублпк. 1992. ст. 256.

опреме и репроматеријала и новчаннх средстава, внсину накнаде за добијену концесију. поделу добити. и начин управљања предузећем.

ЈСорисност од оваквих посебних облика страног улагања огледа се кроз (1) Обезбеђење додатне акумулације из иностранства и техно-лошких унапређења и знања, (2) Активирање недовољно коришћених сопствених привредних ресурса за развијање домаће производње и услужних делатности, (3) Повећање економске рентабилности слобод-них производних капацитета. (4) Обезбеђење веће запослености у зем-љи, (5) Повећање извоза и девизног прилива, (б) Укључивање у међуна-родну поделу рада и (7) Повећање продаје већ афирмисаних производа на светским тржиштима.

У финансијској пракси приватизације, средства остварена од продаје друштвених предузећа сливају се у Развојни сронд, као акционарски улог републике/покрајине. Деоничари Развојног фонда постају домаћа и страна лица, и држава. Фонд послује на принципу максимализације профита сопствених финансијских улагања у хартије од вредности. Развојни фонд је у суштини номинован као институционални инвеститор који један део сопственог капитала ангажује у одређеним предузећима ради диверсификације ризика и максимизације приноса од уложеног ка-питала. Такав модел ангажовања средстава од продаје друштвеног ка-питала преко институционалног инвеститора је од посебног значаја за развој тржишта капитала, али за трансформацију друштвене својине и за есрикасно привређивање.

Продајом друштвеног капитала средства фактички прелазе у државно власништво. Тиме се и анонимна друштвена својина трансфор-мише у номиналну државну својину. То је заправо прва фаза привати-зације. Тек у другој фази долази до потпуне приватизације. У тој фази република продаје деонице развојног фонда и на тај на.чин редуцира државну својину. А средства од ове продаје користе се за финансирање буцета и за смањење пореза. Друштвени капитал продаје се по тржишној цени. У процесу формирања цена запослени полазе од књиговодствене вредности, јер овлашћених ревизора за процењивање вредности преду-зећа још увек нема. На јавној лицитацији фактички долази до изражаја тржишна цена, која рефлектује и могућност одступања тржишне вред-ности од књиговодствене вредности предузећа. За сада институционално не постоји могућност вредновања предузећа путем дисконтовања бу-дућих профита предузећа. Зато потенцијални део капитализованих бу-дућих профита не”може да припадне држави у временској секвенци про-даје друштвеног предузећа.

25. АКЦИОНАРСТВО И МЕНАЏЕРСТВО

Друштвено власништво умногоме је потрошило своју економску мотивацију. У суштини, неефикасност привређивања на друштвеној сво-јини схваћеној као несвојини, необорив је аргумент за оне који упорно тврде и доказују да је друштвени облик власништва утопија социјализма. У таквом социјализму титулар је постао колектив, а својина опште-друштвена. Амбициозна социјалистичка држава довела је до тога да је друштвена својина за радника постала апстракција наметањем директо-ра који нису постали менаџери. У социјалистичком типу предузећа. производна и пословна[1] ефикасност нашле су се. стога, у другом плану.

Социјализам је ипак економски принуђен да пронађе титулара, који једино може да увећава и штити акумулацију од природне тежње рад-ника да дође до веће зараде па макар то било и на терет акумулације. У тржишним привредама власничка функција у корпорацијама потпуно је одвојена од менаџера. Власник, као титулар својине, одабира способ-ног менаџера који предузеће треба да учини пословно ефикасним суб-јектом. Чак и тамо где је титулар својине држава. вешти менаџер чини предузеће ефикасним агенсом.

Предлози о општој реприватизацији друштвене својине у нас јесу репрезентанта новог пута изналажења титулара, додуше уз спорна пи-тања коме би припао новац од распродате имовине и шта би се учинило с тим новцем. Али, и претварање садашње друштвене у колективну сво-јину може се успешно обавити претварањем имовине у акције. Ту је, у крајњој инстанци, и могућност да се у предузећима измешају друштвена и приватна својина без обзира да ли је титулар домаћи приватни и страни капитал.

Денационализација јавне предузетничке имовине (приватизација) и унапређење конкуренције (дерегулација) јесу стварни излаз социјализма из вечне кризе, коме једино инфлационизам годи до сопственог распада.

Реприватизација у начелу означава повратак економске моћи појединца, која перпетуира у развоју слободног предузетништва.

Распродаја друштвене имовине нродајом акција приватном сектору само у току наредних пет година редуковала би волумен друштвене сво-јине индустријског сектора за готово 1/3 и приближио би се опсегу јавне својине који битише у Шведској (око 65% уз 1988. год.).

Предузетнички систем је зато и директно заинтересован за нашу привредну реформу, која ће инаугурисати плуралистичку својинску структуру и ојачати приватно власништво, али и инаугурисати и владу до максимума коректну према економији, бизнису, тржишту, деоничар-ству и сл.

Тако инаугурисана влада би требало да поднесе парламенту закон о приватизацији који треба да акцелерише процес распродаје друштвене имовине у функцији повећања ефикасности и конкурентске способности привреде, и скраћивања рока уласка Србије у ЕУ као круна реформских

заокрета или награда за одустајање т5д татарског социјализма. Без темељног мењања власничких односа нема шанси за афирмацију деоница и деоничарства, као облика концентрације капита-ла. А пошто су капитални ресурси оскудни, превођење друштвених пре-дузећа у деоничарска друштва може се обавити без капитала у новчаном облику, односно распродајом имовине путем продаје деоница. То је јеф-тиније од било које санације пропале ју-привреде, коју вероватно нико неће да купи у Европи и по цену пребијања дугова.

Данас се у нас готово све банке трансформишу у деоничарско друштво како би пословањем са капиталом деоничара и другим прибав-љеним капиталом у земљи и иностранству остварили што већу добит и дивиденду својим деоничарима на начелима ликвидности. сигурности и рентабилности. Банке, па и осигуравајуће компаније, зато треба и да учествују са 1/3 у берзанском индексу перформанси деоница, јер су са-времени инвеститори свуда у свету већ усмерили свој интерес на деонице банака и осигуравајућих друштава.

Међутим, ако је општа профитна стопа на изузетно ниском нивоу. онда је и дивиденда неатрактивна. нарочито у односу на сигурне и високе банкарске камате. То је пак индикатор да је улагање новца у хартије од вредности „опасно" ризичан посао, поготову што ће „ју-привредни олош" хитно понудити своје вредносне папире да би се докопао свежег новца. Банке су то на време схватиле и зато су прве похитале да се трансформишу у акционарска предузећа (деоничарска друштва). До-душе, наше банке и јесу највећи гаранти у погледу сигурности пласирања капитала, па и нивоа дивиденде. Тако је било и у старој Југославији у којој су новчани заводи први похитали у „прављењу" акционарских друштава.

Институционални акционари су финансијски, а не индустријски ме-наџери. Они теже да контролишу руковођење фирмом и да разбију мо-нопол корпоративистичке структуре; а онај ко даје средства и сноси ри-зик стиче аутоматски право на управљање и на деобу добити. Тзв. пре-мија за ризик (додатни принос на неризичне обвезнице) флуктуира на високом нивоу, што значи да банкарски инвеститори и деонички капитал у данашњем свету већ зазиру од изложеног, потенцијалног ризика. Нормално је, стога, да купце деоница у стопу прате фазе финансијске кон-солидације берзе, па чак и онда када је берза, по дефиницији, неспојива са друштвеном својином и самоуправљањем.

У том контексту, држава треба пореском политиком да стимулише претварање предузећа у заједничка акционарска друштва, која могу оснивати сва домаћа и страна правна и физичка лица; као што су друштвена предузећа, банке, осигуравајућа друштва, грађани, страна предузећа, странци и наши радници на привременом раду у иностранству. Такво друштво брзо прикупља средства емитовањем акција и оспособ-љава економске субјекте за развој, тржишну конкуренцију и предузет-ништво.

Новоосновано тржиште новца треба сада да стави у потпуно нове односе домаће банке и пословне субјекте на начин да се ликвидност више не решава штампањем новца. То пак значи да учесници у новчаним трансакцијама

нужно морају да се прилагоде тржишној логици, јер тржиште новца и хартија од вредности репрезентује организацију која посредује у промету новца. На том тржишту банкари продају и купују новац за потребе својих комитената. Новац на тржишту има своју цену, као и свака роба, у зависности од понуде и тражње, које упливишу на ниво камате. Висина камате заједно са есконтном стопом НБС треба да осигура монетарну равнотежу и покретљивост новца, и да постане ин-струмент емисије (и поништења) новца. НБС је на тржишту новца при-сутна само да одржава монетарну равнотежу у пројектованим граница-ма.

У склопу бројних ограничења. НБС треба да изгради стимулативне механизме за функционисање тржишта капитала и берзе. Наиме, поли-тиком ниже есконтне стопе на своје краткорочне хартије од вредности НБС би упућивала улагаче на улагања у дугорочне хартије од вредности и наводила би их да своју новчану имовину држе у дугорочним пласма-нима. Привреда би преко више каматне стопе на своје обвезнице у од-носу на државне обвезнице додатно учинила атрактивним тржиште ка-питала и берзе.

Конституисање и функционисање тржишта капитала и берзе у нас иде далеко теже и спорије у односу на тржиште новца и краткорочних хартија од вредности због тога што постоји хронични недостатак капи-тала, што су слаби мотиви улагања, што су ниске профитне стопе и што су изузетно нестабилни услови привређивања и тржишне конкуренције. Деоничарство по правилу претпоставља промену основних својинских односа, јер деоница која гласи на име или на доносиоца власнику доноси управљачка права по основу уложених средстава, уз ризик у висини уло-га у дато предузеће. Без института власника, деоничарство и берзе, као секундарно тржиште хартија од вредности, бић еу старту искомпроми-товане новине, поготову ако се не зна када ће се обезбедити заштита поверилаца у циљу доношења ваљаних одлука нити који ће институт обезбеђивати оцену валидности хартија од вредности и учесника на бер-зи. Ту су и нерешена питања прилагођавања тржишној валоризацији имовине, деноминирања деоница на иностранy валуту и опорезивања ди-виденди. Нри томе је могућност издавања обвезница које су деномини-ране у страном новцу (па и у другим вредносним јединицама, као што су ECU и SDR) важна полуга за афирмацију динара, који је пао на нај-ниже гране у читавом послератном развоју новчаног система.

Влада најављује трансформацију друштвене имовине у друштвени капитал. Идеја се састоји у томе да се постојећа нето имовина привреде (еквити или пословни фонд увећан за одговарајући део неноминованог капитала - ревалоризоване резерве и нераспоређена добит) пренесе на републичке и покрајинске заједнице инвалидско-пензијског осигурања у виду приоритетних акција на основу којих се не стиче право управља-ња. Ове приоритетне акције носиле би дивиденду, односно фиксни при-нос који би се исплаћивао из добити предузећа пре расподеле на личне дохотке, дивиденду по обичним акцијама и акумулацију. На први поглед, идеја је налик на прописивање минималне стопе акумулације или на про-писивање камате на пословни фонд, што инклинира својеврсном порезу на средства (имовину). Принос по приоритетним акцијама (дивиденда) поседује

заједничке елементе оба горња решења у том смислу што сред-ства не остају предузећу нити припадају буџету државе (какав је иначе случај код камате на пословни фонд, односно код минималне стопе аку-мулације). Формално-правно, нови предлог тежи да дефинише номинал-ног власника имовине, а то су фондови инвалидско-Опензијског осигу-рања. Hd, нови власник нема право управљања нити има интереса за ефикасну употребу његове имовине, али не сноси ни ризик. Стога. свако смањење приноса од приоритетних акција може се рекомпензовати по-растом стопа доприноса из ЛД за пензијске фондове.

Владајући концепт друштвене својине са недефинисаним вла-сништвом јесте сметња која онемогућава да се практично сагледају суб-јекти који могу да обаве трансакције са деоницама, и да изложе преду-зеће јавности ради откупа његових акција, али и да обезбеде одговара-јући положај менаџера који професионално управља предузећем, доноси одлуку о емитовању деоница и продаји предузећа.

Акције и акционарство, као феномени који одсликавају власнички однос, омогућавају стицање дохотка (дивиденде) од својине и управљање на бази својине, али са великим предностима у процесу обезбеђења трај-них извора средстава предузећа, за којима иначе вапи југословенска при-вреда. Међутим, владајућој бирократији није у интересу акционарство и финансијско тржиште из простог разлога што то подразумева прера-споделу друштвене моћи. Социјалистичким олигархијама сметају и тзв. менаџери, иако су и слабо обучени и лоше школовани. Обученим по-литичким сметалима нарочито би засметали менаџери савременог типа, који не занемарују издатке за истраживање и развој, и не подлежу крат-корочним профитима. Јер, истраживачко-Оразвојни напори, нпр. у ком-панијама, омогућавају менаџерима да чак увере и убеде акционаре да фирмом управља способно руководство, које дугорочно подиже ниво до-бити и акцелерише квантум дивиденди. У социјализму „страве и ужаса" на челу са бирократском гарнитуром идеолошки препарираних и дог-матизованих глава то је једноставно немогуће из простог разлога што се елементарно не схвата да је универзални менаџер бизнисмен светског гласа, који је овладао свим тајнама науке и праксе у области управљања производњом, финансијама, технологијом, истраживањем, развојем, ин-вестицијама, планирањем, маркетингом, кадровима, расподелом и ризиком. Зато и производња менаџера код нас мора да валоризује нови прин-цип - натраг у школу. Али пролиферација курсева о предузетништву и семинара о менаџерству које држе добро научно-стручно екипиране по-словне школе јесте рефлексија модерног маркетинга знања и оператив-ног образовања. Зато данас компаније троше све више и времена и новца за обуку својих руководилаца. Инвестирање у обуку доживљава свој пра-ви boom, јер су менаџери на високој цени. Нашим партијским главешина-ма је требало 45 година да то схвате.

Али, ако су то некако и схватили, не верујем да су схватили и сва-рили да сви имаоци акција имају одређена права, и то: (1) право на пот-врду о власништву, (2) право на одређену надокнаду као удео у добити предузећа у форми дивиденде, (3) право на учешће у избору управе пре-дузећа и у

доношењу одлука, (4) право на пренос власништва, (5) право на учешће у новој емисији акције, (6) право на увид свих пословних по-датака и информација предузећа и (7) право на учешће у имовини по ликвидацији предузећа. Сва ова права нарочито носе тзв. обичне акције (Common stock), код којих се посебно валоризује право на дивиденду и право гласа на скупштини акционара.

Поред свих обичних акција у промету постоје и тзв. повлашћене акције (preferred stock), које су обично повлашћене при исплати дивиден-де, које су унапред гарантоване и изражене у процентима. Дивиденда код повлашћених акција се изражава као фиксни принос. Ове акције су често сличне обвезницама, мада немају гласачко право у највећем броју случајева (али зато имају мањи ризик од обичних акција). А ако се ди-виденде кумулирају у дужем пеироду, онда се ту ради о тзв. кумулатив-ним повлашћеним обвезницама, које имају предност у наплати дивиден-ди. Све док се повлашћене акције не исплате, обичне акције се не исплаћују (чекају у реду).

За разлику од ових акцнја, конвертибилне повлашћене акције се по жељи власника могу конвертовати у обичне акције под унапред поз-натим условима. То се нарочито практикује у процесу избора управе предузећа када власници повлашћених акција њиховим конвертовањем у обичне акције стичу гласачко право.

Но. и обичне акције могу да се класификују на класу А и на класу Б - тзв. класификоване обичне акције (klassified common stock). Акције класе А имају предност при наплати дивиденде у односу на акције класе Б. Међутим, акције класе А немају право гласа као код акција класе Б.

Коначно, и обичне и повлашћене акције у начелу могу бити гарантоване. Тиме се обично гарантује исплата дивиденди; али то гарантовање обезбеђује или банка или друга фирма.

Међутим, обвезнице, које издаје јавни сектор, обично се класификују на следеће типове: (1) државне обвезнице (Govemement bonds), (2) обвезнице владиних агенција/корпорација (Governement agency/Corporation bond), (3) краткорочне државне обвезнице (Treasury bills) и (4) обвезнице локалних органа управе (Municipal bonds, Local Authority stock). Што се тиче државних обвезница, њихов циљ је финансирање дефицита буџета. Државне обвезнице издаје и гарантује држава, а могу да послуже и за финансирање развоја инфраструктуре и других развојних пројеката из инвестиционог или развојног буџета. Зато се ове хартије од вредности често и називају развојне обвезнице. Државне обвезнице да би биле атрактивније за публику и јефтиније за издаваоца могу бити ослобођене од плаћања такси. У пракси се често дешава да комерцијалне банке и остале финансијске институције буду обавезне да купују државне обвез-нице као део својих обавезних резерви. Чак и критеријуми инвестирања осигуравајућих компанија и пензијских фондова могу бити облигатни за ове субјекте који треба да пласирају своја средства у куповину државних обвезница.

Владине корпорације са слободним „cash flow-om" (поште, железница, housing banks) могу да издају обвезнице у своје име и за свој рачун. У процесу пласирања ове владине агенције и корпорације могу да ужива-

ју прикривену државну подршку. Стога су обвезнице владиних агенција фаворизоване и привилеговане.

Краткорочне државне обвезнице (Tresury bills) издаје влада за финансирање краткорочних дефицита буџета услед сезонских флуктуација фискалних прихода. Зато се ове обвезнице издају и продају као кратко-рочни инструмент са доспећем од једног месеца до једне године. Због сопствене ликвидности, кратког доспећа и државне потпоре, кратко-рочне државне обвезнице се обично сматрају најсигурнијом инвестицио-ном алтернативом. Оне обично не носе камату, али се зато емитују са дисконтом кроз систем аукције које дају могућност дилерима да лици-тирају.

Коначно, обвезнице локалних територијално-политичких колективитета, попут државних обвезница, емитују се с циљем да се осигурају средства за финансирање дефицита локалних буџета. Зато су и налик на тзв. класичне државне обвезнице.

Неразвијена финансијска структура по правилу не погодује развоју тржишта капитала. Али би зато фондове за дугорочна капитална улагања могле обезбедити посебне финансијске институције, у првом реду корпорација за финансирање инвестиција, која је својим фондовима допринела оживљавању и привредне активности и тржишта капитала у Тајланду, Тајвану, Ј. Кореји и другим далекоисточним земљама. Фондови IFC послужили су као основ за откуп деоница приватних предузећа. Но, ту су и осигуравајуће организације, пензиони фондови и инвестиционе банке који би репрезентовали централне генераторе капиталних улага-ња и деоничарства. Снажење тржишта капитала и пораст учешћа фи-нансијских средстава у друштвеном производу јесу гаранти привредног просперитета, што је емпиријски верификовано у Тајланду, Тајвану, Ј. Кореји, Малезији, Сингапуру и Филипинима.

Високе стопе инфлације, нагле промене девизног курса, екстремни раст каматних стопа и предимензионисани дефицити у понуди капитала за предузећа доводе до специфичног менталитета предузетника и мена-џера. До ових неугодних оцена је дошла и Међународна финансијска корпорација, као предузеће из групације Светске банке, која потпомаже приватни сектор у земљама у развоју кроз финансирање директних ин-вестиција. У таквим условима је изузетно тешко прибавити нови капитал на тржишту акција уз паралелна тржишта за краткорочно финансирање, што иначе данас важи за Бразил, Мексико, Аргентину, Турску и Србију чије капиталне инвестиције по правилу страдају. Зато се npe-đ длаже претварање дугова у сопствени предузетнички капитал (добит-equity-swaps), што се и чини у земљама Трећег света.

Оно што се чини код нас представља својеврсну имитацију. Наиме, све новоосноване интерне штедионице у предузећима преко којих запо-слени примају лични доходак у виду вредносних бонова јесу у ствари нека врста претече акционарства. Продајом вредносних ббнова добијају се квалитетна средства за текуће пословање и развој предузећа. Али, и то је још увек далеко

од онога што се свакодневно практикује у тржишним привредама, нарочито у форми ESOP-а и RRSP-а.

ESOP (Employee Stock Owhership Plan), као специјални сронд,[373] који омогућава да запослени постану сувласници предузећа преко финанси-рања компанија, управо је „тешка потврда" о економској супрематији „народног" капитализма. У том склопу, недавно је и „Business Week" ут-врдио да компаније које комбинују ESOP и партиципацију у доношењу одлука остварују далеко већи раст у односу на остале фирме. Вероватно је зато и Конгрес САД проширио лепезу пореске атрактивности улагања у ESOP, који је постао изузетно атрактиван за банке (пошто само 50% прихода на позајмљени новац фонду подлеже опорезивању). Камате на позајмљена банкарска средства сронду су за 1-2% ниже од камате на новац који банке зајме компанијама. Уз то, и дивиденде, које срирме плаћају имаоцима акција, које поседују ESOP, имају третман интереса, те се одбијају од пореске основице. А ако се 1/3 неког предузећа прода ESOP-u, онда се легално „избегава" плаћање пореза из добити.

Узимање зајмова од ESOP постало је права атракција, нарочито за регионалне банке и осигуравајуће компаније с циљем да се купују акције компанија и уступају запосленима под одређеним условима. Тако је капитализам још једном смислио „цаку" како да средства за производњу преда радницима у руке и да на тај начин послодавци смање своје по-реске обавезе, уз услов да радник постане акционар. Решење је постало примамљиво и за предузећа и за раднике.

Радницима, који су били вољни да откупе предузеће (у коме су), а нису имали средства (капитал), прискакао је у помоћ ESOP формирањем посебног инвестиционог сронда у који су се каналисала позајмљена средства дестинирана куповини предузећа откупом акција. Предузеће гарантује зајмове. Из текућег профита иде исплата уз постепено откупљивање акција које постају власништво радника у сразмери са његовим допри-носом. Акције остају у сронду све до пензионисања радника, као власника акција; док дивиденде служе за куповину нових акција. Акциони меха-низам помаже систем добро разрађених пореских олакшица, које срак-тички потпомажу социјализацију власништва.[374]

За разлику од САД, канадски RRSP (Registred Retirement Savings Plan) репрезентује посебну варијанту фонда за радничко учешће у деоби про-срита, коју привредни лист „The Financial Post" тежи да прикаже у виду нацртане баштице разноразног цвећа са натписима поред сваког цвета са којих се очитава: „државне обвезнице", „временски депозит", „акције", „гарантовани инвестициони купони" и „комбиновани фондови". Кроз средовечни брачни пар, који одгаја канадску баштицу, одсликава се ка-надски модел социјалне сигурности на принципу комбинација америчког и европског искуства, а који се састоји у давању могућности пореским обвезницима да декларишу део својих прихода (и улагања) као штедњу за старе дане живота, односно

[373] B. Rees, Financial Analysis, Prentice Hall, N. York, 1990.
[374] J. Bertrandon i Ch. Collette, Gestion fiscale et finances de l'entreprise, P. U. F., Paris, 1989.

да ставе своју „уштеђевину” у тзв. пореско склониште до одласка у пензију. Такав механизам узео.је маха, пошто сваки грађанин, у зависности од пореске категорије, добија аутоматски право да издвоји годишњу суму од 3.500-9.500 долара, као неопорезиви износ, под условом да се тај износ под ознаком RRSP уложи у куповину акција страних компанија и откуп државних дугова. У ово улазе чак и они који немају пара, јер имају могућност да од банке добију кредит који се даје као полог за RRSP. Банка, од случаја до случаја процењује када клијент долази до пара (капитала) и када се приближава рок за пријаву пореза и пореску дедукцију. Власник RRSP полога дужан је да након навршене 71. године реализује своју могућност на неколико начина: (1) да подигне целокупну суму новца и да плати обрачунати по-рез на тај део новца, (2) да постепено гаси RRSP полог у наредне три године и (3) да целокупна средства пренесе на RRIF (registerd Restirement Income Fund), који омогућава постепено трошење или манипулисање средстава до 90-те године живота осигураника (јер тада ступа на снагу обавеза плаћања пореза на затечена средства). Слично важи и за хиљаде малолетника. који са 4 године старости почињу да део прихода од ро-дитеља улажу као RRSP и да након 35-40 година старости постану „имућни пензионери”. Према томе, и ESOP и RRSP јесу савремени доказ XX века да капиталистичке државе својим малим одрицањем од пореза чине много више за социјалну сигурност грађана него социјалистичке државе које гарантују чак и оно што нису способне да осигурају. Обмане, дакле. трају, док други зарађују новац.

ЧЕТВРИ ДЕО

УПРАВЉАЊЕ ПОРЕЗИМА И ОПОРЕЗИВАЊЕ БИЗНИСА

Чиновници и лопови, војници и балетни плесачи, школски учитељи и полицајци, грчки музеји и готичке куле, цивилне листе и ранг листе - све те необичне творевине, као из бајке, садржане су у јединственом семену - у порезима.

Маркс

Као што није могуће волети и бити мудар, исто тако је немогуће некога опорезовати, а да буде задовољан

Буке

ГЛАВА ПРВА

УПРАВЉАЊЕ ПОРЕЗИМА И ФИСКАЛНИ ЕФЕКТИ

1. ФИСКАЛНИ ЕФЕКТИ НА УСЛОВЕ ПРИВРЕЂИВАЊА, КОНКУРЕНЦИЈУ И ЈЕДИНСТВЕНО ТРЖИШТЕ

У склопу фискалне стратегије савремене финансијске доктрине фи-скалитети делују и краткорочно и дугорочно, и на микро и на макро нивоу. Фискалитетима се стимулише штедња, радни продуктивитет, при-вредна коњунктура, економски раст, коригује инегалитет у примарној расподели и тржишној алокацији ресурса. Фискалне бенефиције и олакшице, дискриминаторно опорезивање и надопорезивање постали су инкорпорисани манипулативни фактори у интервентном механизму мо-дерне државе. Трансферним и инвестиционим буџетским расходима подржавају се развојне интенције појединих сегмената друштвене репро-дукције, нивелишу услови привређивања и уједначавају стартне позиције економских субјеката у доходовним односима са изведеним ефектима на плану „здраве" конкуренције робе и услуга на интерном и екстерном тржишту. стицања дохотка и програмираног раста.

За савремени свет. фискални есректи у срункцији нивелације услова иривређивања, изједначавања стартних позиција у систему доходовања, подржавања услова здраве конкуренције и очувања јединственог тржишта су од особитог значаја за теоретичаре, практичаре и креаторе оперативне пореске политике. Наиме, у савременој економској пракси различити услови привређивања и доходовања продукују различите основе стицања дохотка и различите квантуме створеног и расподељеног дохотка са негативним импликацијама на тржишну конкуренцију и је-динствено тржиште. Секторски диспаритети и дисторзије су евидентни у корист грана, групација и привредних јединица који стијчу екстра до-ходак (по основу монопола, ренте, цена и сл.). Други, пак, сектори, који су дефаворизовани у тржишној конкуренцији, који не експлоатишу по-себне ренте, монополе и др. погодности и који трпе таласе инфлаторних удара, у правилу остварују исподпросечни

доходак. У таквим условима привређивања и доходовања, пореска политика са различитим фискал-ним захватањем елиминише инегалитете и нивелише стартне позиције грана, групација, сектора и привредних јединица у економском делању.

У финансијској литератури позната су два модела опорезивања у функцији уједначавања услова привређивања, очувања интегритета доходовних односа, осигурања здраве економске конкуренције и заштите јединственог тржишта: ex ante модел опорезивања или a priori метод фискалног захватања (односно антиципативно опорезивање) и ex post модел опорезивања или a posteriori метод фискалног захватања (односно декурзивно опорезивање). У суштини ex ante модел опорезивања репрезентује метод фискалног захватања пословних фондова унапред (антиципатив-но) и независно од оствареног дохотка.

Оштријим фискалним захватањем (по основу увећаних пореских стопа и редуцираних пореских бенефиција) блокирају се потенцијалне могућности експлоатације погодности и предности „у систему при-вређивања, које се манифестују кроз реализацију екстра добити. Про-гресивним пореским захватањем „одузима" се стечени екстра доходак, који се посредством економских трансфера у правилу редистрибуира у корист дефаворизованих сегмената друштвене репродукције. Тиме се, у основи, ублажавају последице економске неуједначености у смислу ега-лизације стартних позиција у условима привређивања.

За разлику од овог модела опорезивања, ex post модел опорезивања очитује се у фискалном захватању оствареног дохотка на крају пословне године. Стога је овај модел опорезивања ефикаснији у елиминисању економских инегалитета. Прогресивним фискалним захватањем редукује се расположиви доходак привредне организације, који је резултат екстер-них фактора. Међутим, прогресивно опорезивање оствареног дохотка у пракси је, по правилу, дестимулативно, будући да en bloc погађа пореске обвезнике. Ваља, стога, имати у виду, приликом одмеравања пореске пресије, да целокупан доходак није само резултат екстерних чинилаца већ и делања радног колектива (техничко-технолошке иновације, про-дуктивност рада. кадрови, организација, радно залагање. уштеде, рацио-нализаторство и др.). Услед тога, у пракси се потврђује ефикасност и предност комбинованог модела опорезивања са прогресивним и пропор-ционалним фискалним стопама. Наиме, дистинкција програмираног (просечног) дохотка од екстра дохотка у укупно оствареном дохотку оз-начава маневарски простор за примену прогресивног и пропорционалног модела фискалног захватања. Прогресивним захватањем екстра дохотка и пропорционалним захватањем програмираног дохотка у комбинацији реализују се симултано две погодности: прво, пропорционалним опоре-зивањем стимулише се радни колектив у правцу стварања већег програ-мираног (просечног) дохотка и. друго, прогресивним опорезивањем ек-стра дохотка спречава се дерогирање услова привређивања и расподеле према раду (јер се захвата део дохотка који није резултат рада). Међутим, у пракси се реализује и део екстра дохотка који није увек ре-зултат деловања екстерних фактора већ ефектуирања

изнад просечне продуктивности рада, нове технологије, иноваторства, рационализатор-ства. рада у трећој смени, кадровске опремљености и нове организације рада. Императивно је, стога. део екстра дохотка (обично између 1/6 и 1/5) изузети од прогресивног опорезивања и ставити га на располагање радном колективу за стимулативно награђивање изузетног радног зала-гања или за проширење материјалне основе рада. Но, погрешно је це-локупан екстра доходак изузимати од пореског удара, какав је случај данас у нас при опорезивању сектора предузећа.

Екстра добит, надаље, може бити резултат одређене политике цена. У том светлу. порез на промет може да захвати део акумулације која је условљена високим ценама и на тај начин да изврши трансфер нее-кономског стицања акумулације у корист буџета из кога могу да се ре-грутују трансфери у корист дефаворизованих економских сегмената друштвене репродукције. Порез на промет, у том контексту, може да делује превентивно и да својим стопама паралише настојање екстра до-бити.

Но, када се екстра добит већ оствари (услед утицаја тржишта уз комбинацију неекономских фактора у неравноправном економском по-ложају) инструмент пореза на промет треба комбиновати ча порезом на добнт (пропорционалан порез на доходак и допунска прогресивна стопа - „surtax”).

Политика стопа треба да буде основна полуга преко које се пушта у дејство механизам пореза на промет ради утицаја на изједначавање услова привређивања. Порезом на промет може се захватнти екстра до-бит оних производа код којих је она садржана у цени дотичног производа који се продаје, односно тражи. Тако уједначавање тежи остварењу рав-номерне расподеле фискалног терета. Фискалном интервенцијом се може остварити нова расподела фискалног терета или ублажити посто-јећа расподела. што има за циљ изједначавање дохотка грађана. У том случају долази до примене тзв. теорије филтра, која има одлучујућу уло-гу у прерасподели. Овим путем врши се редуковање нивоа личних до-ходака путем повећања стопа фискалитета и снижења стопа слабијим дохоцима. Филтром се црпу вишкови дохотка оштријим фискалним зах-ватањем и прерасподељују у корист дефаворизованих доходака посред-ством социјалних трансфера.

Разумљиво је да су фискалитети допринели разграђивању јединственог југословенског тржишта. У екстерној консеквенцији. нехармонизована фискална структура и неунифицирани фискални параметри по-реза и доприноса из дохотка, пореза и доприноса из личног дохотка, и посебног пореза на промет довели су до функционисања различитих фискалних система са негативним последицама на плану услова при-вређивања, доходовних односа и тржишне конкурентности. Диспаритети у структури и елементима пореза и доприноса, по правилу, негативно се испољавају кроз неједнак притисак на цене, дисторзије услова кон-куренцније. нееквивалентне економске односе на тржишту и регионално преваљивање фискалних терета. Регионално неадаптивна политика по-реза и доприноса. по правилу. инаугурише познати феномен преваљи-вања „фискалног снопа”. с обзиром да

терет пореза и доприноса увек не остаје коначно на економским субјектима и подручјима где је ини-цијално распоређен, већ се кроз међурегионалне економске токове и механизам цена врши његова континуелна дифузија. Пре његовог крај-њег „смирења" долази до регионалног „извоза" или „увоза" пореза и до-приноса, при чему се главне трансмисије преваљивања остварују кана-лима интер-републичке и интерпокрајинске размене робе и услуга. По-мерање тачке локације пореза и доприноса („смирење" фискалног те-рета) и тзв. инциденца у склопу преваљивања фискалних терета, дакле, индукује неједнаке услове привређивања. дисторзије у условима конку-ренције, затварања парцијалних тржишта, диспаритета у стицању дохот-ка итд. На тржишту са стално непокривеном тражњом ефекти пореза и доприноса, који погађају привреду, релативно брзо се, процесом пре-ваљивања преносе на цене, смањујући репродуктивну и акумулативну способност удруженог рада и репрезентујући озбиљну претњу равномерној циркулацији робе и услуга по појединим регионалним тржиштима у јединственом југословенском простору. Потребно је, стога, елиминисати протективне и дискриминаторске фискалне ефекте који ремете услове привређивања, доходовања и конкуренције (ради подстицаја слободне циркулације робе и услуга и мобилитета фактора производње на један-ственом југословенском тржишту) унифицирањем фискалних парамета-ра, хармонизовањем фискалне структуре, координацијом фискалних одлука и синхронизацијом фискалних акција.

2. ФИСКАЛНИ ЕФЕКТИ НА ЦЕНЕ

Порези, по правилу, утичу на релативне цене и на релативне трошкове, фаворизујући потрошњу на штету штедиша повећањем трошкова будућег дохотка и не фаворизујући доколицу на штету рада. Порез на доходак сризичких лица преваљује се на штедњу и на будући доходак који „ствара" рационално алоцирана штредња по производним пунктовима. Прогресивно опорезивање личних доходака и зарада, према томе, рефлектује фискалну пенализацију штедње. Порез на добит пре-дузећа, исто тако. погађа индивидуалну приватну штедњу: један пут када се штедња укаже у куповину акција предузећа. које одбацује нереди-стрибуирани просрит на које се плаћа порез из добити корпорација и други пут када предузеће „исплаћује" дивиденде индивидуалним акцио-нарима на коју се плаћа порез. Порез на вишак вредности у капиталу - тржишна капитализација раста будућег дохотка од активе - репрезен-тује, такође. додајни порез на токове дохоткажоји је „више пута" опо-резован.[375] Коначно. порез на транссрер имовине је по природи исти као и порез на „gains en capital" што се тиче ефеката на трошкове будућег дохотка у односу на потрошњу.

[375] A Barrere, Ekonomie financiere, tom I, Institutions financieres, Tom I. Dalloz, Paris, 1972.

У том контексту, економика понуде ставља акценат на редукцију државне (јавне) неекономске алокације продуктивних капацитета узро-коване јавним расходима и диспаритета релативних цена узрокованих порезима, с једне стране, и на предузимање мера за есрикасно функцио-нисање тржишта које омогућава привреди да на дуги рок реализује ри-там експанзије производних капацитета уз помоћ редукције пореза, која, преко примарног ефекта на ниво релативних цена, доприноси повећању понуде капитала и рада, штедње и инвестиција, и производње без раста инфлационе пресије. У условима снажног фискалног подржавања штед-ње, срормирања бруто фиксног капитала и запослености (рада) у срун-кцији повећања производње, разбијају се инфлациона језгра, анулирају се инфлациони есректи на реалне маргиналне стопе опорезивања и елим-нинишу се декуражирајући есректи инфлационих пореза на штедњу и рад. Фискална политика инспирисана економиком понуде, поред тога, доприноси амелиорисању односа капитал/рад, повећању продуктивности рада и порасту тражње радне снаге. А са одбацивањем релација дери-вираних из Филипсових кривих (тј. односа између инфлације и незапо-слености) и традиционалних веза између буџетског дефицита и монетарне експанзије у условима чврсте контроле новчане масе и финанси-рања дефицита повећаним ресурсима штедње елиминишу се и потенци-јалне инфлационе пукотине, јер се са обарањем релативних трошкова штедње и будућег дохотка политиком смањења пореза у садашњости доприноси повећању фискалних прихода у будућности (по основу раста дохотка) и анулирању буџетских десрицита („сами од себе").

Порез на доходак модификујући релативне цене, утиче на економ-ске изборе између садашње и будуће потрошње и између рада и доко-лице.[376] Порез на доходак од рада смањује стопу нето надница и уноси дисторзије у индивидуалним изборима између активности подвргнутих опорезивању (рад) и активности фискално ослобођених (доколица). Смањење стопе надница после пореза индуцира дефаворизујући есрекат супституције и фаворизујући доходни есрекат, односно смањење пореза на доходак повећава стопу нето начина са фаворизујућим супституцио-ним ефектом и дефаворизујућим доходним ефектом. Већина теоре-тичара економике понуде, у том контексту, сматрају да актуелни режим пореза на доходак смањује понуду радне снаге, и да есрекат супституције који „превазилази" доходни ефекат,[377] се и бројним економетријским ана-лизама и емпиријски верификује. Порез из дохотка (који укључује до-ходак од рада - наднице, плате или најамнине, и камате, дивиденде и „накнаде" од штедње и инвестиција) уноси дисторзије између релативних цена садашње и будуће потрошње (штедње) и рада и доколице, дегра-дирајући економску алокацију ресурса и генерирајући друштвене губит-ке[378] из тих разлога, присталице економике понуде залажу

[376] M. N. Woo, Fiscalite, epargne et offre de main-main-d'ocuvre: la theorie ct les distorsions effectivcs, u D.G. Raboy (Ed.). L'economie dc l'offre. Economica. Paris. 1984. стр. 123-158.

[377] J. A. Xausman, Income and Payroll Tax policy and Labor Suppli, Woi'king Poper. децембар 1980, стр. 12.. H. S. Rose. What is laborSupply and doTaxes it?. American Ekonomic Review, мај 1980. стр. 171-176.

[378] H. S. Rosen. Tax Illusion and the Labor Supply of Married W'omen, Review of Economics and Statistics, maj 1976. str. 167-172., J. O. Neil. Family Issues in Taxation, u „Taxing and the Familly

се за корекцију срискалне политике у смислу подстицаја штедње на терет потрошње ре-дукцијом пореских стопа и повећањем фискалних бенефиција са „1'effet de levier.[379]

У економији понуде фискална политика има за циљ (1) да редуцира порезе ради стимулисања формирања штедње (капитала) дестиниране продуктивном инвестирању, (2) да „прескочи" раст јавног сектора, који је већ „нагазио" приватни сектор и (3) да смањи ниво јавних расхода у друштвеном производу како би се елиминисао буџетски дефицит, који изазива „ефекат истискивања приватних инвестиција на тржишту капи-тала, и пораст каматног оптерећења по основу зајмовног сринансирања јавне потрошње, који изнуђује повећање пореског оптерећења у бу-дућности.

Дефицитарно финансирање јавног сектора генерира инфлацију и инфлациона очекивања посредством експанзије агрегатне тражње. која увећава ниво јавне потрошње изван „капацитета" фискалних прихода и потхрањује нове фискалне дефиците независно од модалитета њиховог покрића (задуживање код централне банке - топеу financing, пласирање хартија од вредности - bond financing и иностранo задуживање - foreign debt).

Негативне макроекономске импликације буџетских дефицита огледају се преко непосредних ефеката на подстицање инфлације, пораст трошкова сервисирања јавног дуга, погоршање платнобилансних пози-ција, блокирање привредног раста.

Јавно дефицитарно финансирање државе, апсорбујући средства са финансијских тржишта, потискује приватну кредитну тражњу (crowding out) и сапиње продуктивна улагања привреде. Апсорбујући близу 3/4 нето акумулације (71,6%) буџетски дефицити седам највећих земаља OECD у 1983. год. осакатили су потенцијал привредног раста. У основи, буџетски дефицити условили су преалокацију значајног дела акумулације од инвестиционих пунктова продуктивног типа на јавну потрошњу.

Структурни фискални дефицити допринели су прихватању оријентације на средњорочну стратегију консолидације у смислу одмереног померања у структурн јавних расхода, лимитирања јавног задуживања. снижења глобалног пореског терета, ублажавања пореске прогресије. сужавања економске улоге јавног сектора и постепеног реформисања пореског система. Померање тржишта фискалне политике са кратко-рочног деловања на агрегатну тражњу на средњорочно деловање на агрегатну понуду по формули економске понуде условљено је импера-тивима оживљавања економске активности.

American Enterprise Institute for Public Policy Research. Washington, 1981. str. 8.. G. M. Von Furstenberg (Ed.). Social Security Versus private Saving, Ballinger. Cambridge, 1979., str. 36-39: M. J. Boskin. Taxation, Savingand the ratcof interest, Jotirnal of Political Econoшу, april 1978. str. 53-57. i J. Pechman (Ed.). What should be Taxed: Income of Expcnditure. The Brookings Institulion. Washington. 1980. стр. 1-48.

379 D. F. Bradford, The Economics of Tax Polica To.vards Savings, u G. M. Von Furstenberg (Ed.). The Governament and Capital Formation, Ballingcr, Cambridge. 1980. стр. 11-68; G. Froinm (Ed.), Tax Inccntives and Investment Spending, The Brookings Institution. Washington, 1970. стр. 8-11.

3. ФИСКАЛНИ ЕФЕКТИ НА ЛИКВИДНОСТ И САМОФИНАНСИРАЊЕ

Фискалитети у основи редукују ликвидни потенцијал и самофинансирајући ток инвестиција. Наметањем фискалне пресије смањује се расположиви доходак економских субјеката (сектора привредних организација и сектора становништва) у функцији ретрансфера средстава за јавну употребу. Редукција расположивог дохотка аутоматски инволвира редукциони ток ликвидног диспонибилитета и самофинансирајућих тен-зија. Повећани фискални трансфер дохотка у потрошне пунктове јавне потрошње врши притисак на стопу ликвидности и самосЈшнансирања и уводи задуживање (екстерно) погођених сектора. Трошкови употребе екстерних (туђих) ресурса падају на терет још неоствареног дохотка. У кумулацији, повећана срискална пресија са повећаним задуживањем еко-номских субјеката за више од троструко оптерећује доходак (порез + ануитет + камата). Кредитно задуживање верификује се као рекомпен-затор фискалног оптерећења у функцији надомештаја потребних лик-видних ресурса. Фискалитети, у суштини, стерилишу ликвидност у пе-риоду дефлаторних тензија. Фискални маневар рефлектује се евидентно-кроз повећање, односно смањење фискалног оптерећења (пореске стопе). Изузетак је пораст фискалних прихода у функцији алиментирања јавних фондова за финансирање инвестиција, инфраструктуре и произ-водних капацитета, будући да се редукована ликвидност реституише пла-сманима јавних фондова.

У целини, јавни расходи преко буџетских набавки робе и услуга, јавних инвестиција и економских трансфера подижу нивО ликвидности у привреди. У комплименцији, и пораст фискалних бенефиција, конце-сија, бонификација и рефундација, наменског уступања пореза и по-већања буџетских вишкова репрезентанте су фискалних подстицаја сто-пе раста ликвидног потенцијала и vice versa. У том контексту, ваља пра-вити разлику између бруто и нето фискалног оптерећења, с обзиром да се по одбитку рефундираних и уступљених пореза, повећаних вишкова и економских (премија, регреса, субвенција, дотација, компензација, из-возних примова, бенефицираних камата, развојних премија и осталих супсидија и рефакција) и социјалних (пензије, инвалиднине, помоћ неза-посленим и социјално угроженим лицима) трансфера укупно фискално оптерећење редукује и до 55%, што значи да се глобална ликвидност редукује за свега 45%. Самим тим, стварају се објективни простори за повећање коефицијента самофинансирања, који се, са ослобађањем аку-мулације од фискалних захватања и детаксацијом инвестиција, надаље повећава у кумулативу.

4. ФИСКАЛНИ ЕФЕКТИ НА ЗАПОСЛЕНОСТ И КВАЛИФИКАЦИОНУ СТРУКТУРУ

Порески приходи и јавни расходи у савременим привредним системима значајни су сегменти фискалне политике у функцији повећавања запослености и смањивања незапослености. Редукција фискалног оптерећења повећава расположиви доходак, односно акумулацију за алиментирање инвестиционих пројеката ради повећања производних капацитета и отварања нових радних места. Посебним фискалним подстицајима у недовољно развијеним подручјима подржавају се интенције политике запошљавања. Фискалним олакшицама и ослобађањима при пројекто-вању пореза из личног дохотка привлаче се високостручни кадрови за радно ангажовање у простору неразвијених региона и субрегиона. Ре-гресирањем постојећих радних места запослених из буџетских средстава спречава се пораст незапослености у развијеним индустријским земљама. Посебно се субвенционише свако новоотворено радно место и додатна упосленост. Са ширењем тзв. јавног сектора (у форми „социјализације" појединих сегмената друштвене репродукције) шире се могућности за-пошљавања и спречава пораст броја незапослених. Форсирањем јавних радова и изградње објеката друштвеног стандарда и економске инфра-структуре подржава се ниво запослености. Са проширивањем јавних функција државе, односно друштвених функција друштвено-политичких заједница, друштвених фондова и јавних служби, односно друштвених делатности повећавају се потенције политике запошљавања. Цреквали-фикацијом и доквалификацијом радника у оквиру програма фонда за запошљавање „стварају" се нови кадрови сходно потребама привреде.

Стручно екипираним образовним програмима у оквиру фонда образовања профилишу се високостручни кадрови и елиминишу дефицитарна и суфицитарна занимања за потребе производне и непроизводне сфере репродукције.

5. ПОРЕЗИ И ЗАПОСЛЕНОСТ

Модели финансирања социјалног осигурања су различити по земљама OECD. Но, котизације се појављују у свим државама, независно од тога да ли их плаћају запослени или послодавци, јер им је основица иста - наднице. Релативно висок ниво доприноса за социјално осигурање у појединим земљама ремети расподеле дохотка са негативним импли-кацијама

на избор технике продукције, па, према томе, и на запосленост. Уколико су котизације налегле на фактор рада, како вели неокласична теорија и америчка емпиријска истраживања, утолико је проблем суп-ституције рада и капитала изражајнији у корист капитала. Уколико пак котизације делимично сносе предузећа. утолико више долази до изражаја њихово преваљивање на цене производа. Чак и када котизације сносе сами радници и тада долази до поскупљења трошкова радне снаге.

Предузећа употребљавају производну технику. која. водећи рачуна о релативним ценама фактора производње. о условима на тржишту капитала и о могућностима самофинансирања, омогућава максимирање профита или продаја.[380] Ако социјалне котизације повећају релативни трошак рада у односу на капитал, предузећа оптирају при избору нове инвестиције да интензивирају употребу капитала економишући живим радом. Тиме се увећава тражња за капиталом и обара тражња за радном снагом, поготову уколико ниво камата подржава растући тренд тражње капитала. Martin Fel-dstein је уз помоћ Cobb-Douglasove функције добио резултате по којима рад сноси 82% терета социјалних котизација уколико је еластичност понуде рада и капитала 1,33. Према томе. социјалне котизације ваља посматрати као трошак производње везан за наднице које се репрезентују на цене производа и на запосленост преко повећаних трошкова радне снаге услед растућих доприноса. У условима релативно високе незапослености и ре-лативно високе стопе инфлације раст социјалних котизација везаних за над-нице више погађа раднике него послодавце. Но, и поред тога. R. Barrere се залагао за потпуно ослобођење предузећа од социјалних терета ради фаворизовања запошљавања младих.[381]

6. ФИСКАЛНИ ЕФЕКТИ НА ПОНУДУ ПРОИЗВОДНИХ ФАКТОРА

Стимулативни ефекти фискалне политике на понуду производних фактора, обично се опсервирају подстицајем понуде рада, штедње и инвестиција. У склопу фискалних подстицаја на понуду рада ефекти фискалне политике се, по правилу, разлажу на тзв. есрекат дохотка и тзв. есрекат супституције, под условом да функционише тзв. пропорционални порез из личног дохотка.[382] При релативно ниским личним дохоцима, по-већање пореза изазива тзв. есрекат дохотка, јер радник повећава свој радни напор ради

[380] A. Antume. L'incidencc des cotisations sociales, C. R. E. S.. Paris. 1977.

[381] Редукцијом директних пореза повећава се расположивн доходак, а редукцпјом индпректппх пореза смањују се трошковп пронзводње.

[382] C. V. Brown. Taxation and the Incetive to Work, Oxford Universiti Press. O.xford, 1980. стр. 30-45. н A. B. Atkinson п A. B. Atkinson и J. E. Stiglitz. Lectures on PuhlicEconomics, McGraw-Hill, 1980. стр. 30-35.

компензирања дела изгубљеног пореза. Стога је крива понуде рада растућа. Но, при релативно високим личним.дохоцима, по-већање пропорционалног пореза из личног дохотка изазива тзв. есрекат супституције, јер радник преферира доколицу и смањује свој радни на-пор. Стога је крива понуда рада опадајућа. У случају пропорционалног опорезивања укупног прихода, долази до редукције понуде рада услед ефекта дохотка, односно до повећања понуде рада услед ефекта супсти-туције. Најзад, у случају функционисања прогресивног пореза, понуда рада има опадајућу тенденцију услед изражајнијег ефекта супституције, односно релативно растућу тенденцију због релативног слабијег есректа дохотка.

разматрањем тзв. дисреренцијалне инциденце (Musgrave) обично се емпиријски утврђује, како и колико супституција пореза с једнаким приходом увећава штедњу сектора становништва.[383] Супституција пореза из дохотка порезом на промене свакако фаворизује штедњу и дефаворизује потрошњу, пошто порез на промет, опорезујући потрошњу, оставља штедњу неопорезованом.[384]

На плану подстицања акумулације, инвестиција, ризика, расподеле и развоја сектора привредних организација, фискална политика обично се користи методама диференцијалног или дискриминаторског опорезивања. селективне пореске политике, убрзане амортизације, „пореског" кредита, преференцијалног третмана укалкулисане добити и сл. Различитим облицима амортизације (линеарни метод. метод збира година, метод двоструког опадајућег биланса, метод слободне амортизације, метод инвестиционих субвенција, метод иницијалног одобравања и метод инвестиционог одобравања),[385] редукцијама пореских стопа и пореских основица (бонификације, концесије, олакшице и ослобођења), одбитним пореским ставкама (дедукције: „порески кредит", пореска ремиза) и преференцијалним пореским третманом укалкулисане добити по основу ра-ста цена државних хартија од вредности, у основи се подстиче инвести-циона активност у развијеним индустријским земљама. Могућност ком-пензирања губитка, допуштањем обвезницима пореза на добит да исказују губитак међу трошковима, у бити представља својеврсну премију за ризик и додатни стимуланс за инвестирање и спремност за преузима-ње ризика.[386]

---

[383] M. Boskin. Taxation, Saving and the Rate oITnteres, Journal of Political Есопоту. април 1978. стр. 16-17, J. Due и A. Friedlaender. GovernmentFinance, R. D. Irwin, Hoomewood. 1973., стр. 395-397. и W. L. Smith i J. M. Culbertson (Ed.). Public Finance and Stabilization Policv, North-Holland, Amsterdain, 1974. стр. 118-120.

[384] Међутим, у склопу тзв. модела животног циклуса обичпо се пстпче да порез на промет ие фаворизује штедњу (A. Ando nF. Modigliani, TheLife Cucle Hvpothesis of Saving, American Economic Review. март 1963. и R. E. Hall. Consumption Taxes versus Incomc taxcs: Implications for Economic Gro.vth, Ohio. Columbus, 1969).

[385] Опшпрнпје о томе види: A. R. Prest, Public Finance in Тheory and Practice, Weidenfeld and Nicolson, London. 1977. стр. 342-352.. R. A. Musgrave и P.B. Musgrave, Public Finance in Theorv and Practice, McGraw-НШ, Tokio. 1980. стр. 413-419. и 657-676., J. F. Due п A.F. Friedlaender. Government Finance, R. D. Irwin. Homewood. 1973. стр. 340-345.

[386] M. S. Feldstein, TheEffects of Taxationon RiskTaking, Joumal of Political Есопоту, септембар-октобар 1969. и B. H. Friedman, Effects of Shitting Saving Patternson Interes Rates and Economic Activity, Tlie Journal of Finance. март 1982. стр. 37-62.

Фискални подстицаји су за данашње услове од посебног значаја, пошто се несигурност, која се огледа у инвестиционим калкулацијама у виду премија на већи ризик, изузетно повећала (што онемогућује да нор-малан пакет капиталних пројеката испуни прихватљиве финансијске критеријуме). Најчешће и најтеже су погођене оне инвестиције у којима премије за већи ризик делујући снажно у правцу обезбеђивања очеки-ваног будућег профита, чине садашњу вредност тих будућих профита минималном (Greespan). Повећање инвестиционог ризика протекле де-ценије одражава се и на тржишту акција, на коме је однос између цена и зарада пао на најнижи ниво, што је последица повећане дисконтне сто-пе наметнуте очекиваном расту добити. Премије на високи ризик спу-тавају способност слободног тржишта да се прилагоди примећеним ду-горочнијим тенденцијама, отупљују осетљивост процеса прилагођавања помоћу понуде и тражње, те доводе до нестабилних економских прила-гођавања. Инфлационо окружење чини још неизвеснијим ове калкула-ције у вези са стопом добити од нових инвестиција- А и када се укупни профит повећава у сразмери са стопом инфлације дисперзија тих про-срита између пословних подухвата, има тенденцију да се повећава у па-ралели са растом инфлације, која. поред тога што уносн већу неизве-сност у калкулисање стопе добити, делује у правцу скретања инвести-ционих трендова према краткорочним пројектима. Стога није неочеки-вано што је реакција на висок ризик и недостатак прнватних инвестиција била покушај повећања потрошње помоћу фискалне експанзије.[387] Међутим, очекивање да ће експанзија потрошње покренути инвестицио-ни опоравак, није се обистинило, јер повећање текућих продаја није мо-гуће лако превести у употребе нових капацитета, када су премије на ризик високе. Детаљно усклађивање елемената економског раста са ра-споделом дохотка помоћу конвенционалних фискалних и монетарних ме-та, утолико више ствара несигурнију атмосферу за доношење одлука о приватним инвестицијама, будући да експанзија потрошње за попуњава-ње празнина услед недовољних инвестиција рефлектује високо инфла-ционо привремену меру кратког даха.

Стварањем тзв. колективних фондова у Шведској покушава се да се ова земља извуче из економске кризе јачањем учешћа радника у ин-дустрији (путем учешћа у власништву), побољшањем расподеле богат-ства, јачањем солидарне политике надница, повећањем расположивости ризика капитала и обезбеђењем отварања нових радних места. Законом о фондовима предвиђа се да компаније уплаћују у колективне радничке фондове 20% од свог реалног профита или 6% на исплаћене плате и наднице, што се одбија од основице за плаћање пореза на профит. Фон-дови би требало да инвестирају у акције компанија највише до 8% акција; а заједно са пензионим фондом колективни фондови могли би максимално да поседују 49% капитала компаније. Коначно, фондови би тре-бало да остварују реалан профит од 3% годрппње.

[387] Упоредп: J. K. Brunner, Тпеогу of Equitable Taxation, Springer-Verlag. Berlin, 1989.

7. ПОРЕЗИ, СТРУКТУРНЕ ПРОМЕНЕ И ИНДУСТРИЈАЛИЗАЦИЈА

Фискална политика на средњи и дуги рок у правилу може да игра реалтивно значајну улогу у програмираном расту, додуше, уз одређена оспоравања са становишта могуће дестабилизације.

Индустријализација имплицира повећања нето racia инвестиције (друштвени производ). Фискалитети, у том контексту, треба да допринесу смањењу трошкова употребе капитала и повећању средстава за финансирање инвестиција. Диференцирана и селективна фискална политика, поред тога, треба да допринесе системском фаворизовању акумулације капитала уз симултано лимитирање учешћа јавног сектора у националној привреди приватног типа и редуцирању пореских прихода у друштвеном производу.

Фискалне мете фаворизују акцелерацију акумулације капитала по-реских обвезника за финансирање продуктивних инвестиција, укључујући и обезбеђења ресурса за јавне инвестиције из буџета државе, које делују комплементарно са приватним инвестицијама.[388] Акције у домену иновације производног апарата. на плану концентрације индустрије. у области финансирања предузећа. на сектору структуре штедње за финансирање инвестиција индустрије, на плану просторног размештаја индустријске активности. акције у области техничко-технолошких иновација и научноистраживачког рада. у области експанзије извоза. на плану секторског динамизовања економске активности и друге по правилу су усмерене и подржаване мерама и инструментима фискалне политике у корист индустријске политике.[389] У индустријској политици Deguen дистанцира четири сегмента:[390] (1) структурне акције које фаворизују реструктурализацију индустријског сектора и помоћ малим и средњим индустријским предузећима, (2) секторске акције, (3) хоризонталне акције (уређења територија, помоћ спољној трговини, помоћ истраживању и развоју, подршка продуктивном инвестирању и подстицај развоју енер-гетских и сировинских извора, и (4) акције окружења.

У том контексту. политика уређења теорија имплицира бројне механизме, међу којима се посебно истичу следећи:[391] (1) развојни регионални примови за алокације терцијалне активности, помоћ за радну сна-гу и образовање, субвенције и дотације, и зајмови FDES, (2) ексцепцио-нална амортизација, егзонерације професионалних такса и редукција по-реза на вишак вредности оствареног помоћу трансфера, и (3) гаранције за ризик.

---

388 J. J. Cerre. P. Dubois и E. Malinvaud. La croissance l'rancaisc. Un essai d'analvse economique causale d rapres-guerre, Le Seuil. Paris. 1972.

389 B. Jadaud. Fiscalite et invcstisscment, Colloque ..Economie et Fiscalite". Clermont-Ferrand. фебруар. 1975.

390 D. Deguen, Les movnes de Ia politique industrielle, y ..Politiquc industrielle et strategie d'enterprise". Universite de Paris-Dauphine. Institut de l'Entcrprise. Masson, Paris. 1977. год.

391 B. Bobe и P. Llau, Fiscalite et choix economiques, Calmann-Levy, Paris. 1978.

Помоћ истраживањима и иновацијама подразумева дотације у капиталу, субвенције, зајмове ФДЕС, егзонерације ТВА, бенефицирану камату и смањену амортизацију за 50%. Политика извоза инкорпорира спе-цијални режим за финансирање производних капацитета за извоз, средњо-рочне и дугорочне банкарске кредите и кредите на извоз. Политика подршке производних инвестиција англобира дугорочне зајмове са бене-фицираном каматом и фискалне подстицаје за продуктивне инвестиције. Политика енергије и сировина имплицира дотације у капиталу из фонда за енергију, инвестиционе примове алиментиране парафискалним таксама и кредите на дуги рок. Коначно, политика структурних промена реструк-турализације предузећа подразумева зајмове FDES за реструктурализацију, примове за развој, кредите за инвестиције за проширење капацитета ек-спортне привреде, абатмане од 10% од опорезиване добити, ослобођења од пореза за нова предузећа у трајању од две године, специјални фискални режим и специјалне гаранције за зајмове.

У егзаминацији фискалних акција у процесу индустријализације за-пажен је допринос пореза интензивирању акумулационог процеса по-већањем ефеката ликвидности и дегажирању суплементарних средстава повећањем ефеката обарања релативних цена фактора капитала у од-носу на фактор рада.[392]

Thomasov приступ[393] прецизирању глобалних релација између еволу-ције пореза на доходак (добит) предузећа (корпорација) и индустријског понашања државе (индустријске мутације) „одбацио" је следеће глобал-не економетријске резултате двеју регресионих једначина:

$$IMPO = 5{,}842 - 3{,}075\ AMOR + 0{,}147\ RINT - 0{,}258\ CEXT + 2{,}019\ SPRO, F = 3{,}852$$

$$(0{,}451) \qquad (0{,}075) \qquad (0{,}070) \qquad (0{,}779)$$

$$MBEN = 6{,}116 + 0{,}101\ RINT + 0{,}269\ REXT - 0{,}043\ ENDE$$

$$(0{,}022) \qquad (0{,}076) \qquad (0{,}018)$$

$$F = 5{,}437$$

где су: DVDPO - директни порези у односу на текући профит пре пореза, AMOR - дотација за амортизацију у односу на додатну вредност, RTNT - бруто вишак експлоатације према перманентном капиталу умањен за имобилизоване вредности у односу на нето имобилизације, SPRO - додајна вредност према продукцији, MBEN - текући профит пре пореза у односу на пословни промет, REXT - финансијски „производ" према осталим имобилизованим вредности-ма и ENDE - дуг на средњи и дуги рок у односу на сопствене фондове.

Импакт директне фискалне интервенције државе на предузећа по овом прорачуну је углавном везан за амортизацију, за редистрибуцију дохотка

[392] B. Bobe и P. Lau, оп. цит., стр. 213-217.
[393] J. N. Thomas, Impots sur les societes et mutation industrielles, Paris - X - Nanterre, Paris, 1976. год

и за заџивање, што у ретроакцији врши притисак на повећање интерне рентабилности.[394] У конфронтацији фискалне интервенције државе и циљева предузећа. по правилу, прецизира се домет фискалне варијабиле.

Повећани ефекат ликвидности омогућава повећање марже добити и смањења цена, с једне стране, и трошковни ефекат смањења релатив-них цена инвестиција, јер је капитал фаворизован у односу на рад у производној комбинацији, с друге стране. Опадање трошкова бруто фор-мирања фиксног капитала предузећа за око 7% индуцирало је акцеле-рацију инвестиционог раста, односно продуктивне инвестиционе тражње за 15% (Basle i Malinvaud). То омогућава ТВА потрошног типа, али не и ТВА „доходног" типа.

Међутим, котизације на социјално осигурање, које оптерећују над-нице и реперкутују се на цене производа (индуцирајући пораст релатив-них трошкова фактора рада) и пенализују радно интензивну индустрију.[395] Ако расту цене рада виа социјалних терета (доприноса) трошак употре-бе капитала тежи да се смањује под дејством фискалног ефекта за ин-вестиције. Долази на тај начин до супституције рада и капитала.

У мерењу еволуције трошкова употребе производног капитала Ma-linvaud је покушао да синтетизује и фискалне ефекте на дати трошак. Рачун је показао да су фискалне дедукције за инвестиције (између 2% и 5%) и дегресивна амортизација (између 1,9% и 5,3%), укључујући остале фискалне подстицаје, допринеле да се глобални фискални ефекат на трошкове употребе продуктивног капитала цене на 23% у периоду 1959-69. год. За период 1954-74. год. Sautter[396] анализирајући расподелу реалног вишка индустријских предузећа у оквиру еволуције директних и инди-ректних пореза плаћених од стране предузећа по одбитку субвенција у односу на додатну вредност, доказао је да се опадање фискалне пресије јавља као корективни механизам пада рентабилности капитала по кон-стантним ценама.

У САД је 1968. год. етаблиран буџет „фискалннх расхода" који омо-гућава контролу фискалне корисиости од стране Конгреса,[397] евалуацију глобалних фискалних расхода и функционално уклапање пореза у друштвен производ. Овај тип трансфера ннаугурисан је интервенцијом државе у корист индустрије, репрезентујући суму средстава која се враћају привреди. Pors[398] чак и порезе посматра као негативне трансфере. Такав тип трансфера је један елемент савременог развоја у процесу јав-ног финансирања продукције и структурни елемент производње и цена. инструмент репродукције привреде и

---

394 P. Fontaneau, Fiscalite et investissement. Doss. Themis, P. U. F., Paris, 1972., J. M. Weydert, La fiscalite et le financement des enterprises, Economie appliquee, No-3-4, 1968 м A. Brisard, L'incidcnce de la T. V. A. sur le type de croissance. CoIloque „Economie et Fiscalite". Clermonl-Ferrand. фебруар. 1975.

395 E. Malinvaiicl, Peut-on mesurer L'evoltion du cot d'usage du capital productif, Economie et Stalislique. април 1971. год.

396 C. Sautter. L'efficacite et la rentabilite de I'ćconomie francaise de 1954 a 1974. Economie el Statistiquc. јунп 1975. год.

397 J. E. Stiglitz и M. J. Boskin. Some lessons from the ne.v public finance, American Economic Review. фебруар 1977. год.

398 A. Le Pors и J. Prunet, Le transfers entre l'Etat i L'industric, Economie et Statistique, апрпл 1975. год.

социјалних односа.[399] Но, тај тип трансфера се подвргава и критици. Критика појма трансфера везаних за фискални режим инсистира на диференцијалним трансферима, који би се разликовали од буџетских дотација и субвенција, „фискалних ра-схода" и социјалних трансфера.

8. ФИСКАЛИТЕТИ И АЛОКАЦИЈА ИНВЕСТИЦИЈА

У политици локације или дислокације предузећа, алокације инвестиција и уређења територија (регионални развој) савремене државе западног света користе се бројним мерама и инструментима фискалне политике, као што су развојни примови, субвенције и дотације у капиталу, зајмови из јавних фондова, рамбурсмани ексцепционалних расхода, тзв. les asantages fiscaux, јавно финансирање инфраструктуре, итд. У Францу-ској, нпр., користе се потпуне или делимичне егзонерације за патенте, односно професионалне таксе у времену трајања од пет година, редук-ции „des droits de mutation" за куповину имобилизиране активе (од 16% на 4%), ексцепционална амортизација од 25% од „prix de revient" за нову конструкцију, редукције пореза за вишак вредности на изграђене терене у трајању од две год., надопорезивање (surtaxation) активности у пари-ском басену, помоћи при инвестирању (развојни примови, примови за локацију терцијалне активности, примови за оријентацију пољопривреде, зајмови ФДЕС, бонификације за цене терена), рамбурсмани ексцепцио-налних расхода (помоћ за формирање професионалних кадрова, помоћ за мобилност радника, помоћ за дислокацију предузећа), итд.[400] У поли-тици уређења територија јавна власт преферира употребу директне по-моћи у односу на фискалну корист која зависи од рентабилности пре-дузећа. Изузетак су прекоморски департмани, пошто је стопа опорези-вања добити само 33% и пошто је реинвестирана добит изузета од опо-резивања.[401] Међутим, у другим земљама OECD фпскалне варијабиле бе-леже релативно значајан утицај на локацију индустрије, на пример у држави Минесота репрезентује између 0,65% и 2.42% трошкова преду-зећа у процесу локације индуетрије.[402] У Италији, пак фискалне варија-биле су значајан инструмент развојне политике Mezzogiorno, јер је нето профит за 4% већи услед фискалних бенефиција.[403] Но, током последњих деценија фискална политика у Француској се све више окреће ка по-већању рентабилности

[399] H. Delcstre, Comparasion des dotations tiscales et cconomiques aux amortissemcnts, incidence sur la mensure des resuits des cnterprises, ГІ. N. S. E. E. јули 1975.

[400] P. Durand, Fiscalite et repartition geographique des activites, Colloque ..Economie el Fiscalite". Clermont— Ferrand, фебруар. 1975.

[401] M. Hannoun и P. Temple. Les facteurs de creation et de locasation des nouvelles unites de production, Economie et Statistique, No 68,1975.

[402] J. F. Due, Studies of State and Local Taxes Intluences on Location of Industrj', National Tax Journal, ivHii 1961. год.

[403] J. Spindler, Fiscalite et espace economique. Cujas, Paris, 1976.

предузећа и размештаја економске активности употребом селективних пореза и технике дегресивне амортизације са значајним подстицајним ефектима на инвестиције акцијама смањења трошкова употребе капитала и на побољшање структуре финансирања предузећа фаворизовањем самофинансирања.[404]

1) ПОРЕЗИ И ИНВЕСТИЦИОНИ ИЗВОРИ

У САД, В. Британији, Данској, З. Немачкој и Холандији релативно значајну улогу у фискалној структури имају порези на нето активу и непокретну имовину,[405] попут некадашњих ,,les impots fonciers" или пореза на вишак вредности у капиталу у Француској.

Када се обсервира Француска, тоталитет пореза на промет, пореза на употребу или власништво покретних или непокретних добара допри-носа за социјално осигурање и пореза на добит са преко 3/4 од укупних фискалних прихода потиче од сектора предузећа, почев од 1965. год. Међутим, по одбитку ТВА и осталих индиректних пореза, који се преко цена роба и услуга реперкутују на потрошаче, фискални терет, који пада на терет предузећа значајно се редуцира.

По правилу, сви порези, које подносе предузећа, реперкутују се на цене робе и фактора производње, пошто репрезентују елемент трошко-ва производње. Чак и када се опсервирају котизације за социјално оси-гурање које падају на терет надница запослених, тешко је потврдити да не постоји транслација. која се реперкутује било на цену рада (јер су доприноси везани за употребу радне снаге), било на цену робе (пошто су доприноси елемент трошкова производње). У првом случају, реалне најамнине су инфериорније у односу на наднице без котизација; у другом случају, контрибуције доприносе повећању цена. То свакако зависи од ситуације на тржишту рада и односа снага у друштву.

Порези репрезентују економску варијабилу која модисрикује остале економске варијабиле, као што су, нпр., релативне цене рада и капитала, однос домаћих и иностраних цена, инвестициони избори. запосленост. спољнотрговинска размена. понуде рада. избор између рада и доколице. понашање економских агената итд.[406]

У тржишним привредама. порези предузећа утичу на инвестиционе одлуке, пошто се, по окончању производње вредности, опорезује добит. Просрит, као извор инвестиција и акумулације капитала, и основ раста предузећа. по правилу, се не опорезује „тешко", изузев уколико јавне инвестиције државног сектора нису сувише високе.

---

[404] J. M. Weydert, La Fiscalite et le financement des investissements des enterprises, Economie appliquee, No 3-4, 1968. god.

[405] Позната је. v том контексту. улога „ргорепу tax" у финаиснрању образовања у САД (J.S. Berke i J.J. Calahhan, Inequities in Scholl Finance: Implications of the School Finance Cases and Proposed Federal Revenue Sharing Programs, U.S. Government Printing Office. Washington. јануар 1972. год.

[406] OECD. Aspects theoriques et empiriques des effets dc Ia fiscalite sur l'offre du maind'oeuvre, Paris, 1975. год.

Порез на доходак (добит) предузећа је есенцијални инструмент државе, који упливише на инвестиције предузећа преко утицаја на сри-скални третман амортизације, структуру финансирања репродукције, техничко-технолошке основе производње, локацију предузећа итд.

Амортизација представља комплексно питање економске политике. пошто се физичка и технолошка депресијација капитала, који губи своју вредност током времена, базира на неопходности замене средстава и опреме. која се употребљава. У привредама, које се карактеришу ре-лативно убрзаним техничким прогресом, амортизација је есенцијална ва-ријабила раста предузећа и финансирања датог раста. Стога је аморти-зација предмет реглементације у фискалном праву, као значајан елемент пореске материје.

У Француској, предузећа процењују век трајања капиталног добра и калкулишу амортизацију на вредност имобилизоване активе на бази правила линеарне и дегресивне амортизације (l'amortissement lineaire i l'a-mortissement degressif) према тзв. Code general des impots).[407] Дегресивна амортизација, у том контексту, омогућава амортизовање 60 до 75%, опреме за прве две-три године (75% за век трајања средстава до три год., 64% за век трајања средстава од пет год. и 59% за век трајања сред-става од седам год.), чиме се смањује опорезива добит и повећава маржа бруто самофинансирања (cash flow), као стратешке варијабиле инвести-ционих одлука. Дегресивна амортизација у односу на линеарну аморти-зацију не доприноси никакву глобалну фискалну корист предузећа у те-кућим вредностима у укупном периоду трајања амортизације, осим ко-ристи ликвидности (des avatages tresorerie). Међутим, уколико се калку-лише актуелизована вредност плаћеног пореза од стране предузећа, онда дегресивна амортизација смањује фискални терет у односу на линеарну амортизацију. Француски режим амортизације у односу на методе амор-тизације у земљама ЕЕЗ је фаворизујући, изузев В. Британије која од 1973. год. практикује режим „тоталне слободе" (мада се користи ком-пензирају релативно високим стопама опорезивања). Британски режим тоталне слободе је, према томе, повезан са стопом пореза на добит, која варира између 40% и 52% и са фискалним дедукцијама за инвестиције попут Холандије и 3. Немачке. У савременим економијама је релативно значајан сегмент приватних инвестиција осигуран смаофинансирањем које се базира на амортизацији у оквиру бруто акумулације. Дегресивна амортизација дозвољава предузећу да располаже масом фондова супе-риорније од депресијације и рампласмана. Она. на тај начин, постаје ин-струмент раста стопе самофинансирања посредством амортизације, под условом да се средства дегресивне амортизације одмах реинвестирају.[408] У ствари ради се о тзв. ефекту акцелерације амортизације познатом по имену Lohman-Ruchti ефекат,[409] који уводи амортизациони мултиплика-тор.

---

[407] Тзв. ексцепционална амортизација (ramortissement exceptionneI) постоји само у домену научннх пстраживан>а. полуције н уређаја терпторија.

[408] R. Teller, Le regime fiscal dc l'amortissement rompt-il l'egalite de concurrence entre les enterprices de la C.E.E., Analyse financiere, No 15, 1У73.

[409] M. Mareuse. Contribution a I'etude de la notion d'amortisscment. Revue Irancaise de Compatibilite, март 1973. год.

Дегресивна, акцелерирајућа и слободна амортизација су компатибилне са растом инвестиција. Сва предузећа, међутим, не користе пот-пуно могућност дегресивне амортизацнје, која фискални закон омо-гућава. Поједина предузећа су често дефицитарна и мало посвећују пажњу модификацији пореске основице. Друга предузећа пак бележе слабу, ниску рентабилност са обавезом да дистрибуирају дивиденде ак-ционарима. Акционари наравно преферирају регуларну дивиденду неза-висно од остварених пословних резултата, што онемогућава предузећу да користи погодности дегресивне амортизације. Високо рентабилна предузећа, са релативно високом стопом раста техничког прогреса, могу једино да користе благодети дегресивне амортизације.

Јавна предузећа користе линеарну амортизацију, јер „дотације у амортизацији" износе и до 85%. Финансијска друштва користе симултано дегресивну и линеарну амортизацију у зависности од пословних резултата.[410]

Дегресивна амортизација је од значаја за самофинансирање и у периоду иисрлације. и за време акцелеришуће супституције капитала радом, јер фискална техника амортизација, модисрикујући трошкове употребе капитала, утиче на релативне цене фактора производње.

9. ПОРЕЗ НА ДОБИТ И ТРОШКОВИ УПОТРЕБЕ КАПИТАЛА

Предузеће у избору производне технике, па, према томе, и инвестиција. узима у обзир релативне цене фактора производње. У теорији оптималне акумулације битан је концепт трошка употребе капитала, ко-ји је једнак цени куповине (набавке) капиталног добра, која се аморти-зује током века трајања, увећана за опортунитетни трошак афектираних фондова у процесу финансирања.[411]

$$c = q\ (r + d),$$

где су c - трошак употребе капитала. q - цена јединице мобилнзоване активе, r - каматна стопа и d - стопа амортизације. Предузеће, које тежи да максимизира профпт. инвестира последњу јединицу имобилизоване активе по стопи рандмана која је једнака трошку употребе капитала. Порези, у том контексту, афектују овај трошак употребе капитала. пошто омогућава-ју

410 W. Snyder. La mcsure des resultats des poIitiques budgetaircs francasises de 1955 ;i 1965., Revuc Economique. новембар 1969.

411 D. W. Jorgenson. Thc Thcorv of Investmcnt Behaviour, y R. Ferber (Ed.). Determinant of Investment Bchaviour, Columbia Univcrsitv Press, 1967; A. Le Pors н J, Prunnet, Les transfer entre l'Etat det L'industrie, Economie et statistique, апрнл 1975. стр. 24.

дедукцнју амортизације нз опорезиве добити. И уколико егзистира порез на добит предузећа по стопи U. трошак употребе капитала постаје:[412]

$$c = q\ (r + d) \cdot \frac{1 - k - uz}{1 - u}$$

где је: z - вредност актуализована дотација за амортизацију и k - про-ценат вредности активе која се дедукује из пореза.

Трошкови употребе капитала су инструмент за идентификацију срискалне структуре и фискалног третмана амортизације који утичу на трошкове „des actifs immobilises".

Порез на добит не модификује конкуренцију између предузећа индустријских земаља. јер се стопе пореза компензују третманима амортизације. У том смислу, дегресивна амортизација смањује трошкове употребе капитала за 5.3% у односу на линеарну амортизацију.[413]

Фискалне дедукције за инвестиције (или фискална помоћ за продуктивне инвестиције) су један од инструмената коњунктурне регулације у функцији промовисања растућег тренда инвестиционих пласмана попут искустава Француске у 1965, 1968. и 1975. год. Фискалне дедукције за инвестиције, нпр. у 1965. год., кореспондирале су, у ствари, субвенцијама фискалним путем у износу од 10% трошкова опреме. У ствари, фискални закон је омогућио индустријским и трговинским предузећима да зарачунавају на суму пореза из дохотка или личног дохотка суму једнаку од 10% цене испоручене опреме за период од годину дана. Фискална дедукција, као привремена мера, имала је за циљ да допринесе подизању марже самофинансирања и да подигне глобалну тражњу via раст инве-стиција. Истовремено, фискална дедукција била је селективна и односи-ла се само на четири категорије капиталних добара и опреме. Бруто глобална инциденца фискалнке дедукције процењена на 1.605 мил. ФФ,[414] што је чинило око 6% годишњих инвестиционих расхода. Ефекат фи-скалне дедукције допринео је повећању инвестиција за 3% и да 1/5 де-дукција одговара суплементарним инвестиционим поруџбинама. Фискал-не дедукције у 1968. год. су проширене, јер је, поред пореза на доходак и пореза на лични доходак, укључне и ТВА. са ефектом од 2000 мил. ФФ или 5% раста инвестиција. Коначно, у 1975. год. институционализо-вана је фискална помоћ за продуктивне инвестиције,[415] која је омогућава-ла индустријским и трговинским предузећима да зарачунавају на суму ТВА износ од 10% „prix revient" у темпоралној форми и да јавна преду-зећа користе линеарну амортизацију, јер „дотације у амортизацији"

412 G. Kopits. Comparasion internationale dc mćthodes d'amortisscment fiscal, OECD. Paris. 1975. п J. Wiseman п M. Devenport. AspecLs thćoriqucs etempiriquesderimposition dessocićtes OECD. Paris. 1974. год.

413 E. Malinvaud. Peut-on mesurer L'eviction du cout d'usage du capital prođuctif?. Economie et Stastique. апрпл 1971. стр. 15.

414 D. Vitry, Lafiscalitedirectedanslacroissancederenterpr.se, P. U. F.. Paris, 1976. стр. 171. и J. P. Vincent. Les amortissements en periode d'erosion monetaire, Analyse financiere. 9/72. стр. 57.

415 J. Boulle, J. Bbouysset и H. Parker, Les budgets economicmes et leur realisation, Statistiques et Etudes financieres. No 18. 1975. стр. 1-3.

из-носе и до 85%. Финансијска друштва користе симултано дегресивну-линеарну амортизацију у зависности од пословних резултата.

10. УПРАВЉАЊЕ ПОРЕСКОМ ПОЛИТИКОМ

1) ПОРЕЗИ И РАСТ ПРЕДУЗЕЋА: КВОТЕ

Током 90-тих година у Немачкој је настала права збрка у дискусијама о висини пореза које плаћају компаније. Наиме, Институт не-мачке привреде у Келну обрачунао је да на добит једног друштва са капиталом отпада за сада око 66% пореза у 1990. год. До сличних ре-зултата дошао је и Институт за светску привреду у Килу у свом обрачуну висине опорезивања корпорације и пореског оптерећења дивиденди. Обрачун на основу збирног рачуна националне привреде показује пак да је пореско оптерећење мање за 20%. Шта је, заправо, тачно и како су могућа тако велика одступања у квантификацији „нивоа пореза", која потенцијално ремете конкурентску способност.[416]

Утврђивање добити према прописима пореског законодавства омогућава олакшано израчунавање тзв. квоте. На основу тог рачуна више од 2/3 добити прослеђује се сринансијском уреду у виду пореза на приход, корпорацијског пореза, пореза на производњу и пореза на имовину. Критичари овог метода обрачуна тврде да је добит националног укупног (друштвеног) рачуна објективнија величина, пошто је добит фирме, која треба да се опорезује, прилично умањена издвајањима за резервни фонд, за отписе, за исправке вредности, за покриће евентуалних губитака. Зато је, у крајњој инстанци, ефективно оптерећење добити пореским захва-тањима доста мање (ниже) од тарифног оптерећења из националног рачуна. „Оцењивање пореског оптерећења добити на бази општенацио-налног привредног рачуна посао је пун замки. То, међутим, нимало не смета смелим рачунцијама да бруто-приход из делатности предузећа и његову имовину једноставно упореде са плаћеним износима пореза. При том настаје преувеличана пореска основица и као последица тога рела-тивно ниско пореско оптерећење. Јер, бруто-приход из делатности пре-дузећа и имовина обухватају много више него што је чиста добит: при-ходи из камата и изнајмљивања приватних домаћинстава, из зарада по-љопривредника. самосталних трговаца. слободних професија, па чак и државе. Уз то долази проблем мерења. У бруто-приходу из делатности предузећа и имовини акумулирају се целокупне

[416] Др Жарко Ристић, Фискалии менаџмеит. Савремена администрација, Београд, 1995.

грешке статистике друштвеног производа, јер се овај агрегат утврђује само као „преостала величина”. Све што од националног дохотка преостане по одбитку плата и социјалних дажбина приписује се овој ставци. Отуда њега увек прати недовољна „оштрина”, која упозорава на највећу опрезност. Ако се по-куша да се од укупног националног рачуна изведе ефективно пореско оптерећење, онда се то чини само да би се показало како треба посту-пати ако се ови подаци желе да употребе. Потребним пореско-стати-стичким детаљима данас располажемо тек за 1983. годину. тако да уку-пан рачун не може ни бити актуелан.

Национално-економски збирни рачуни за 1983. показују друштвени бруто-продукт из делатности предузећа и имовине у износу од 365,3 милијарде марака. Да би се из овог износа дошло до величине добити која је за предузеће релевантна у међународној конкуренцији, морају се од-бити следеће позиције: доходак из пољопривреде и шумарства, од из-најмљивања станова, приходи из самосталних делатности слободних про-фесија, приходи приватних домаћинстава од камата и добити Савезне банке и Савезне поште. Највећи комад при том представљају приходи из самосталних производних делатности и слободних професија, приходи приватних домаћинстава од камата и добит Савезне банке и Савезне поште.”[417]

Ови приходи се могу проценити, али са обавезним укључивањем губитака државе из делатности предузећа и имовине, и губитака државне железнице. У том контексту, порез на занатске делатности, порез на промет капитала и земљарина у националном друштвеном рачуну би-тишу као производни порези и, стога, нису инкорпорисани у друштвеном бруто-продукту из делатности предузећа и имовине. Са овим коректурама добит пре опорезнвања у 1983. год. износи 110 млрд. марака. Порез на добит, порез на занатске делатности, порез корпорација и порез на имовину, збирно узето, процењују се у истој 1983. год. на око 60 млрд. марака. Ефективна пореска стопа (према укупном националном друштвеном рачуну и података према моделу је, ипак објашњива, јер су и земљарина и порез на промет капитала испуштени и.из рачуна и из модела. „На првом месту треба подвући да пореска стопа из национал-но-привредног рачуна мери просечно пореско опорезивање, док је рачун према моделу више оријентисан на пореско маргинално оптерећење.”[418]

Но, неопорезовани (слободни) износи код опорезивања занатско-производних делатности умањују пореско оптерећење у привредном рачуну. „Уз то долази да просечно пореско оптерећење прихода поје-диначних предузећа и персоналних друштава, због прогресивне тарифе, увек лежи испод 56%. Ако једно предузеће стоји пред дилемом да ли да нову инвестицију изврши у иностранству или у својој земљи, важно је маргинално оптерећење добити”.[419] Додајни разлог за прављење разлике између ове две пореске квоте налази се у концепцијским разликама из-међу национално-друштвеног рачуна и постојећег пореског права, које с еодноси

[417] Економска политнка, бр. 1933. од 17. априла 1989., стр. 45.
[418] Иопдем, стр. 45.
[419] Иопдем, стр. 45.

на утврђивање добити. У националном друштвеном рачуну амортизација се утврђује по различитој методологији у односу на поре-ско право. Издвајања за резервни сронд, резервисања за покриће губи-така, исправке вредности и добит од продаје основних средстава не по-стоје у концепту друштвеног рачуна али се испољава на рачуну пореског оптерећења. „Општенационалнн друштвени рачун калкулише отписе по новим, набавним ценама. У пореском праву, пак. допушта се, по номи-налном принципу вредности, само отпис по историјским набавним или производним ценама. На другој страни. у националном друштвеном рачуну врше се отписи искључиво лннеарно, док порески прописи до-пуштају и дегресивни отпис. па осим тога допуштају и посебне отписе. Осим тога, просечно пореско време коришћења је, по правилу. краће него што се претпоставља у националном друштвеном рачуну."[420]

У статистици централне банке Немачке предузећа у производним делатностима и трговини су исказала на 100 млрд. марака (у 1983. год.) на име отписа стварне вредности. Ови отписи у националним друштве-ним рачунима износили су само 88 млрд. марака. „Која је од два наведена метода отписа ближа стварном трошењу вредности основних средстава, отворено је питање. За међуународна поређења пореске оптерећености одговор на ово питање је, наравно. ирелевантан. Овде су искључиво важни порески модалитети отписивања (амортизације). Пореско право допушта резервације у билансу за „погонске терете" који су на дан зак-ључења биланса економски већ проузроковани, али чија висина још де-сринитивно није утврђена. Прописи предвиђају резервације за: претеће губитке из сумњивих послова, за пропуштена плаћања за одржавање по-стројења. за гаранције које се извршавају без законске обавезе.

Резервације по билансу имају нарочити значај у оквиру старосног осигурања намештеника у оквиру предузећа, при чему се фирма обаве-зује да својим намештеницима или њиховим наследницима обезбеди пен-зију. Ове резервације у националном друштвеном рачуну не умањују до-бит предузећа, али умањују пореске терете. Ово у коначном резултату води до тога да национални друштвени рачун, у односу на рачун према моделу, исказује мање пореско оптерећење. Међу резервацијама које су, према принципу опрезности. строго прописане, пензионе резервације играју посебну улогу. Обећане пензије су део персоналних трошкова пре-дузећа. Оне умањују основицу за порезе. Међутим, ово је у складу са економским потребама предузећа. Економски посматрано, резервација средстава за пензије представља одобрење кредита од стране радника свом погону (предузећу). Законодавац представља, у форми рачунске каматне стопе, фиктивно укамаћење у висини од 6%.[421]

Порески прописи Немачке. по правилу, допуштају временско израв-нање пореске основице и да се губици могу покривати из добити будућих іі прошлих година. То, квантитативно, не мења обим добити све до зат-варања предузећа. Дугорочно посматрано, приходи у националном друштвеном

[420] Иопдем, стр. 46.
[421] Ибидем, стр. 46.

рачуну и у пореској статистици битно не одступају, иако су предузећа искористила могућност резервацнје за покриће губитака за савладавање трогодишње рецесије. „У обзир треба. коначно, узети да су у пореској основици националног друштвеног рачуна садржане и фи-нансијске помоћи које су ослобођене пореза. а које користи само мали број подручја (рударство. бродоградилишта. ваздушни аутобуси). Све у свему, дакле. просечно пореско оптерећење од 54% према националном друштвеном рачуну и маргинално оптерећење од 70% добијено по основу рачунања са моделима, апсолутно се поклапају. За предузетничке инве-стиционе одлуке, рачунања по моделима дају само нешто прецизније ве-личине за оријентацију."[422]

Критика, даље, полази и од међународне упоредивости пореских стопа, иако су порески системи између земаља веома различити. Разлике проистичу и због драстичног смањења пореских стопа након спроведе-них порескнх реформи (В. Британија. Француска, САД, Холандија, Ау-стрија). „Да би се негативно деловање релативно превисоких пореских стопа у СР Немачкој компензирало, било би потребно знатно повољније регулисање утврђивања порески обавезне добити... У овом погледу по-стоје две предности према другим, појединим земљама, али, такође, и недостаци. Већ годинама десрицитарни биланс директних инвестиција (и то висок дефицит) такође представља индицију за то да немачка пре-дузећа налазе у иностранству повољније пореске услове. Ова претпо-ставка је потврђена и једном анкетом међу предузећима коју је 1988. у металној индустрији провео Ифо-институт. Из анкете је произишло да се на оптерећеност предузећа гледа као на значајни срактор при избору локације. при чему СР Немачка, у поређењу са иностранством, стоји знатно неповољније."[423]

Националне регулативе за отписе (амортизација) различито делују на ефективно пореско оптерећење (мерљиво), мада треба разликовати амортизацију опреме и постројења од отписа грађевинских објеката. „Могућности отписа за опрему, посматране интернационално, врло су блиске међусобно. Значајније разлике постоје само код прописа за амор-тизацију погонских грађевинских објеката. Предузећа СР Немачке, от-како су извршена смањења пореског века коришћењ ана половину (од 50 на 25 година), што је урађено 1. јануара 1985. године, стоје у међуна-родним поређењима врло добро. Само Италија, Шпанија, Грчка и Ирска имају, у погледу амортизационих могућности, у целини узето, широко-грудије прописе. Обрачуни есрективне пореске оптерећености прихода од инвестиција показују, међутим, да амортизационе предности, код ко-јих се. у ствари, ради само о одлагањима, да би се компензирале лоше стране из, на пример, високог тарисрног оптерећења, ни издалека нису довољне. Две тачке, осим овога, треба узети у обзир:

Другачије него у СР Немачкој, фискус у земљама Белгији, Италији, Шведској и Аустрији. одобрава предузећима генералне инвестиционе до-тације или порески ослобођене износе. Дургачије него у СР Немачкој. у

[422] Ибидем, стр. 46.
[423] Ибидем, стр. 46-47.

другим земљама се инфлаторно условљена привидна добит не опорезује или се опорезује само делимично. У Данској. Португалу и Шпанији повећани отписи у вези са овим доводе до дефинитивних пореских уштеда. Старосно пензионо осигурање од стране предузећа, различито се третира од земље до земље. У неколико земаља постоје сличне регулативне мере као и у СР Немачкој, тако у Холандији, Италији и Аустрији. Другде се, пак, старосно осигурање које врше предузећа финансира преко по-себних фондова ван сфере предузећа. Тамо предузећа уплаћују допри-носе за своје намештенике, а фонд касније сноси пензијске терете. Пре-дузећа ове доприносе могу исказати као регуларне издатке предузећа којима се смањује добит. Овај систем се прнмењује, пре свега, у Фран-цуској. Начелно, решење са овим срондовима, са пореског становишта. за предузећа није лошије него алтернатива са пензијским резервацијама. Она при томе не сносе ризик да ли ће се формиране резерве касније показати као недовољне.[424]

За квантификацију ефективног пореског оптерећења важна је и проблематика неефикасног третмана губитака, будући да у готово свим развијеним привредама тржишног типа егзистира тзв. интертемпорално изравнање губитака. „У неколико земаља ова могућност је, ипак, огра-ничена на само један губитак унапред. У СР Немачкој је овај износ огра-ничен на максимално две године и 10 милиона марака по једној години, уназад. Резервације за губитке унапред у СР Немачкој су данас могуће на пар година, без максимирања износа. У међународним поређењима СР Немачка тиме не исказује нити нарочито повољне, нити пак на-рочито неповољне прописе. Тако се у Великој Британији и Ирској прак-тикује временски неограничено резервисање за покриће губитака, сва-како ограничено на губитке и добит из исте делатности. Релативно по-вољне услове предузећа налазе у Холандији: новооснована предузећа у овој земљи могу своје губитке неограничено преносити у наредне године и то за првих осам година. Повољнија него у СР Немачкој јесу решења у САД и Канади, лошија, пак, у Јапану, Италији и Данској. Пореска реформа доноси предузећима у СР Немачкој, при покрићу губитака, из-весна побољшања. Досадашње временско ограничење за резервације унапред отпада. Решење за губитке из протеклих година остају непро-мењена, исто као и обавезе да се најпре у потпуности исцрпе средства резервисана за протекле године.”[425]

2) ОПОРЕЗИВАЊЕ И ТРОШКОВИ ФИНАНСИРАЊА ПРЕДУЗЕЋА

Систем опорезивања финансијског резултата предузећа је од посебне важности у процесу процењивања релативне величине трошкова финансирања. У расподели финансијског резултата фирме, накнада финансијерима има приоритет у односу на фискалитете. Трошкови финан-сирања после опорезивања су зато мањи него што би били пре опоре-зивања. Јер, ако

[424] Ибидем, стр. 46-47.
[425] Исто, стр. 47.

трошкови финансирања предузећа представљају одбит-ну ставку од пореске основице. онда предузеће плаћа мањи износ пореза него да је тај трошак ушао у пореску основицу."[426] И управо за тај износ повећава се финансијски резултат после опорезивања. Финансијски ре-зултат после опорезивања (N) обично се рачуна као финансијски резул-тат пре опорезивања (B) умањен за трошкове финансирања. који пред-стављају одбитну ставку од пореске основице (T), помножен са „anti-x-om" пореске стопе (g):[427]

$$N = B(1 - g) - T(1 - g) \text{ i}$$

$$N = (B - T) X (1 - g).$$

Релативна величина трошкова финансирања рачуна се као однос масе трошка финансирања и главнице. Базна формула за израчунавање ре-лативне величине трошкова финансирања после опорезивања, стога. гласи:[428]

$$t' = t(1 - g),$$

где су: t - релативна величина трошкова финансирања пре опорезивања и t' - релативна величина трошка финансирања после опорезивања.

У том контексту, ако је g = 0, онда нема уштеда на порезима (пошто трошкови финансирања не представљају одбитну ставку од пореске основице). Релативна величина трошкова финансирања пре и после опо-резивање је потпуно иста. Очита је, дакле, предност финансирања из извора чија накнада не улази у пореску основицу.

У пракси се, међутим. најчешће користи камата на дуг, која се. по правилу, одбија од пореске основице. Једино се у случају губитака терет камата не може олакшати, јер у случају губитака нема основице опо-резивања. Тада су и трошкови финансирања после опорезивања исти као и пре опорезивања. Зато је важан ризик од задуживања предузећа, који нарочито долази до изражаја у нестабилним, инфлаторним услови-ма.[429]

Финансијска анализа показује нам да сва предузећа-по правилу фи-нансирају пројекте због профита. Зато је за сваки пројекат важно пи-тање минималне стопе рентабилитета како би се после плаћања пореза на добит давао једнаки принос који добија онај који штеди и позајмљује капитал. И управо минимална стопа рентабилитета репрезентује трошак капитала, а зависи од начина финансирања (пословни фонд. односнс ењуитц, емисија деоница, банкарски кредит, обвезнице), структуре ин-вестиција и пореских параметара (пореска сотпа).[430]

---

426 Mr S. Orsag. Problematika financiranja poslovanja i razvoja inkorporativnog poduzcća, Institut zajavne financije. Zagreb. 1990.. стр. 55.

427 Ибидем, стр. 55.

428 J. C. van Horne. Fundamentals of FinancialManagement, Prentice-Hall, EngIcwood Cliffs. 1971., стр. 355.

429 E. F. Brigham. Financial Managemcnt. The Drvden Press. Hinsolule, 1977 i R. Franks i J. Brovles. Modcrn Managerial France. J. Wiley and Sons. N. York. 1979.

430 R. Hall, Tax treatment of depreciation, capital gains and interest in an inflationary есопоту. Urbane Institute. Washington, 1981.

У том контексту, ако минималну стопу рентабилитета пре плаћања пореза означимо са p, и принос на штедњу после плаћања пореза са s, онда ефективно пореско оптерећење (epo) износи:[431] epo = (p - s)/p; што у основи показује порез на добит (p - s) у односу на добит (p). У гене-ралном случају, стопа рентабилитета (профит односно добит) представ-ља се у виду King-Fullerton-ove једначине:[432]

$$P = \frac{1}{(1-t)} [(1 - A)(\rho + d - \Pi) + d_2 vt\Pi] - d,$$

где су: p - стопа рентабилитета. t - стопа пореза на добит предузећа. ??? - дисконтна стопа помоћу које предузеће дисконтује приходе, d -стопа амортизације. П - стопа инфлације. v - учешће залиха које се не ревалоризују, di - удео инвестиција у залихе и A - садашња вредност амортизације и пореских олакшица.

Принос на штедњу после плаћања пореза (s) можемо пак израчуна-ти из следеће једначине:[433]

$$s = (1 - m)(r + \Pi) - \Pi,$$

где су: m - стопа пореза на доходак штедиша (односно зајмодаваоца), r - реална каматна стопа (односно реални приноси зајмодавалаца), П -стопа инфлације.

Тиме се у основи доказује да начин финансирања није неутралан према опорезивању, јер од комбинације извора средстава за финансирање инвестиционих пројеката (због профита) у крајњој инстанци зависи ефективно пореско оптерећење.

3) ФИНАНСИРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА И ПОРЕСКА ПОЛИТИКА

Свако здраво финансијско управљање и руковођење предузећем имплицира успостављање равнотеже између имобилисаних средстава и сталних прихода предузећа, с једне стране. и равнотеже између сопствених средстава (капитал уз ризик) и позајмљених средстава, с друге стра-не. Избори различитих видова капитала и техника финансирања у стра-тешком финансијском менаџменту и оперативном финансијском марке-тингу не могу се валидно реализовати без сагледавања релевантних фи-скалних критеријума, будући да се дивиденде и камате могу порески и непорески третирати. У земљама OECD и EZ сопствени капитал компа-

431 Др М. Крањец, Утицај политикс амортизације и финаисирања ннвестиција на ефективно опорезнвање добити предузећа. у Зборнпк радова. „Опорезивање добпти предузећа". Институт за јавне финансије, Загреб, 1990., стр. 122.

432 M. A. King i D. Fullcrton. The taxation of income from capital, Thc University of Chicaeo Press. Chieaeo, 1984.

433 Др М. Крањец. оп. цит. стр. 122.

нија представља средства акционара и бенефиције реинвестиране у предузеће. Између сопственог капитала и средстава позајмљених на дуги и средњи рок успоставља се равнотежа, која је на „задовољавајућем" нивоу уколико је количник односа између сопственог капитала и позајмљених средстава 1 по банкарским критеријумима. Покривање обртног капитала сталним средствима јесте друга страна равнотеже, јер целине имобилизације морају бити финансиране сталним средствима, којима се покрива део активног оптицајног капитала.[434] Коначно, у пракси се јавља и тзв. концепт слабе капитализације (thin kapitalisation), који се управо састоји у фискалном повлачењу средстава позајмице као сопственог капитала. И уколико су сопствена средства довољно на ниском нивоу законодав-ство може сматрати вишак позајмљених средстава сопственим капита-лом. Таква „доквалификација" води непосредном опорезивању исплаћених камата „не као камата које се одбијају од пореза већ као дивиденде".

У теорији и пракси финансирања предузећа, са становишта пореске политике, важни су следећи модели финансирања: (1) финансирање сопственим капиталима (укључујући и самофинансирање), (2) финансирање путем зајма и (3) финансирање тзв. специјалним техникама.

Фииансирање сопственим капиталима се обично разматра са становишта улоге почетног капитала, реинвестирања профита, амортиза-ције и провизије, иновиране технике финансирања из сопствених сред-става и увођења предузећа на секундарно тржиште. Иницијални улози сопственог капитала (улози почетног капитала) морају, најпре, бити ре-гистровани, а, затим, подвргнути опорезивању. Но, улог у друштво (ком-панију) може бити институционално подложан (подвргнут) порезу на предузећа (профит. добит), а може бити изузет од корпорацијског по-реза. Улог у деоничарско друштво, који је изузет од опорезивања, под-вргнут је таксама у висини од 1%. Улог у друштво, који подлеже режиму опорезивања, повлачи плаћање уписне таксе од 1% на улог у готовини и порез од 11,40% на добра (привредни капитал и некретнине које улажу физичка лица друштва која не плаћају порез на друштва), уз институ-ционалну могућност смањења или укидања таксе за улоге на које се плаћа порез на додату вредност некретнине.

Порески режим добитп предузећа према правној структури ра-зличит је идући од земље до земље. Индивидуално предузеће. односно власник тог свог предузећа обавезан је да укључи добит (или губитак), као резултат пословања предузећа, у извештај о дохотку, који даје „по-вод" пореском законодавству да разреже порез. Опорезивање је подјед-нако како за удео чланова друштва у колективно име тако и за коман-дите у командитном друштву. Деоничарска друштва, која подлежу по-резу на добит, плаћају порез по стопи од 45% на целокупан пословни профит. Дистрибуиране дивиденде до сада нису представљале издатак који се одбија од пореске основице. Од 1987. године поједине европске владе (нпр. Француска) доносе диспозитиве који омогућавају деоничар-ским друштвима да од прихода, који се опорезују,

[434] J. Bertrandon i Ch. Collete, Gestion fiscale et finances de I'enterprise, P.U.F., Paris. 1989.. стр.159-160.

одбију исплаћене ди-виденде.[435] Иновирани механизам опорезивања оборио је нормалну стопу од 45% на 33,33% (Француска), што се може тумачити као својеврсна куповина „пореског кредита". Овој иновацији у режиму опорезивања друштава придодата су ослобођења од пореза нових предузећа или у виду изузимања од пореза током првих година или у виду смањења пореза од 50% у току наредних 2 године, али под условом да „добра са дегресивном амортизацијом морају иредстављати две трећине имобилизација за амортизацију корпорације.[436]

Порески режим дивиденди варира у зависности од тога да ли је акционар физичко лице или друштво. Физичка лица као акционари имају право на тзв. порески кредит у нивоу од 50% исплаћене дивиденде. На исплаћену дивиденду (од 1000 марака) сваки акционар плаћа порез (по стопи од 40%) на следећи начин:

Дивиденда	1000
Порески кредит	500

Приходи за опорезивање	1500
Порез 40%	600
Порески кредит	500
Нето порез	100

Но, уколико је акционар правно лице. које плаћа порез из добитн дивиденде подлежу двоструком таксирању. осим ако друштво потпада под режим матичних друштава и филијала (које имају право на изузи-мање из опорезивања дивиденди у висини трошкова и издатака од 5% од дивиденде и пореског кредита).

Пореска предност се јасно види, јер режим матичних друштава и филијала укида двоструко опорезивање дивиденде филијале код ма-тичног предузећа. Матично предузеће добијени порески кредит преноси својим акционарима у самом процесу редистрибуције, пошто оно не може користити „tax credit". Предузећа свој реализовани профит желе да реинвестирају. Добит се реинвестира директно и индиректно, односно стављањем у резерву и поделом члановима који желе повећање капитала. Директно реинвестирани профит је фискално повлашћенији, пошто је стављена добит у резерву само једном опорезована у виду по-реза из добити на нивоу друштва. А ако дође до капитализације резерви, онда на сцену ступа тзв. уписна такса по стопи од 1% за капитализацију у друштвима лица која не подлежу порезу на друштва и такса улога увећана за 12% за капитализацију у друштвима капитала.-•

[435] Ибидем. стр. 163-166.
[436] Исто. стр. 164.

УПОРЕДНИ ПРЕГЛЕД ПОРЕСКЕ ПРЕЈДНОСТИ

Друштво које није филијала		Друштво филијала	
Приход пре пореза	200	Прпход пре пореза	200
Порез 45%	90	Порез 45%	90
Порескп кредити (плус)	110 + 55 165	Порески кредити (плус)	110 + 55
Друго друштво добија	110 + 55	Матпчно друштво добија	110 + 55
	16.5		165
Порез 45% (на 165)	74.25	Изузимање дивпденди осим квоте:	-110
Импутацпја	-55	165 X 5%	+ S.25
	19.25	Нето порсз 45%	3.71
Укупни порескн издацп између два друштва	109.25	Укупнн порескм нздаци	93.71
	200		200
Стопа опорезнваља	54,62%	Стопа опорезивања	46,8-?;

Извор: J. Bertrandon i Ch. Collette, op. cit., стр. 167.

Амортизација и провизија јесу. традиционално. две ставке које улазе у рачуне издатака иако не одговарају ефективним излазима капитала. Фискални практичари, стога. сматрају да су амортизација и провизија само пореске олакшице, које смањују порез или одлажу плаћање пореза. Свакој фирми је у интересу да зарачунава максимум амортизације да би повећала издатке који се редукују из основице за опорезивање. Дегресивна амортизација, у том контексту, омогућава повећање самофинансирања за износ учињене уштеде на порезу. Добитак је евидентан уколико се разлика између дегресивне и линеарне амортизације помножи са пореском стопом. Убрзана амортизација је, стога, изузетно корисна у инфлаторним условима, будући да осигурава располагање недевалвираним динарима за финансирање технолошког развоја. Посебна амортизација, која омогућава по-већање првог ануитета дегресивне амортизације. јесте додајна подстицајна мера која наглашава одлагање пореза.

Провизија за улагање у иностранству рефлектује добро срачунату фискалну политику која може бити додајни извор финансирања предузећа, која се имплантирају у иностранству. Провизија, по правилу, има две намене: (1) надокнадити трошкове услед губитака и (2) надокнадити део инвестираних сума у капитал.

Исплата дивиденди у акцијама јесте допунски извор формирања капитала предузећа. У пореском режиму примљене акције уместо диви-денде сматрају се дивидендом која подлеже опорезивању. Валоризација акција обавља се путем званичног курса за котиране акције.

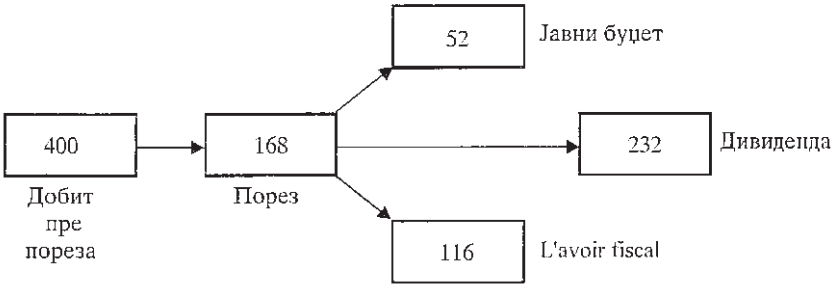
Детаксација инвестираних доходака јесте важан сегмент за одлучивање власника акција и обвезница, будући да од обима и струко-туре фискалних подстицаја зависи стратегија акционара и сринансијских пласмана. Креирање

специјалног фискалног инструмента у форми тзв. l'avoir fiscal јесте важна иновација срискалног режима мобилних дохода-ка, али без релевантних пореских консеквенција на штедише. Механизам l'avoir fiscal ступа у дејство у моменту када друштво (компанија, преду-зеће) дистрибуира дизиденду акционарима (нпр. у износу од 200 долара), који примају опорезиви доходак (нпр. у износу од 300 долара):[437]

1) Дивиденда	200 долара
2) L'avoir fiscal	100 долара
3) Опорезиви доходак	300 долара

Ако је маргинална стопа опорезивања 55% (порез на доходак физичких лица), укупан порез, који треба платити, износи 165 долара. као производ пореске основице (у износу од 300 долара), и пореске стопе (од 55%). А пошто l'avoirfiscal износи 100 долара, укупан порески терет се сада смањује на свега 65 долара (165 - 100 = 65), тј. на онолико колико износи реални порез. Ефективни доходак пореског обвезника после плаћања пореза се подиже на 135 долара (200 - 65 = 135). Са механизмом l'avoir fiscal терет нето пореза сада износи 32,5% (65 : 200), а не 55% колико је институционално зацртана маргинална пореска стопа. Тиме је ефективна стопа опорезивања сведена на 32,5%. Самим тим, механи-зам l'avoir fiscal је елиминисао двоструко опорезивање доходака између предузећа и акционара.

У погледу предузећа, ситуација је следећа:



L'avoir fiscal омогућава предузећу да дистрибуира 348 долара после плаћања пореза у износу 52 долара и придодавања l'avoir fiscal-а (од 116 долара) дивидендама, у износу од 232 долара. Обрачунат порез од 168 долара (као производ пореске стопе од 42% и пореске основице у износу од 400 долара), редуцирао се на 52 долара (као производ пореске основице у износу од 400 долара и нове ефективне пореске стопе од 13%, а не 42%). Тиме се у пракси емпиријски верификује фискални подстицај дистрибуције.

Финансирање из фоидова зајма у традиционалном финансирању предузећа (позајмљени капитал) доноси камате, „које предузеће, које позајмљује, може одбити од пореза", осим исплате капитала, „који се не може

[437] Ибидем, стр. 200.

фискално изузети."[438] Камате јесу порески дедуктибилне величине без обзира што су класичне отплате константног ануитета замењене от-платом на крају периода зајма и што се неке позајмице обнављају за партиципативне деонице. Но, у пракси зајмовног финансирања преду-зећа јављају се иновативне форме у облику обвезница са боном уписа друге обвезнице и партиципативне позајмице, које су фискално бенефи-циране. Наиме, упис обвезнице, која садржи и бон за упис друге обвез-нице, носи унапред одређену стопу приноса са ризиком, који пореска политика „олакшава" лепезом пореских бенефиција. Партиципативна позајмица пак омогућава матичном друштву да финансијски подржи фи-лијалу. која враћа „зајам" уз пратњу изворне накнаде која садржи или камату или учешће у резултатима пословања, али са одговарајућим по-реским бенефицијама. Коначно, обвезница са боном уписа акције за пре-дузеће своди се на издавање класичног обвезног зајма коме се додају бонови са правом уписа акција. Носилац ове обвезнице може бити и зајмодавац и пуномоћни акционар. Обвезница са боном инвеститору даје могућност да расплаже симболизованим боном уписа и да са одређеном сумом уђе у капитал друштва са очекиваним пореским бенефицијама.

Савремена пракса присиљава предузећа да послују са техником SWAPS-ОВа. Две су опције у примени. Прва се огледа у томе што нпр. француско предузеће, које дугује 1 милион долара на одређени рок, може „разменити" своју обавезу са америчким предузећем, које на исти рок дугује 9 милиона франака. У истом временском тренутку, француско предузеће плаћа америчком предузећу 9 милиона франака и добија од америчког предузећа милион долара. Ова SWAPS операција омогућава типично избегавање ризика промене курса. Друга опција може да се од-носи на друштво које је позајмило средства са високом фиксном стопом и сада тежи да се рефинансира зајмом са променљивом стопом. Преду-зеће у овој SWAPS операцији види свој начин остваривања додатне марже. Предузећа за обе опције имају право да у свој привремени рачун упишу латентни губитак да би стекла право на тзв. пореску „провизију". На крају фискалне године, предузећа су обавезна да у своје пореске ре-зултате унесу целину губитка да би користила порески бонус.

Финансирање предузећа путем гаосебних техника углавном се своди на тзв. leasing и на партиципативни зајам. Основна идеја лизинга састоји се у томе што предузеће добија могућност да изнајми некретнине уместо да их купи, и то било простим закупом било закупом са обећањем ку-повине или продаје. Закупнина овде замењује камату. У оптицају су две технике: Lease back и Cross border leasing.[439] Lease back је прва техника за предузеће, која се састоји у томе што то исто предузеће може продати некретнину и потом ту исту некретнину узети у закуп. Фаворизовање ове врсте трансакција врши се преко друштва за финансирање која су ослобођена плаћања пореза. Тим путем предузеће фактички повећава свој капитал или смањује своје губитке. Cross - borderieasing (интерна-ционални лизинг) јесте нови

[438] Ибидем, стр. 180-183.
[439] Ибидем.стр. 187-191.

„патент” искоришћавања различитих поре-ских привилегија у различитим земљама да би се постигло временско одлагање опорезивања и стекло право на тзв. дегресивну амортизацију. Интернационални лизинг јесте и начин финансирања филијала у ино-странству, али највише ангажује друштва у земљи власника и земљи за-купца. Успостављање интернационалног лизинга базира се на ко-ришћењу пореских предности које се одобравају власницима средстава опреме. А тмао где се закуподавац сматра власнком, друштво може користити и право на дегресивну амортизацију и пореске предности које се примењују на инвестиције (какав је иначе случај са концепцијом фран-цуског фискалног права). Актери уговора (закуподавац и закупац) да би уживали пореске погодности интернационалног leasing-а морају има-ти тзв. кориснички порески положај, који омогућава да се трансферишу резултати између друштава.

Уступање потраживања/субвенција јесте иновирана техника пружања финансијске подршке филијалама. У том смислу, друштво може одлучити да капитал смањи апсорпцијом губитка и да потом по-већа капитал у стилу хармоника - потез или пак да губитке филијале индиректно трансформише на матично друштво путем нефактурисаног пружања услугба, зајмова без камата и уступања потраживања.[440] У оба случаја, друштво стиче право на дедуктибилне пореске трошкове.

Коначно, откуп предузећа од стране запослених јесте нова финан-сијска техника под називом LMBO (Leverage menagement buy out), koja au-tomatski povlači odobravawe poreskih prednosti. Preduzeće sa tehnikom LMBO откупљује уз помоћ зајма који ће бити „надокнађен” кроз будући профит предузећа. Банке могу да партиципирају у капиталу који се може изба-цити на тржиште покретних вредности. Плаћене камате на зајам се од-бијају од профита друштва, као пореске основице.

Техника LMBO се односи на уступање друштва новим акционарима и на стварање холдинга чији је циљ стицање и задржавање више од 50% права гласа друштва које се преузима. Овом техником се лакше долази до додатних извора средстава кроз зајмове и сопствен фондове, а и само враћање зајмова преко дивиденди филијале олакшано је специфичним „пореским кредитом”. Холдинг ужива порески кредит једнак износу по-реза на друштва који филијала дугује на име претходне финансијске го-дине, а у пропорцијама права холдинга у филијали[441] Фузија холдинга и филијале може добити накнадни повлашћени порески режим, под усло-вом да запослени држе већину гласова после фузије. Запослени који от-купе предузеће по режиму LMBO стичу право на уживање пореских погодности: (1) принос у деоницама друштва откупљеног на холдинг се не таксира и (2) узете позајмице за стицање деоница холдинга или откуп-љеног друштва се на основу потврде могу искористити за стицање права на изузимање камате од двоструког опорезивања, под условом да се део-нице чувају током пет година.

[440] Ибидем.стр. 191-193.
[441] Ибидем.стр. 194-196.

Куповина фирми средствима из кредита (Leveraged buy - out) везује се за финансијске иновације са епитетом Архимеда финансија због коришћења ефекта полуге. LBO репрезентује операцију помоћу које улагачи купују фирму и финансирају највећи део аквизиције из кредита. Купљено предузеће узима кредите који служе за плаћање продавцу фирме. Фирма је у целини рекапитализована: у њеном сталном капиталу, сопствена средства представљају 10-15% капитала, а дугорочни зајмови чине остатак сред-става.[442] Зајмови се отплаћују или из профита фирме, или из продаје одређеног дела активе или комкбинацијом и једног и другог.

Финансирање LBO се по правилу, изводи у тзв. три дела. У „првом" делу банке авансирају 50-60% од процењене цене у форми гарантованог дуга на 7-8 година са променљивом каматом (мада зајмопримац сноси каматни ризик). У „другом" средњем делу од 30-40% (званом „мезанин") појављује се „зависни дуг" који)е изражен у тзв. џанк бондовима (об-везнице са високом каматом и са већим ризиком од класичних облига-ција). То су обвезнице на 10-15 година са каматом 16-18%, које укључују све могуће финансијске имагинације. Коначно, у „трећем" делу појављују се сопствена средства која иницијатори LBO уносе у фирму као сопстве-ни капитал, који обезбеђује новим власницима укупне профите сасвим одвојено од трошкова задужења.

Џанк бондови се емитују као високоприносни са 2-3 поена изнад основне каматне стопе. али и са провизијом коју банке узимају као са-ветодавци и као посредници који гарантују пласман емисије. Главни до-битници су сами креатори LBO. који мотре на предузећа која имају „ко-мотан" кеш флоу и „богату" активу која се може лако „утопити". пре него што отпочне сам процес LBO. А пошто се камате на кредите изу-зимају из пореске основице све до самог краја отплате кредита фирме. купљена предузећа на кредит растерећена су пореског терета. У том контексту, „комадање" предузећа ради постизања брже рентабилности одговара „покрету" преструктуирања, јер се логика конгломерата заме-њује логиком специјализације. Диверсификовани конгломерати сада уносе заштиту од цикличних удара. LBO је и веома пробитачно фискално средство за спровођење реструктуирања и за поделу ризика између ра-зличитих активности. Задуживање фирме путем LBO приморава фирму на смањење структурних трошкова и на репласирање новца у сектор брзог развоја и високе технологије, и високе котације на тржишту. Фи-скалним бенефицијама смањује се ризик на висини очекиваног профита, а сам „систем" добија на ефикасностиј. Џанк бондови омогућавају малим и средњим фирмама да избегну тиранију скупих банкарских кредита не-посредним изласком на тржиште капитала и увођењем фирме на берзу. LBO је привлачан, јер повлачи обавезну елиминацију фискалног притиска на камате код џанк обвезнице. Дивиденда се преноси акционарима са аутоматским изузећем из опорезивања прихода, а сопствени капитал покрива обавезе високог ризика. Коначно, нови власници фирме јесу и менаџери фнрме. који „јуре" за брзим доларом.

---

[442] Д. Вуковић, Куповање фирми средствима из кредита, Југословенско банкарство 4/91.

11. ЕФЕКТИ ОПОРЕЗИВАЊА ДОБИТИ ФИРМИ НА ПРЕДУЗЕТНИШТВО И РИЗИК

У финансијској пракси опорезују се поједини фактори производње. укупни инпути и укупни оутпути. Опорезивање надница (тзв. payrall tax) и опорезивање профита (corporation profit tax) јесу типични облици опорезивања фактора производње.[443] Теоријски посматрано, предузеће може бити подвргнуто различитим облицима опорезивања. Предомииантин облик опорезивања ипак се своди на опорезивање добити предузећа или опорезивање профита корпорација. У пракси савремених порескнх си-стема опорезивању профита у правилу подлежу само тзв. инкорпориране правне особе. тј. особе са ограниченим јемством својих чланова (нпр. део-ничарска друштва); док неинкорпориране фирме не подлежу плаћању по-реза на профит (већ се опорезују порезом на доходак физичких лица -тзв. individual incom tax).[444]

Структура опорезивања предузећа делује на доношење пословних одлука. на спремност за преузимање ризика у процесу пословања и инвестирања. на избор радноинтензнвне и капиталноинтензнвне техноло-гије, на односе између рада и капитала п на њихове релативне цене. „О томе да ли се издаци за камате признају као одбитна позиција при утврђивању основице пореза на доходак или се капптални добици опо-резују различито од осталих делова профпта битно утиче на нзбор оп-тималне конструкције финансирања предузећа".[445] У пракси опорезива-ња предузећа у земљама OECD најпре се опорезује профит, а затнм п његов расподељени део у виду дивиденде порезом на доходак физичких лица. А ако се опорезују и капитални добици. онда двоструком опоре-зивању подлежу и нерасподељени профити. Решење се, стога, тражи или у делимичној или у потпуној интеграцији пореза на доходак фи-зичких лица и пореза на добнт корпорација. Пренебрегава се. при томе. чињеница да потнуна интеграција оба пореска облика фактички води укидању пореза на профит корпорација.

Но. порез на добит предузећа/профит корпорација јесте есенци-јални инструмент државног интервенционизма и пореске политике по-моћу кога се утиче на економско понашање привредних субјеката и на економске токове репродукције. Економски учинци пореза на до-бит испољавају се на микро и на макро нивоу.[446] У првом случају, порез на добит делује на доношење пословних одлука економских субјеката. У другом случају, порез на добит делује на формирање макроекономских агрегата. У основи, ради се о тзв. ефектима супституције н дохотка (који се обично доводе у везу са факторима

---

443 Др п. Јурковић. Опорсзивањс подузећа и реформа порезног система. у Зборник радова. ,.Опорезивање добпти предузећа", Институт за јавне финанције, Загреб. 1990.. стр. 45-56.

444 Ибидем, стр. 45.

445 Др п. Јурковпћ. оп. цпт.. стр. 45. 72

446 Ибидем, стр. 47.

који делују на страни понуде) и о тзв. ефектима потражње и ликвидности (који се обично доводе у везу са факторима на којима се базира краткорочна политика стабили-зације, односно политика управљања тражњом (тзв. политика demand management-а).[447]

Но, за нашу анализу битан је утицај пореза на профит корпорација на ниво, структуру и динамику понуде, са становишта учинака опорезивања добити фирми на инвестиције, штедњу, пословни ризик, предузетништво, бизнис, технолошки напредак, конкуренцију. Деловање опорезивања профита на инвестиције зависи од природе инвестиционе фун-кције, чији су саставни делови очекивана стопа нето рентабилности, про-мене у обиму реализације, однос постојећих капацитета према обиму реализације, фондови интерног финансирања, издвајања у фондове пре-дузећа из добити после опорезивања и амортизација.[448] У том контексту, проф. Јурковић, попут Musgravea, претпоставља да су инвестиције у по-зитивној корелацији са очекиваном стопом рентабилности улагања. пошто се инвестирање не може ни замислити уколико је очекивана мар-гинална ефикасност капитала (бруто стопа рентабилности) нижа од рен-талне цене капитала; јер, очекивана бруто стопа рентабилности мора битн бар толика да осигура трошкове финансирања и замену утрошеног капитала.[449]

Релација у једначини rg > i + d (rg - бруто стопа рентабилности, i - цена позајмљеног капитала, d - стопа економске амортизације)[450] очигледно важи све дотле док се просрит не опорезује. Уколико се опо-резује бруто профит без одбитка. рентална цена капитала ће износити:[451]

rg = ‘j$^{+\ c}$

где је t - стопа пореза на добпт предузећа. То пак значи да се опорезивањем просрпта поднже праг рентабилности ннвестнцнја. Међутим. признавање трошкова сринансирања и амортизације, као од-битних ставки при утврђивању пореске основице на добит. мења горњу релацију. У новој једначини:[452]

$$rg = \frac{(1-t)\cdot(1+d)}{(1-t)} = i + d$$

опорезивање добити уопште не мења ренталну цену капитала. Мера укупног есректа може се остварити коришћењем тзв. срактора полуга -повећањем задужења ради пораста рентабилности улагања у условима перфектног функционисања тржишта капитала и признавања трошкова финансирања као одбитне позиције при опорезивању профита.[453]

---

447 Др П. Јурковић. Фискална полптикау екоиомској теорпји п праксн. Ипформатор. Загреб. 1уху.. стр. 29-30.

448 R. A. Musgrave i B. P. Mnsgrave. Public Finance in Theory and Prentice. Mc Graw-Hill, New York. 1989.. стр.306-307.

449 Др П. Јурковнћ, Опорезивање предузећа и рсформа порезног система. оп. цит.. стр. 47.

450 R.A. Musgrave i B.P. Musgrave, op. cit.. str. 30S.

451 Др П. Јурковић. оп. цпт.. стр. 48.

452 Ибидем. стр. 48.

453 Ибидем. стр. 48.

Увођењем пореских олакшица (тзв. tax expendituresH>) по основу убрзане амортизације и „инвестиционих пореских кредита" - по проф. Јурковићу - умањује се рентална цена капитала:

$$rg = \frac{(1 - t)\ (1 + d) - td\ tc}{1 - t},$$

где је tj - пореска олакшица (уштеда) по основу убрзане амортизације у % од ренталне цене капитала и t_c - пореске уштеде по основу инвестиционих пореских кредита у % од ренталне цене капитала. У том контексту, проф. Јурковић истиче: „Убрзана амортизација утиче на одлагање пореске обавезе, те је, у том смислу, својеврсни облик бескаматног пореског кредита, чија висина зависи од века трајања инвестиционог добра и примењене методе убрзане амортизације. Највећи износ бескаматног пореског кредита осигурава тзв. метода слободног отписа. којом се омогућава да се целокупна вредност основног средства отпише већ у првој години његовог коришћења. Код инвестиционих пореских кредита ради се о класичном облику субвенционирања инвестиционих улагања у одговарајућем постотку, ко-ји се одбија од износа пореске обавезе по основу пореза на добит предузећа. Иначе, обе ове пореске олакшице не утичу само на смањење ренталне цене капитала него стимулативно делују и на инвестиције по основу по-већања интерних извора финансирања.[454]

Спремност на пословни ризик јесте базичнн постулат предузетничке функције. У бизннс одлучивању ризик има цену. Ризик улагања (а) се мерн односом математичке наде очекиване стопе рентабнлности (g) и стопе потенцијалног губнтка (r):[455]

$$\alpha = \frac{g - r}{r}$$

Опорезивањем профнта предузећа по стопи t ризик инвестирања се повећава:[456]

$$\alpha = \frac{(1 - t) \cdot (g - r)}{r}.$$

Но. уколико се дозволи преношење губитака из текуће године на терет остварене добити у наредном нли претходном раздобљу, онда опорезивање не утиче на ризик инвестирања.[457] То, по Musgrave-у, добија следећи израз:[458]

---

454 Др П. Јурковић. оп. цмт., стр. 49.
455 Др П. Јурковић, оп. цнт.. стр. 511.
456 Ибидем. стр. 50. 83
457 Ибидем. стр. 5(1.
458 R.A. Musgrave i B.P. Musgrave. оп. цит.. стр. 309.

$$\alpha = \frac{(1-t)\cdot(g-r)}{r} = \frac{g-r}{r}.$$

Опорезивањем профита предузећа по стопи t ризик инвестирања се повећава:[459]

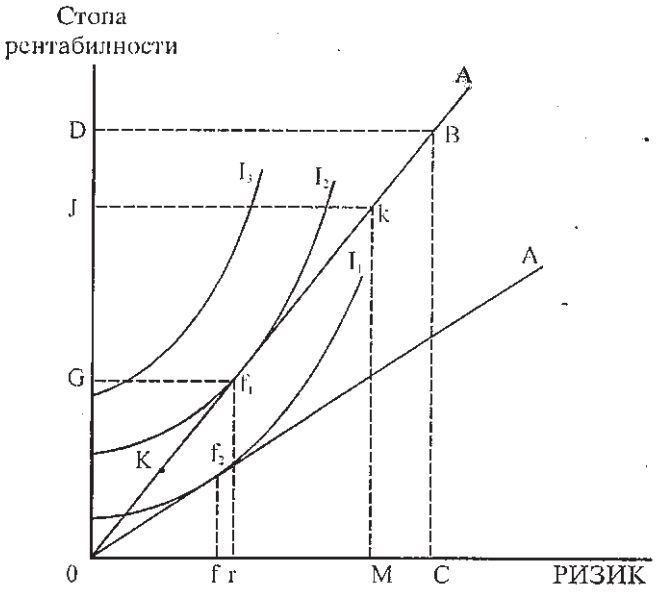
$$\alpha = \frac{(1-t)\cdot(g-r)}{r}.$$

Но, уколико дозволи преношење губитака из текуће године на те-рет остварене добити у наредном или претходном раздобљу, онда опо-резивање не утиче на ризик инвестирања.[460] То по Musgrave-у добија сле-дећи израз:[461]

$$\alpha = \frac{(1-t)\ (g-r)}{(1-t)r} = \frac{(g-r)}{r}.$$

Овај порески феномен је проф. Јурковић приказао на познатом Тобином дијаграму[462] у коме опортунитетни правац ОА показује очекивану стопу рентабилности као растућу функцију повећања ризика, који проистиче из промена структуре портфеља инвеститора.

СТОПА РЕНТАБИЛНОСТИ И РИЗИК



[459] Ибидем, стр. 50.
[460] Ибидем, стр. 50.
[461] .R. A. Musgrave i B. P. Musgrave, оп. цит., стр. 309.
[462] Др П. Јурковић, оп. цит., стр. 51.

Ризик једино не постоји уколнко инвеститор целокупну своју активу држи у виду готовине. Али, тада нема ни профита. А уколико дотични инвеститор своју активу у виду готовине улаже у вредносне папире, онда је сасвим јасно да се он постепено излаже ризику да би повећао своје профитне изгледе.Тек је у тачку В инвеститор пласирао средства у акције и обвезнице, и, на тај начин, створио изгледе на успех, тј.'"да оствари стопу рентабилности OD уз максимални ризик ОС. Криве индиференције иц 112 и из означавају, по проф. Јурковићу све комбинације ризика и рентабил-ности, које су подједнако прихватљиве за инвеститора: кривуља 13 је супе-риорнија од кривуље \i, а кривуља h од кривуље \\. „Уколико се добици на основу улагања у вредносне папире не опорезују, инвеститор је у овом конкретном примеру у најповољнијој позицији у тачки Е, тамо где је опор-тунитетна кривуља ОА тангента на највишу достижну кривуљу индифе-ренција i:, а то је она структура портфеља која му даје изгледе да оствари профитну стопу OG и излаже га ризику OF. Увођење пореза на добит по стопи од 50%, без могућности временског разграничења губитка. опорту-нитетни правац ОА ротира удесно, транссрормишући се у правац ОА'. који је тангента на криву индисреренција ii у тачки Ег".[463]

Тако је инвеститор ушао у нову позицију са преуређењем портфеља, али и са смањењем профитабилности уз преполовљени ризик. А ако се инвеститору допусти и преношење губитка унапред или уназад. онда се структура његовог портфеља осигурава у позиције тачке Н. која је. додуше, као тачка пре опорезивања. неповољнија од тачке Еі. Али. циљ инвеститора није ни тачка Еі него тачка К на опортунитетном правцу ОА у којој опредељује структуру портсреља која је двоструко рентабил-на, али и ризичнија. Но. и тада је његова нето стопа ризика и нето стопа рентабилностн потпуно иста као у тачки Еі пре опорезивања.[464] То пак значи да опорезивање профита, које допушта временско разграничење губитка, подстиче инвеститоре на прихватање ризичннјих послова у пре-дузетничком понашању. Сужавањем зоне неизвесностн и редуковањем ризика од неизвесности путем пореске политике фактички се доприноси претварању пословних очекивања у тзв. еквивалент сигурности.

1) ЦЕНА УЛОЖЕНОГ КАПИТАЛА И ОПОРЕЗИВАЊЕ

Модел за одређивање цене уложеног капитала јесте једнофакторски модел у коме је очекивани принос одређен у вези са бетом, као реакцијски коефицијент приноса вредносног папира на принос од тржишта (који је представљен обухватнијим индексом какав је иначе стандард анд Пооров 5.00 берзански индекс). Очекивани принос вредносног папира (Rj) иматн: Rj = Rf + (Rm - Rf) Zj,, где су RF -... стопа. Rm - очекивани принос тржишног портфолија, Zj - бета појединачног вредносног папира.

[463] Др П. Јурковић, оп. цит.. стр. 51-52.
[464] Др П. Јурковић. оп. цит. стр. 51-52.

Но, приход који остварује инвеститор поседовањем деонице састоји се из два дела, и то: (1) из дивиденди које су исплаћене током раздобља држања деоница и (2) из капиталног добнтка (или губитка), који се по-јављује приликом продаје деонице. А када ни један инвеститор не плаћа порезе или плаћа исте порезе на дивиденде и капиталне зараде, CAPM (Capital Asset Princing Model - Модел за одређивање цене уложеног ка-питала) генерализације, које вреде само за појединачну деоницу те не мењају зависно од тога да ли фирма исплаћује високе или ниске диви-денде. У бројним развијеним земљама капиталне зараде се опорезују много повољније у односу на дивиденде. У САД, међутим,'"са ступањем на снагу пореског закона из 1986. год., приходи од дивиденди и капитал-них зарада на федералном нивоу опорезовали су се по истој стопи. Сту-пањем на снагу пореског закона из 1990. год. у САД је изнова успостав-љен „благи порески преференцијал" капиталних зарада у односу а при-ход од дивиденди за особе које су оптерећене највишим личним порезима (28% за капиталне зараде и 31% за дивиденде).[465]

На примеру Van Horne-а се јасно очекује да ће Alpha Сотрапу имати 12% годишњу зараду по дивиденди (дивиденда подељена почетном ценом деонице) и 3% капиталне зараде у односу на почетну вредност, с једне стране, и да ће Baker Сотрапу имати 2% зараде од дивиденди и 12,5% капиталне зараде, с друге стране. Очекивани принос деош1ца Alpha Com-рапу пре опорезивања, који износи 15% виши је од очекиваног приноса деонице Beker Сотрапу, који износи 14,5%. И уколико инвеститор спада у групу која се опорезује стопом од 30% и уколико „ефективни економ-ски" попрез на капиталну зараду износи 24%, утолико приноси након опорезивања више варирају:[466]

Дохпцп/ Зпрпдс	Alpha Companv			Baker Сотрапу		
	Прс	Учинак	Послс	Прс	Учинак	Ппслс
Доходак од дивиденди	12%	1-0.30	8.409;	2.0%	1-030	1.40%
Капитална зарада	3	1-0.24	2.28	12.5	1-0.24	9.50
Укупан очекивани принос	Шс		10.68%	14.5%		10.90%

Упркос ниже очекиваном укупном приходу пре опорезивања. очекивани принос после опорезивања је виши за Baker Сотрапу, због вишег учешћа укупног приноса који је остварен у облику капиталне за-раде. Инвеститор, који је ослобођен плаћања пореза попут пензијског фонда, преферираће Alpha Сотрапу, која има већи очекивани принос пре опорезивања. У том контексту, много је важније да уз држање ризика константним, деонице са високим дивидендама морају осигурати више очекиване приносе пре опорезивања, него деонице са ниским дивиден-дама, да би се компензирао

465 J. Van Horne. Финапсијско управљање и политика (Финансијски менаџмент), Мато. Загреб. 1993 92

466 James C. Vanm Horne, оп. цит., ст. 91.

учинак опорезивања.[467] И ако то било тако, онда би очекивани принос вредносног папира j требао бити функција како бете одређене деонице тако и њене зараде по основу дивиденди:[468] Rj = Rf + bZj + t(dj - Rf), где су: Rf - неризична стопа прихода. Zj - бета која припада одређеном вредносном папиру, b - коефицијент који мери допринос бете очекиваном приносу, d, - зарада на темељу дивиденде вредносног папира j, t - коефицијент који мери утицај учинка опорези-вања на очекивани принос. И што је виша зарада по бснову дивиденде (dj), већа је и тражена стопа приноса (пре опорезивања) коју захтевају инвеститори: ако би на тржишту дивиденда порасла за 1 долар, капи-тална зарада би се смањила за 0,90 долара, односно ако би t било 0,1 и ако би зарада по основу дивиденде пала за 1%, онда би очекивани принос требао да порасте за 0,1% да би деоница постала атрактивна за инве-ститоре.

У непосредном процесу опорезивања прихода предузећа отплате камата одбијају се од пореске основице. То је проф. Hamoda квантита-тивно изразио на следећи начин:[469]

$$R_j = R_f + \left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_\mu^2}\right) \cdot (r_{ju,\,m} \cdot \sigma_{ju} \cdot [\,1 + \frac{D}{S}(1 - T_c)\,]$$

где су: Rf - неризична стопа, Rm - очекиван повраћај за тржишни портфолио, ..m - стандардна девијација дистрибуције вероватноће могућих повраћаја за вредносни папир j, при непостојању финансијске полуге. $i'j_U$, m - коефицијент корелације између повраћаја за вредносни папир j при непостојању финансијске полуге и тржишног портфолија, D/S - од-нос задужења и трајног капитала изражен у терминална тржишне вред-ности и Tc - стопа опорезивања корпорације.

На разлике у приносу на тржишту различито утичу порези. Приходн од камате на све вредносне папире (осим једног папира) подлежу опорезивању уколико су и инвеститори подложни опорезивању. Приходи од камата на федералне и државне вредносне папире једино су изузети од опорезивања. Код корпорација. које имају седиште у САД и чија се добит из пословања опорезује, изузима се од опорезивања приход остварен на вредносне папире Министарства финансија. То има предност у односу на кредитне облике финанснрања. јер је приход од камата потпуно опорезован.[470] Према постојећим законима и зарада од продаје вредносних папира је опорезива са примером пуне стопе пореза на добит корпорације.

2) ПОРЕЗИ И ДИВИДЕНДЕ

Порези на приход корпорације у САД немају никаквог утицаја на значајност дивиденде, јер се по вежећим посебним законима зараде пре-дузећа

[467] Ибидем, ст. 91.
[468] Исто стр. 92.
[469] R. S. Hamoda. Portfolio Analcjsis,MarketEquilibiium and CorporationFinance. Journal of Finance, март 19fi9, ст. 19-30.
[470] J. C. Van Honie, оп. цит., ст. 424.

опорезују на нивоу корпорације без обзира да би су дивиденде исплаћене или не. Сам се профит након пореза дели на дивиденде и задржане зараде (нераспоређена добит). Слично је и са порезима које плаћају инвеститори. Предност задржавања зарада може се манифесто-вати све до износа до којег је иначе пореска стопа на капиталне добитке мања од пореске стопе на приход од дивиденде. До 1990. год. порез на капитални добитак се одлагао све до тренутка продаје деонице, јер су постојале разлике у пореским стопама. Сада су се те пореске стопе изјед-начиле и одлагања више нема. Порез на капитални добитак може се само избећи уколико се вредносни папир, чија је вредност порасла, поклони у добротворне сврхе. Стога је ефективни порез на капитални добитак мањи од пореза на приход од дивиденди. И што је већи повраћај од дивиденди деонице већи је и њен очекивани повраћај пре плаћања пореза.

У пракси, међутим, није нужно да инвеститори буду идентично опорезовани на две врсте прихода (по основу дивиденди и капиталних за-рада), пошто институционални инвеститори иначе не плаћају порезе ни на дивиденде нити на капитални добитак. „Код корпорацијских инвести-тора, дивиденде између предузећа се опорезују, по стопи мањој од оне за капитални добитак. Нпр., ако је Leurel Corporation власник 100 деоница Hordy Corporation, које доносе 1 долар дивиденде по деоници, 705 прихода по дивиденди је изузето од обавезе плаћања пореза. Другим речима, Lau-rel Corporation платила би порез на приход од дивиденди на 30 долара прихода од дивиденди, и то по корпорацијској пореској стопи. Укупан порески ефекат био би мањи него у случају да Hardy Corporation ... пораст вредности деоница од 100 долара, те да је овај у потпуности опорезован по пореској стопи за капитални добитак. У складу с тим, нека предузећа - инвеститори могу бити склонији исплати текуће дивиденде. Упркос овим изузецима, за већину инвеститора постоји диференцијал садашње вредности пореза на долар дивиденде и долар задржаних зарада.”[471]

Miller i Scholes пак тврде да инвеститори могу да избегну плаћање пореза на дивиденде, будући да овај „порески трк” укључује деоничара који посуђује довољан износ средстава да би ... један долар трошка ка-мате за сваки долар прихода по дивиденди.[472] „Посуђени износ се улаже у вредносни папир једнократним плаћањем кад се остварује одгода плаћања пореза. Трошак камате компензиран је приходом од дивиденде тако да инвеститор тога тренутка не плаћа порез. Капитални добитак на улагање тако понуђених средстава је заклоњен. Уколико се такав капитални добитак одлаже све до смрти, неће ни бити плаћања пореза по капиталном добитку. Тиме тврдња вреди за инвеетитора који тран-сформише дивиденде у одгођени капиталнн добитак.”[473]

Ако претпоставимо да је АБ уложио 20.000 долара у обичне акције Dolce Corporation, које носе принос по дивидендама у износу 8%, онда дотични

---

471 J. C. Van Horne, оп. цит., ст. 345.

472 M. H. Miller i M. S. Sholes, Dividends and Taxes, Journal of Financial Economics, децембар L97S. ст. 333-364.

473 J. C. Van Horne. оп. цит.. ст. 346-347.

господин - улагач прима 1.600 долара у дивиденди. Но, од акције се очекује и годишњи пораст вредности од 6%, као додатак приносу од дивиденди. Тада се господин - улагач одлучује да позајми 40.000 долара по каматној стопи од 12% и да дотичну суму уложи у додатне акције Dolce Corporation како би камату на позајмљена средства искористио као одбитну ставку од пореске основице. Трошак камате успева да „неутра-лише" приход од дивиденди. И све док се деонице не продају свако повећање цена неће бити искоришћено у сврхе плаћања пореза. Порез биће плаћен у „далекој будућности" када се вредносни папир реалнзује. Али. и тада се може „користитп" осигуравајући вредносни папир, као неризични вредносни папир осигурања. Осигуравајуће друштво улаже средства у не-ризичну имовину и, попут вредносних папира пензионих фондова, омо-гућава неопорезована улагања. То пак делује на смањивање пореске при-страсности која иде у прилог задржавања дивидендн. Такав порескн „трик" је допуштен у пореској пракси, који не иде у прилог исплати дивиденди.

3) ПОРЕЗИ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА

Промене структуре капитала утичу на укупну величину корпорацијског колача, који се реже на дуг и трајни капитал. Уз промене струк-туре капитала ... се промене вредновање предузећа и трошак капитала. У том смислу. важан је утицај корпорацијских пореза на вредновање у одсуству пореза на лични приход или комбиновани ефекат корпорацијских пореза и пореза на персонални приход. У светлу корпорацијског пореза предност дуга огледа се кроз чпњеницу да се плаћања на име камата. као трошак, могу изузети из пореске основице пореза на добит. При томе. дивиденде (и задржане приходе) у вези са деоницама корпо-рација не може пзузети из пореске основице иако су плаћања за камате практично довело до тзв. избегавања опорезивања на корпорацијском нивоу. У том смислу, Van Home је претпоставио да су зараде пре камата и пореза 2000 долара за предузе X і Y. н да су предузећа потпуно слична у сваком погледу, осим коришћења финансијске полуге. Пре... X нема дуга, док предузеће Y има 5.000 долара дута уз 12% камате. Посебна стопа износп 40% и за предузеће X и за предузеће Y:

	Прсдузеће X	Предузсће Y
Зарада пре камате и пореза	2.000	2.000
Камата (приход власника дуга)	0	600
Профит прс опорезивања	2.000	1.400
Порез	800	560
Расположиви приходи за деоннчарс	1.200	840
Прпходи власннка увећани за приходе деоннчара	1.200	1.440

Предузеће X. које нема дуг и не користи финансијску полугу, има мањи укупан приход за власнике деоница. Укупан приход и за власнике дуга и за власнике деоница већи је код предузећа Y које користи фи-нансијску

полугу из простог разлога што власници дуга имају плаћања по основу камате без изузећа из пореске основице на корпорацијском нивоу и што су приходи власника деоница дати након плаћених корпо-рацијских пореза. У суштини, влада плаћа „субвенцију" за коришћење дуга, што предузеће Y користи .. финансијску полугу.[474] Инвеститор ша се повећава укупан приход за износ плаћања камата помножених пореском стопом (600 x 0,40 = 240), што представља износ пореског заклона који влада пружа предузећу које користи финансијску полугу. Садашња вредност пореског заклона (Pz) износи:

$$P_2 = \frac{t_c \cdot B}{r} = t_c B$$

где су: t_e - корпорацијска пореска стопа, г - каматна стопа на дуг, В -тржишна вредност дуга.

Порески заклон увећава укупну вредност предузећа, која расте уколико се користи дуг, односно финансијска полуга. И пошто је ризик по-везан са пореским заклоном ризика тока плаћања (240) камата, то је и одговарајућа дисконтна стопа (12%) заправо каматна стопа нба дуг: 240 x 12 = 240 : 0,12 = 2.000 долара. Према томе, вредност предузећа једнака је вредности без задуживања плус вредност пореског заклона: ако је зах-тевани повраћај на трајни капитал предузећа X, које не користи финан-сијску полугу (нема дуг) 16% вредност предузећа би износила 1200 : 0,16 = 7.550 долара; укупна вредност предузећа Y, које користи финансијску полугу (има дуг) износила би 9.500 долара, пошто се закључује вредност пореског заклона. То, пак, значи да што је већи износ дуга већа је и вредност пореског заклона, а тиме већа је и вредност предузећа.[475]

Међутим, у финансијској пракси уштеде на порезу које су повезане са политиком употребе дуга нису сигурне и загарантоване. Низак при-ход, који се пријављује, доводи до смањења пореског заклона због дуга (t_eB). Тада се осећа притисак плаћања за камате, које оптерећују новчане токове предузећа. Предузећа које иде у стечај и ликвидацију губе право на уштеде на порезу, које су повезане са дугом. Исти је случај и са сма-њењем корпорацијске пореске стопе, као и са напуштањем посла. По-рески закон. који је повезан са финансирањем дуга, самим тим, је мање известан. Услед тога, Наггу De Angelo и Ronald W. Masulis уносе концепт рефундираности пореског заклона, који показује да предузећа, осим ка-мата на дуг, имају и друге начине да заклоне приход: изнајмљивање, ино-страни порески заклони, инвестиције у нематеријална добра, употреба опцијских и терминских уговора. Ниске зараде доводе до пада пореске обавезе до нуле. Самим тим, предузеће се налази у немогућности да упо-треби плаћања камата при пореском изузећа. Раст зарада увек не може да рекомпензира сва изузећа од плаћања пореза. А уколико предузеће користе „више дуга", одређена пореска изузећа могу би рефундантна, укључив и пореско изузеће камата. То може да омета једно

[474] Ибидем, ст. 285.

[475] F. Modigliani i M. H. Miller. Corporate Income Tases and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review. juni 1963. st. 433-442.

право на пренос губитака унапред и уназад, као порески губитак прихода државе у виду фискалних стимуланса инвестиција.[476]

Присутност пореза на персонални приход може уклонити корпорацијски порески заклон, који је условљен дугом, осим ако се приходи на деонице опорезују по истој пореској стопи као и лични приход. Да би то и показао Van Home узима исти пример за предузеће X и Y и примењује пореску стопу од 30% на лични приход на .... од дуга и од деоница:[477]

	Прсдузећс X	Предузеће Y
Приход од дуга	0	600
Умањење за порез на лични приход од 30%		1S0
Прнход од дуга умањен за порез	0	420
Прпход расположпв деонпчарима	1.200	840
Умањење за порез на лнчни приход од 30%	360	252
Прнход деоничара после плаћања пореза	840	58S
Прнход власнпка дуга п деоничара после плаћања пореза	840	1.088

Овде се јасно види да пореска предност, која је повезана са дугом, остаје, иако је укупан приход после пореза за власнике дуга и за власнике деоница мањи него раније. Због тога би садашња вредност корпорацпј-ског пореског заклона уз присуство пореза на персонални прнход износила: P2 = [1 - ——, —] B, где cv t_c - корпорацијска пореска стопа, B - тржишна вредност дуга предузећа, t_{ps} - порез на лични приход од обичних деоница, t_{pt}i - пореска стопа на лични приход. која је примењива на приход од дуга. Према томе. корпорацијска пореска вредност дуга остаје иста ако се прнход од дуга и приход од деоница опорезују по истој стопи на личне прпходе (пошто је t_pd = t_{ps}). Ипак. знамо да се приход део-ница састојн и од дивиденди и од капиталног добнтка. Приход од днвнденди у највећој је мери опорезован по истој пореској стопи. као и приход од камата. Капитални добицн се често опорезују по нижој стопи. Чак и када су капитални добици опорезовани по истој сотпи. као и обичан прнход. ипак постоји предност код капиталног добитка. Један разлог је тај што се порез одлаже све док се вредносни папир не прода. За оне који вредносне папире, код којих вредност расте, дају као поклоне из добротворних ра-злога. порез се углавном може избећи. као и у случају када нека особа умре. Због тих разлога, ефективан порез на капиталне добитке, у смислу садашње вредности, мањи је од пореза на приходе од камата и дивиденди, чак и када је федерална пореска стопа иста. За сада претпоставимо да је укупан приход деоница (дивиденде и капитални добитак) опорезован по нижој стопи на лични приход него приход дуга (камате). У тој ситуацији је смањена предност корпорацијског пореза која је условљена коришћењем дуга. Ипак, претпоставимо да је стопа пореза на лични приход, која се при-мењује на приход дуга, t_pd позитивна. У тој

[476] H. De Angelo i R. W. Masulis, Optimal Capital Structure under Corporate and Pcrsonal Taxation, Journal of Financial Economics. март 1980. ст. 3-29.

[477] J. C. Van Horne. оп. цнт,, ст. 288.

ситуацији, предузеће ће требати одлучити о финансирању путем дуга или путем деоница. Уколико се један долар оперативне зараде исплати као камата власницима дуга, предузеће не плаћа корпорацијске порезе на тај износ, с обзиром на то да је камата као трошак изузета од плаћања пореза. Ако је долар оперативне зараде уместо овог и усмерен деоничарима, предузеће плаћа порез на такву зараду по корпорацијској стопи. Ако се предузеће брине само о приходу инвеститора након пореза, тада би се оно финансирало или путем дуга или путем деоница, у зависности од релативних вредности t_{pc}i и t_e. Ако је стопа пореза на лични приход виша од корпорацпјске пореске стопе, тада би предузеће финансирање вршило путем деоница, с обзиром на то да би тада приход инвеститора након плаћања пореза био виши. Ипак, ако је t_{pc}i мања од t_c, финансирање би се вршило путем дуга, јер је приход инвеститора на-кон плаћања пореза у том случају виши. Ако је t_{pd} једнако t_c, тада би финасирање путем деоница или путем дуга представљало одлуку у усло-вима индиференције."[478]

Промене у структури капитала немају никаквог утицаја на укупно вредновање предузећа, вели Merton Miller и тврди, да се у ситуацији тржишне равнотеже ефекти пореза на лични приход и корпорацијског пореза поништавају (под претпоставком да је стопа пореза на лични при-ход од деоница, t_{pc}i, једнак нули).[479] Millera модел претпоставља да у гра-ничној ситуацији стопа пореза на лични приход од дуга, t_{pd}, мора бити једнака корпорацијској пореској стопи, t_c. А када је $t_{pd} = t_c$, тада промене у учешћу дуга у структури капитала не доводе до промена у укупном приходу инвеститора после пореза. Међутим, различити инвеститори имају различите стопе на персонални приход: пензиони фондови су изу-зети од плаћања пореза. а појединци са високим приходима „незасити" су по пореским разредима са високим порескпм стопама. Инвеститор који је изузет од плаћања пореза тежи да инвестира у дуг. Инвеститор који се налази у пореском разреду са високом пореском стопом префе-рира деонице тога предузећа. И. уколико постојп обиље инвеститора. који су изузети од плаћања пореза, предузеће жели да повећа понуду свога дуга. Са повећањем понуде дуга редукује се способност инвести-ционе клијентеле, која је изузета од плаћања пореза и повећана продаја дуга клијентели у вишим пореским разредима. Предузећа, која нуди дуг, престају са његовим емитовањем. у моменту када је гранична пореска стопа клијентеле. која инвестира у тај инструмент, изједначена са кор-порацијском пореском стопом. „У тој тачки каже се да су тржишта дуга и деоница у равнотежи. па појединачно предузеће није у могућности по-већати своју укупну вредност путем повећавања илн смањивања износа дугас у својој структури капитала. Према томе, у тржишној равнотежи. за корпорације се каже да су неспособне повећати своју вредност путем промене њиховог ступња коришћења финансијске полуге".[480]

---

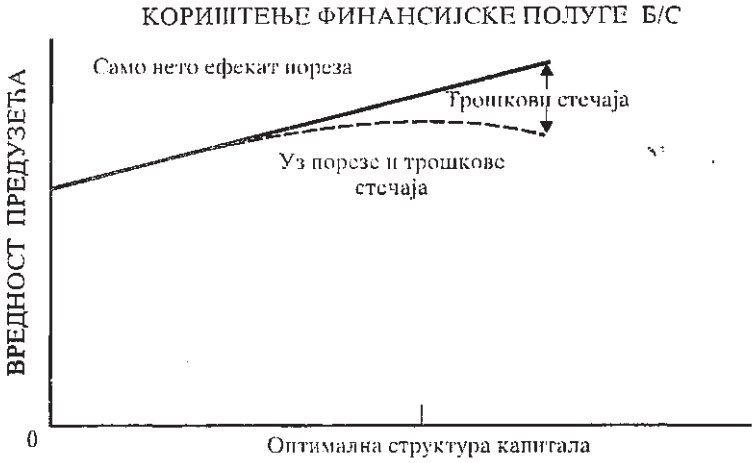
478 Ибмдем.ст. 289-290.

479 M. Miller, Debt and Taxcs. Jorunal of Finance, мај 1977. ст. 266-268.

480 J. C. Van Horne. оп. штт.. ст. 291.

4) ПОРЕЗИ И ТРОШКОВИ СТЕЧАЈА

Предузећа која повећавају коришћење финансијске полуге повећавају симултано и садашњу вредност пореског заклона: Вредност предузећа једнака је Вредности предузећа без коришћења финансијске по-луге плус садашња вредност нето пореског заклона уз дуг. Уколико, пак, дође до трошкова стечаја предузећа, које користи дуг, екстерно ко-ришћење финансијске полуге биће „кажњено" од стране инвеститора.



Уз неизвесност пореског заклона, то доводи до тога да се вредност предузећа повећава по опадајућој стопи. Заједничке есректе пореза и трошкова стечаја Van Home је приказао графички:[481]

Van Home је, заправо, приказао како се линија нето пореског есректа „закривљује" према водоравној оси тако да се све внше користи сринансијска полуга. Трошкови стечаја, при томе. смањују вредност преду-зећа и повећавају неизвесност пореског заклона. „Оптимална структура капитала. по дефиницији, је тачка при којој се максимизира вредност предузећа. Према томе. имамо компензирање између пореских есреката који су повезани са коришћењем финансијске полуге, као и очекиване трошкове стечаја који нису линеарни, а који наступају када се ко-ришћење финансијске полуге наставља након одређене тачке."[482]

[481] Ибидем. ст. 297.
[482] Ибидем. ст. 297.

12. ИНДУСТРИЈСКА ПОЛИТИКА И ДРЖАВНА ПОМОЋ ПРЕДУЗЕЋИМА

Којим и коликим средствима држава помаже предузећа (без обзира да ли се ради о предузећима која су запала у економске потешкоће или о предузећима која форсирају нове инвестиционе пројекте, нове произ-водне програме и нову технологију) јесте круцијално питање за успо-стављање нових односа између индустријске и срискалне (пореске и буџетске) политике. Досадашња уврежена мишљења да државе проједи-них земаља помажу предузећа „лаком и широком руком" у финансијској пракси нису емпиријски верификована, јер издаци из буџета западное-вропских држава не искачу из европских стандарда. Економске „приче" о државној великодушности према „проблематичним" предузећима, сек-торима и гранама преко директних и индиректних помоћи кроз разне формуле (а најчешће преко посебних срондова, пореских олакштша и бенефицираних камата) једноставно више нису тачне из разлога што су тзв. државне помоћи биле све мање током читавих 80-тих година.

Унутар групације земаља ЕЕЗ средства државне помоћи имају различите квантитативне димензије, а нарочито у Италији, Француској, В. Британији и З. Немачкој. Помоћ код инвестирања и технолошке обнове предузећа, као главна водиља политике подршке индустријском сектору и предузетништву, „однела" је 31.500 милр. лира годишње у Италији у периоду 1981-88. год., односно 100 млрд. франака у Француској само у 1988. год. Француску иначе прати фама о јаким дирижистичким скло-ностима, пошто држава заштитнички наступа према индустрији. Кризни сектори, као што су цена металургија, бродоградња и рудници угља, могу још увек да рачунају на државну потпору. Заокрет је ипак видљив на почетку 90-тих година у којима се мање-више успешно повлачи граница између подстицања развоја и тзв. пуког интервенционизма. Државна по-моћ се све више оријентише ка иновацијама, истраживањима и регио-налном развоју са наглашеном социјалном димензијом по основу решења проблема незапослености и помоћи малим и средњим предузећима.

У З. Немачкој искуство Маршалове помоћи Фонда за субвенцио-нисано кредитирање није бачено у заборав, иако институцноналзована подршка предузећима и секторима официјелно не егзистира. Но, и поред тога, дотични Фонд данас располаже са финансијским потенцијалом од преко 9,5 млрд. марака за помоћ од око 20.000 предузећа годишње. По-моћ фактички добијају предузећа која могу да пруже „јаке" гаранције о „нерасипању" средстава по ригорозним мерилима банке. Савезне државе имају главну улогу у политици подршке индустрији; а управљају се аутономним фондовима од око 17 млрд. марака. Најављено уједињење З. Немачке са И. Немачком или како Немци воле да кажу: операција уједињења са источним делом Немачке

- избрисаће традиционално не-склоност институционалној интервенцији у привреди савезне државе.

У В. Британији политика „растерећења”. коју ужива привреда од 1984. год., реанимовала је инвестирање. које је допуњено механизмима индустријске политике усмерене у правцу подизања технолошке конкурентности. Смањени порези предузећима и компанијама са интервенци-јама у мање развијеним законима кроз пореске олакшице, диверсифи-ковану регионалну политику, директну подршку предузећима, буџетску помоћ за научна и технолошка истраживања, н посебно пореске олакшице за операције куповине малих предузећа допринели су стиму-лацији активности „вентуре” капитала. У спрези између индустријске и фискалне политике тежи се ипак приказивању редукујуће форме интер-венционизма у складу са дерегулацијом.

Но, са приближавањем 1992. год. бројни институционални механизми државне помоћи мораће да доживе и претрпе значајне промене, пошто се унутар ЕЕЗ већ инсистира на доношењу новог кодекса по-нашања. „Кодексом понашања” дефинисали би се заједнички елементи државне помоћи предузећима, секторима и гранама. На јединствени начин регулисала би се питања: каква је помоћ дозвољена, колика је помоћ могућа, каква је правна природа субвенционих фондова, колико је државно учешће и који су циљеви развоја који оправдавају употребу јавних средстава. У том склопу, свака земља ЕЕЗ треба да зна колико може да интервенише у својој привреди, а да се не повреде правила Заједнице и не наруше правила слободног европског тржишта од 1. I 1993. год.

Савремени државни интервенционизам у форми тзв. monitoring eco-nomy (Siegel) импликује комплементаран одговор јавног сектора на пре-дузете привредне акције приватног сектора у виду подржавања развоја пропулзивних сектора, подстицаја техничко-технолошког прогреса, финансирања инфраструктуре, срискалних бенесриција. субвенционисања, итд. У том контексту, савремене државе посебну економску пажњу по-свећују развоју недовољно развијеним подручјима ради хармонизовања глобалног, структурног, секторског, регионалног, интеррегионалног, су-брегионалног и локалног развоја.[483] За убрзавање развоја неразвијених подручја у развијеним индустријским земљама користе се бројни меха-низми; субвенције, дотације, одобравање зајмова са нижом каматном сто-пом, фискалне погодности и бенефиције, продаја земљишта и зграда на неразвијеним подручјима по повољним ценама за потребе индустрије, давање повластица индустрији при куповини десрицитарних сировина. одређивање повлашћених тарифа за јавне услуге, обавезе државних пре-дузећа да инвестирају у неразвијена подручја, административне забране за нове инвестиције у високоразвијеним и урбано

[483] Др С. Благојевић, Рсгноналне диспропорцијеразвоја н политике н.иховогусклађнпањау оквиру Европске економскезајсднице. Финансије 11-12/75. стр. 662-667: Др Ж. Јашић. Буџет и привредни развој, Народне новпне п Еконо.мскп инстнтут. Загреб. 1980. год. стр. 120-133; K. W. Ro.Kamp, Fiscal PoПcy and effcсts of Govcrnmcnt Purchases; A Input - Output Analysis, Public Finance 1/69 стр. 33-48; R. Musgrave. Theorics of Fiscal Federalizm. Public Finance 4/69. стр. 521-537. и S. Bewamin, The Interregionallnput-Output Model and Interregional PublicFinance. Putilic Finance4/69. стр. 618-624.

пренасељеннм регио-нима, давање државних субвенција у разним видовима (премије при на-бавци инвестиционе опреме, премије за запошљавање нових радника. учешће у издацима за истраживачки рад.).

Субвенције. У Италији се дају субвенције прп формирању производних капацитета у мање развпјеним регионима за занатство и мала индустријска предузећа 35-50% укупних инвестиција, за средња предузећа 15-30% и за велнка предузећа 7-12%. Свим предузећима ова субвенција се повећава за нових 10% за издатке за машине и опрему произведену на југу и за издатке за набавку инсталацпја н опреме за спречава-ње загађивања. У Француској егзистирају премије за регионални развој од 12-15% од извршенпх инвестиционих улагања, за надокнаду трошкова за пресељавање предузећа из париске области и до 60% трошкова. за надокнаду трошкова, за формирање стручњака, сеобу и смештај радни-ка, за помоћ локалним органима при куповнни или уређењу земљишта до 25% вредности инвестиција и за куповпну, изградњу и опремање ин-дустријских грађевина. У 3. Немачкој јавно финансирање везано је за формирање или проширивање индустријскнх предузећа од 10-25% вред-ности инвестиција. У Холандији субвенције се дају у износу од 25% вред-ности инвестиција у нове капацитете и 15% за експанзију постојећих ка-пацитета. У Данској субвенције се крећу и до 25% вредности инвестиција. У Белгији субвенције се додељују у случају када се инвестиције сринан-сирају из сопствених средстава и то у висини бонификације камате која се даје у случајевима финансирања путем кредита. Бонификације камате или субвенције у капиталу могу бити замењене „премијама за запошљавање" за период од пет година. У В. Британији дају се субвенције за набавку нове инвестиционе опреме у износу до 22% и премије за свако додатно запошљавање. У Ирској субвенције износе до 40% вредности инвестиција у одређеним и до 25% у осталим недовољно развијеним подручјима. За модернизацију и реконструкцију постојећих капацитета субвенције износе и до 35%, односно до 25% док се за научно-цстраживачки рад субвенције крећу и до 50%. У Луксембургу субвенције се дају једино ако се пројект сринансира из средстава која нису зајмови и то највише до 15% од вредности инвестиција. Коначно, у Шведској влада стимулише запошљавање у неразвијеним подручјима путем премија, које се дају сва-ком појединцу који се сели из тзв. центра развоја, и путем повластица у саобраћају.[484]

Дотације. У Италији егзистирају дотације у износу од висине трошкова градње објеката, дотације у износу од 10% за набављену опре-му и уређаје у развијеним подручјима, 20% за набављену опрему у не-развијеним подручјима. У 3. Немачкој из Фонда за регионалне развојне програме у индустрији и туризму дају се дотације у износу од 15% ин-вестиција. односно до 25% за смањење инвестиционих трошкова у гра-ничним подручјима.[485] У Француској средства за сринансирање развоја неразвијених подручја потичу из Фонда за уређење територија (Фонд d'Intervention pour ГAmenagement du Territoire), фонда за економски и со-цијални развој (Fond du Developpement Economique

[484] Укупна средства за финансирање неразвијених подручја износе око 5% расхода централног буџета пли 1.5% друштвеног производа.

[485] Издавања у ове сврхе износе 0.2% од свеукупног буџета и 0,4% од федералног буџета.

et Social) и локалног Фонда за регионални развој (Societes de Developpement Regional) у виду дотација, субвенција и повољних зајмова. У В. Британији се одобрава посебна дотација за изградњу појединих објеката ради повећавања за-послености. дотација за расходе у вези са пресељењем предузећа и радника у неразвијена подручја, и за образовање кадрова и преквалисрика-цију радника. дотација за изградњу објеката, посебне наменске дотације іі до 85% трошкова чишћења запуштених и загађених подручја. посебне дотације до 30% трошкова за побољшање инсррраструктуре н дотације до 30% трошкова надница у новооснованим предузећима.[486]

Бонификације камата. Бонификације камата користе се у Белгији, Луксембургу и Италији. У Белгији, предузећа која инвестирају у зонама развоја добијају бонификацију на зајмове, кредите и облигације. У Луксембургу, бонификација се одобрава на зајмове за сринансирање инве-стиција за индустријске уређаје, зграде, истраживачки рад и кадрове. У Италији бонификације камате добијају индустријска предузећа лоцирана на југу по основу инвестирања у нове капацитете и модернизацију и ре-конструкцију постојећих инсталација у износу од 30-50%. У Холандији бонификација камате износи 3% у току 15 година. У З. Немачкој дају се кредити под повољнијим условима на 50% расхода за инвестиције.

Фискалне бенефиције. У Италији се одобрава смањење пореза на део добити који се реинвестира на југу. Олакшице се односе и на порез на грађевински материјал, порез на куповину и преносе земљишта и зграда, порез на електричну енерпну и таксе за регистрациЈу нових компанија. У Белгији егзистира ослобођење од локалног пореза на радну снагу и инсталисану моторну снагу, пореза за регистровање компанија и пореза на некретнине, као и смањење пореза на профит који се реинвестира. У Француској постоје олакшице код пореза на земљиште и на реинвестирану добит, и ослобођење од пореза на патенте и порезе на наслеђе. У свим земљама чланицама ЕЕЗ егзистира убрзана амортизација. У Италији постоји чак двострука амортизација у току три буџетске године, док у Француској егзистира „изузетак" амортизације до 25% од трошкова изградње. У В. Британији почетни отписи дозвољени су до 40% износа вредности инвестиција, док инвестиције у најнеразвијенијим регионима уживају повластице убрзаног отписа у пуном износу. Држава даје посебне, специјалне повластице у виду бесплатног изнајмљивања фабрика или ставља на располагање новосаграђену фабрику уз повлашћени закуп.

Јавне помоћи. У З. Немачкој се из јавних фондова додељују помоћи и субвенције између 10% и 25% у зависности од идентификованих полова развоја. У Данској премије за инвестиције крећу се до 25%. У З. Не-мачкој јавне помоћи дају се у виду зајмова малим и средњим преду-зећима, бенефицираних зајмова прерађивачкој индустрији. инвестиција и инфраструктури и посебних давања из фондова социјалног осигурања. У В. Британији средства локалних

[486] Издавања средстава за финансирање развоЈа неразвијених подручЈа износе преко 1% од укупнпх јавиих расхода или 0,48% друштвеног бруто производа.

органа власти су извор јавне помоћи индустрији у неразвијеним регионима. док држава даје приоритет набав-кама из буџета из неразвијених подручја.

Партицнпације државе н локалитета. Поред директних стимулиса-ња инвестиција, постоје и партиципације државе или локалитета у пре-дузећима на неразвијеним подручјима. У Француској ово учешће државе креће се до 35% капитала предузећа. Италија је чак основала и специ-јални организам - Финансијско друштво југа, који партиципира у капи-талу предузећа. При томе. и Casa per il Mezzogiorno одобрава субвенције и до 50% ангажованих средстава за изградњу индустријских анекса и то оним предузећнма у рејонима југа за изградњу капацитета транспорта и лука, и уређење земљишта и сл. У В. Британији[487] држава учествује у трошковима градње нових индустријских капацитета и при набавци нове инвестиционе опреме. Учешће у трошковима изградње. куповине и адаптације индустријских грађевина износи до 20%. а учешће у трошко-вима премештања капацитета и до 80%.[488]

Према томе. шаролик је ниво помоћи развоју - од субвенције аутобуским предузећнма која држе линије за неразвијене крајеве (Нор-вешка) до крупних државннх интервенција у гранама и регионима које треба помагати (Шведска). У Шведској су предузећа овлашћена да могу издвајати до 40% профита пре опорезивања у инвестициони фонд за ко-ришћење у зони за „специјалну помоћ". У Шпанији се помаже зонама које имају потенцијалне могућности развоја. У З. Немачкој постоје по-дручја са посебним статусом и економским субвенцијама за развој (покрајине). У Финској постоји чак сронд. као акционарско друштво, у коме држава има највећи број обвезница.)[489] С друге стране, државе дају по-годности за пресељавање и подизање нових срабрика у провинцији (Француска, Енглеска и Грчка), и смањење концентрисаности привреде и становништва око главних градова (Белгија, Данска и Швајцарска). Олакшицама и субвенцијама поједине земље усмеравају швдустрију у мање развијена подручја (Холандија и Пољска).[490] Стимулисањем капитала да се креће ка мање развијеним крајевима и давање гаранције на зајмове и повољне каматне стопе (САД, Канада и Аустрија) обезбеђују се допунска средства за развој неразвијених подручја. Коначно, у Италији 1950. год. формиран Фонд за развој Југа. І сразі сронд је стимулисао изградњу ин-сррраструктуре. Друга сраза је подразумевала велике захвате у пољопривре-ди, јер се на основу почетних резултата дошло до закључка

---

487 У В. Британији су својевремено допсти Закон о регпоналном распореду ипдустрије. Закон о локалпом Јапошљавању и Закон о фппаиснрању. којп су пиовпрани у току 1У72. п 1У75. год.

488 У оквпру ЕЕЗ је у 1975. год. пнстптуциопалпЈован заједнички Фопд за регионалпи развој. Фопд се алиментнра средствпма из буџета ЕЕЗ по утврђеном проценту у оквиру партпцнпацније (доирипоса) земаља-чланпца Европске еконо.мске заједнице.

489 У ЕЕЗ егзистира и посебан фонд за помоћ развоју Ирске п Јужне Италије. Но, капптал иде тамо где је највећ аразлпка пзмеђу његовог приноса и оптерећења, јер различитп системи опорезивања праве сметње интегрисању. Из буиета ЕЕЗ (18 млрд. УСД) око 5% одлази на регионалне издатке (75% на ЗПП, 6% на администрацију и 5% иа социјалне издатке). Регноналнн диспаритети. међутим, у ЕЕЗ и даље износе 6:1 између најразвијеног Хамбурга п најиеразвијеније Калабрије, (А. М. El-Agraa (Red.). The Economics of the European Communitj'. Philip Allon, Oxford, 1980.

490 У СССР се државним планом и државним буџетом подстиче развој недовољно развијених република, области и округа бесповратнпм инвестицијама из државног буџета. буџетским дотацијама и бенефицираним банкарским кредитима.

да индустрија не може да се накалеми на економски некултивисано тле без радних навика и производњом срундиране потрошње. У Ш сразі је дошло доо интензив-нијег подизања и пресељавања срабрика уз обилату помоћ фонда који под-стиче развој мале и средње привреде, стимулише пресељавање дирекција предузећа, развојних центара и пројектних организација са Севера. Пре-дузећа су ослобођена социјалних доприноса за запослене и пореза, и при-мају кредите под повољнијим условима. Међу стимулансе за повећање сло-бодног нивоа тражње, производње и запослености посебно су значајие го-товинске дотације за куповину основног капитала, проширење и реакти-вирање постојећих средстава. запошљавање младих и обуку кадрова. снижење локалних пореза. субвенционирање зајмова и др.

Јапан је 1950. год. донео основни закон о уређивању националне тери-торије. а 1962. год. и национални план развоја. Поред тога, формирана је банка за развој (са задатком да кредитира предузећа у неразвијеним по-дручјима по повољнијим условима) и основано је друштво за регионални развој које планира јавне инвестиције и оријентационе мере ради отклањања концентрације и подстицања дисперзије индустрије, оснивања истраживачких установа и високих школа у сеоским регионима. Субвенције централне владе регионалним јединицама за унапређење инфраструктуре, стимуланси власни-цима фабрика за додајно і-швестирање у неразвијена подручја и друге под-стицајне мере доприносе свеукупном регионалном развоју.

У 3. Немачкој је 1958. год. усвојен програм политике регионалног развоја, а 1972. год. и план Заједнице за побољшање регионалне при-вредне структуре, као организације савезне и покрајинских влада, које је сринансирају у пропорцији 50:50%. Тзв. програм „привредног раста" (депресираних региона субвенционисањем инвестиција, бесповратним средствима за развој инфраструктуре и јавних служби), „стабилизације" (елиминисање декоњунктуре и структурних дебаланса у неразвијеним подручјима) и „изједначавања" или „правичности" (смањење међурегио-налних разлика у могућностима грађана за стицање дохотка и ко-ришћење јавне инфраструктуре) инкорпорише: субвенционисање инве-стиција, бесповратне инвестиције, ослобођење предузећа за период од 10 година од плаћања пореза субвенционисање отварања нових радних места, субвенције за развој истраживачких лабораторија, субвенције за изградњу туриситчких објеката, гаранција за малу привреду, бенефици-ране камате, транспортне рефакције, субвенција за дислокацију инду-стрије из великих градова, бенефиције за развој пољопривреде, енерге-тике, образовања и заштите човекове средине. Фондови за регионални развој институционализовани су у свакој покрајини, а средства се обез-беђују и од Европске економске заједнице.[491]

Шведска је 1964. год. дефинисала политику подстицања регионал-ног развоја, која англобира: дислоцирање постојећих предузећа и суб-венције за отварање нових предузећа, дислоцирање државних институ-ција и јавних служби, директне и индиректне 1штервенције државе. „израв-нање пореског оптерећења" (ради изједначавање комуналне и јавне ин-фраструктуре

[491] Опширније види: R. Muzellec. Finances publiques, Sirey. Paris, 1982.

неразвијених подручја са националним просеком). субвен-ционисање инвестиционих напора и пословних ризика послодаваца који от-варају или преносе своја предузећа у неразвијене регије, субвенционисање отварања нових радних места за одређене инвестиције (уколико су у складу са програмом производње регионалног развоја и упошљавања договореног броја радника). регионални кредити под повлашћеним условима и са га-ранцијом фондова, премије за увођење нових производа. субвенције за образовање радника, рефакције транспортних трошкова, субвенције теле-комуникационих тарифа. дотације за развој јавних служби итд. При сваком срезу формиран је фонд за регионални развој.[492]

У Ирској се посебно практикују дотацње за инвестиције малим индустријским предузећима, дотације за модернизацију и реадаптацију опреме. субвенционисање закупа непокретности за пољопривредна и индустријска предузећа. зајмови по ниској камати и пружање бесплатних услуга. У Бразилу су карактеристична ослобађања од пореза на доходак. пореза на фабрике и машине купљене ради оснивања предузећа у неразвијеним регионима и царина на увоз, одређења пореских ослобађања за инвестиционе пројекте преко државних регионалних агенција за развој. Коначно у Малезији егзистирају дугорочна ослобађања од пореза на доходак за предузећа која своје операције лоцирају на одређеним развојним регионима, за инвестирање у основни капитал и за запошљавање додатног рада.

У политици редуковања диспаритета у регионалном развоју савремених земаља користе се бројне мере и инструменти: контрола локације привредне активности н производних капацитета, обезбеђење друштвено-економске инфраструктуре, комплексно регионално планнрање, девизне и увозне дозволе, буџетске дотације, развојни фоидови и фискални стимуланси. У том контексту, регионални фискални стимуланси, као што су порески стимуланси на производњу, порески стимуланси на профите. порески стимуланси у сфери потрошње и остали стимуланси, од посебног су друштвено-економског значаја.

Порески стпмуланси на производњу укључују различите степене изузимања од пореза на производњу (као што су порез на продаје, порез на промет н порез на додајну вредност) и од пореза на доходак или про-фпта предузећа (уколико се привлаче инвестициона улатања из ино-странства). Норески стимулаиси на инвестициона улагања односе се на куповине роба и услуга, модернизацију основних средстава. запошљава-ње. научна истраживања, технологију и др. Као стимуланси се обично користе више стопе амортизације, иницијалних отписа. порески кредит, олакшице и ослобађања од пореза иа доходак и лични доходак и изузећа од плаћања пореза на промет. царина. пореза на имовину и таксу за регистрацнју. Стимуланси у сфери потрошње англобирају плаћање од стране државе предузећима у проценту од цене коштања основног ка-питала, од фонда за исплату најамнина, од издатака на обуку. од издатака за истраживања и од издатака за премештање

[492] Упореди: L. J. Votlicoff, Taxation and Saving, Journal of EconomicLiteralure. Vol. 22.1984. st. 1576-1629.

објеката из развијених подручја. Најзад, остали стимуланси обухватају разне субвенционисане ставке (камате на зајмове, комуналне и транспортне услуге. закупннне. грађевинска земљишта н сл.).

У финансијској политици и пракси савремених земаља, према томе. ег-зистирају бројни фискални стимуланси који делују у правцу сужавања регионалннх разлика у достнгнутом степену развоја материјалних производних снага. У политици сужавања прнвредног јаза између географских подручја користе се бројни фискалнн стимуланси као што су: порескп стимуланси за пропзводњу. порески стимуланси за потрошњу, фискални стимуланси за запосленост. фискални стимуланси за профпте. фискални стимуланснзаннвестпције. субвенционпсани зајмови, јавне гаранције, слободне трговинске и царинске зоне. царинске повластпце, бенефицирана камата. бесповратно финансирање пнфраструктуре. повлашћене тарифе. увозне дозволе, приоритетно задужнвање у иностранству. повлашћена транспортна тарифа. бенефициранп закуп земљишта. бенефициране цене за јавне испоруке.

Порески стимуланси на улагања у капитал корнсте се у Аргентини. Аустрији. Белгији. Данској, Финској, Француској, Грчкој, Холандији, Индонезији. Италији. Јапану, Канади, Ирској. Кенији, Луксембургу, Мексику, З. Немачкој, Португалији. Сингапуру. САД. Шпанији, Швајцарској. Шведској, Финској, В. Британији, Гвинеји, Малезији, Ирану. Филипини-ма. Боцвани, Боливији. Порески стимулансп на профите употребљавају се у Бразилу. Индији, Чилеу, Грчкој, Хондурасу. Индонезпји, Израелу, Италији, Кинп, Колу.мбији. Мароку. Нигерији, Пакистану, Парагвају. Перуу, Шри Ланки, Тајланду и Венецуелп. Порески стимуланси на произ-водњу користе се у Индонезији, Кини, З. Немачкој, Грчкој, Шпанији. Тајланду, Шри Ланки, Уругвају и Филипинима. Порески стимуланси на улагања у рад употребљавају се у Мексику и Израелу. Слободне трго-винске зоне практикују се у Бразилу, Филипинима, Шри Ланки, Панами, Кини, Ј. Африци И парагвају. Стимуланси у сфери потрошње користе се у Белгији, Данској. Финској, Француској. Грчкој, Холандији, Ирској, Италији, Канади. Шпанији и Шведској. Остали стимуланси (субвенцио-нисани зајмови. субвенционисани закуп земљишта за индустријска пре-дузећа, обезбеђење основне индустријске инфраструктуре. преференцијалне тарифе за комуналне услуге, преференцијалне цене по уговорнма за испоруке држави, државне гаранције на зајмове предузећима, тех-ничка помоћ државних установа за израду пројеката и обуку надзора, ослобађање од увозних царина на опрему, делимичан повраћај царина, преференцијално третирање страних партнера у заједничким улагањима, селективни кредити, бенефицирано иностранo позајмљивање, изузећа од пореза на пољопривреду у хендикепираним подручјима и ослобађања од пореза на профит у корист индустријских и трговинских предузећа у пограничним подручјима) употребљавају се у Аустрији, Белгији, Бразилу, Данској, Филипинима, Француској, Финској, Грчкој, Ирској, Италији, Јапану, Југославији, Мароку, Перуу, Шпанији, Шведској, Танзанији, Уругвају, Еквадору, Индонезији, ГватемалњКолумбији, Шри Ланки и Тајланду.[493]

[493] J. N. Wolfc (ypefl.),CostBenefitandCost Effectiveness: Studies and Analvsis, G. Allen and Urwin. London. 1973: N. W. Richardson, Regional Economics: A Reoder. St. Martin's Press. N. York, 1970;

У целини посматрано, нагласак на стимулисање додајног инвестирања у основна средства, испоруке роба и вршење услуга потребних држави и осталих фискалних и ванфискалних стимуланса у политици редукције регионалних диспаритета одсликава усредсређивање више на понуду него на тражњу. Међутим, која је цена коштања стимуланса за национални фискус и који су алтернативни методи, који, уз дату цену коштања стимуланса. одбацују максималне користи за регионалну привреду и национални фискус давањем еквивалентних стимуланса су питања која су и даље остала без децидираних научних одговора. Стандардном анализом упоређења цене коштања стимуланса датих из фискалних и буџетских средстава и користи од алоцираних стимуланса преко производње. запослености, дохотка и по-реза може се дефинисати рационална одлука о величини стимуланса са становишта ефикасности сужавања регионалних диспаритета и ефикасно-сти алоцираних ресурса. У том контексту, креатори развојне политике тре-ба да осигурају да при сваком датом буџетском издатку по основу фискал-них стимуланса створе додајне приходе за национални фискус на доходак. лични доходак. потрошњу, приход и имовину.

У току 1983-1984. године у ЕЕЗ водиле су се дискусије о реформи регионалне политике развоја и Фонда за регионални развој, који је образован 1975. год. као инструмент који додатним финансирањем утиче на смањивање разлика унутар националних привреда земаља чланица, на приоритетан развој региона који су на најнижем ступњу развоја и на координацију националних регионалних политика. Политика подстицаја регионалног развоја посредством Фонда алиментирала се из четири извора: (1) Зајмови са бенефицираним каматама који су одобравани од стране Европске инвестиционе банке и Заједнице за угаљ и челик, (2) помоћ из Аграрног фонда, (3) додатно финансирање из Социјалног фонда и (4) сред-ства Фонда за регионални развој. У периоду 1975-83. год., посредством Фонда пласирано је 9.175 мил. ECU-а (европска обрачунска јединица) за активирање инвестиција у којима средства фонда партицшшрају са 13-17%.

У досадашњем периоду функционисања Фонда избијали су спорови у вези са питањем ко и колико доприноси. и ко и колико добија средства. првенствено из разлога што је Фонд финансирао трошкове буџета зе-маља намењених регионалном развоју и што су дотације фонда пред-стављале својеврсну субвенцију буџетима земаља чланица ЕЕZ. Услед тога. у реформулисаиој стратегији Фонда средства се распоређују у две категорије: (1) средства која се дају земљама чланицама у границама фискалних квота и која се распоређују по кључу за сринансирање на-ционалних програма регионалног развоја, и (2) средства која служе за финансирање заједничких пројеката. На тај начин, Фсшд није само ин-струмент прикупљања и расподеле средстава већ и одлучује о ко-ришћењу средстава и координира националне политике регионалног развоја са политиком ЕЕZ како би се временом дошло до јединствене. заједничке политике регионалног развоја.

The Role of Fiscal Incentives in Reducing Regional Imbalances: Some Comparisons. Birsla Institute. of Scientific Reserch, New Delhi. 1978; G. Kopits, Intcrnacional Comparison of Tax Dcpresiation Practices, SAD 1975: Z. Sh. Sha, Japanes Ta.xes, 1979-1980. Tokio, 1981. и J. P. Моди, Сужавање разлика у привредној развијепости појсдшших региона помоћу фнскалних стнмуланса, Финансње 7-8/82. и Finance and Development 1982.

13. ОПОРЕЗИВАЊЕ ПРОФИТА КОРПОРАЦИЈА

У компаративним фискалним системима земаља OECD примењују се два посебна модела опорезивања добнти, и то: (а) порез на пндиви-дуални доходак (l'impot sur le revenu des perssones physiques, Persona] incom tax, Einkommensteuer) н (б) порез на добит (просрит корпорација) преду-зећа (l'impot sur les benefices des sociates, Corporate income tax, Korperscaft-steuer). Порезом на инднвидуални доходак захвата се добит свих преду-зећа (која не плаћају порез на добпт корпорацпја. радњи и других при-вредних и професионалних лукративних активностп). физичких лица (иидивидуалних. породичних, ортачких); док се порезом на добит кор-порација захвата добит привредних организација са статусом правног ди-ца. која су организована у форми корпорација, компаниоја, друштава на бази акционарског капнтала, и добит државних. јавних предузећа. која. као лукративне организације јавног сектора, послују по прииципу про-фита, Овај вид опорезивања пратп - у појединим земљама - и посебан порез на добитке од капитала - capital gainst tax: пораст вредности разних облика имовине, приходи од продаје. приходи од располагања хартијама од вредности. камате на капитал. ренте н др.

Корпорација. као правни ентитет или фирма, јесте порески обвез-ник пореза на добит. Акционари, као сопственици капитала, нису поре-ски обвезници. Пореску основицу репрезентује добит, која „представља остатак који се добије када се од бруто прихода одбију трошкови везани за његово остварење.[494] И управо за сам процес евалуације и утврђивање добити. као пореске основице, везан је читав ннз питања: начин обрачуна залиха, утврђивање стопа амортизације, признавање камата на ко-ришћена туђа средства (кредити), примена убрзане амортизације и под-стицаја инвестиција, обухват пореских дедукција и олакшица, и срискал-ни третман пословних губитака и отписа дубиоза и сриктива. која се ра-зличито практично решавају. идући од земље до земље.

Опорезивање добити корпорација у правилу се спроводи по про-порционалном моделу фискалног захвата. У готово свим земљама OECD пореске стопе су пропорционалне и варирају између 40% и 60% (Данска 40%, Јапан 43%, САД 46%, Холандија 48%, Француска 50%, В. Британија 52%, З. Немачка 56%) током 70-тих година, односно између 30 и 40% (САД 34%, В. Британија 35% и Јапан 37,5%) током 80-тих година (када су практично окончане започете фискалне реформе).[495]

Опорезивање профита компанија, поред изнетих контроверзних питања, отвара и „проблем двоструког опорезивања оног дела добити који се

---

494 Др К. Богоев. Опорезиваше добити у саврсмешш фиекалним системнма. Зборник радова. „Опорсзивање добити предузећа". Инстптут за јавне фннаисије. Загреб. 1990. ст. 10.

495 L. Mcni i D. Beltrame, Science et technique fiscale, P. U. Г. Paris. 1984. st. 271-274 i M. Caulex. Recent trcnds in companv taxation. u IIDF. ..Chaneine revenue slructure". Wayne state University Press. Dctroit. 1989. ст. 103-113.

распо-ређује акционарима у виду дгаиденди", пошто исплаћене диввденде из „опо-резованог профита постају предмет поновног опорезивања" посредством пер-соналног пореза на доходак („јер дивиденде представљају приход акционара и улазе као део његовог индивидуалног укупног дохотка".[496] Фискални третман дивиденди - пошто долази у колизију са принцгшом правичности опорезивања (неједнак третман нераспоређеног и распоређеног профита) и са пргциципом о недопустивости двоструког опорезивања истог извора („поп bis in idem") - у пракси поједшшз земаља разлшшто је решен: (а) у једнима се на нивоу кор-порације опорезује само део профита који се не дистрибуира акцпонарима већ се задржава у корпорацији било у виду уношења у фондове било у виду по-већања капитала корпорације и (б) у другим се пак примењује тзв. систем і-шшутације - интегрисање обрачуна пореза уз одобравање когЈпораитгјама „ло-реских кредита" по основу пореза на исплаћене дивиденде.[497]

Опорезивање добити физичких и правних лица у пракси тржишних привреда заузима важно место у економској политици. будући да еко-номски ефекти опорезивања профита корпорација (или предузећа) имају вишеструки значај: протежу се на „профитабилност улагања и нето по-словни резултат, на правце, структуру и варијанте инвестирања. на фор-му организација привредних активности. на увоз и извоз капитала, на промет хартија од вредности и избор њиховог облика и др."[498]

СТОПЕ ОПОРЕЗИВАЊА ПРЕДУЗЕЋА У ЗЕМЉАМА ЕЕZ у %

Врсте стопа	Националне стопе	Порсз у 1990. год.	Локалне стопе	Стопе на вишак вредности
Француска'	37	42	-	19.5
3. Немачка"	50	36	11-20	-
В. Британнја	35	-	-	-
Холандија	35	-	-	-
Шпанија	35	-	-	-
Ирска	43	-	-	30-60
Белгија	43	-	-	21
Луксембург	34	-	10	-
Данска	35	-	-	-
Италија	36	-	16	2
Португал	36.5	-	-	
Грчка	46	-	-	30

Извор: L'impot sur les sociates dans les pays de la CEE, Problemes economiques. N. 2164, од 28. фебруара 1990. год.. ст. 23.

1) У Француској и 3. Немачкој, првом стопом се опорезује реинвестирана добит. док се другом стопом опорезује дистрибуирани профит акционарима.

496 Др К. Богоев, оп. цит.. ст. 11.
497 M. Diverger, Elements dew fascalite, P. U. F.. Paris. 1976. ст. 216-217.
498 Др К. Богоев, оп. цит., ст. 15.

[2)] У Француској и З. Немачкој, првом стопом се опорезује реинвестирана добит, док се другом стопом опорезују дистрибуирани профит акционарима.

РЕАЛНИ ТЕРЕТ ПОРЕЗА НА ДОБИТ У %

	Порез на добнт - бруто штедња пореза	Нормална порес. стопа
Француска	17.1	45
З. Немачка	17.45	36 н 56
В. Брнтанпја	24.7	35
Холандија	21.4	42
Шпанија	11.0	35

Извор: Ca Bernard. Les entreprises l'rancises payeni-clles irop d'impoi? Science et vie economie magazine. N. 56.. децембар 1989.

Стога је овај фискалитет често предмет критичких оцена са становишта висине пореских захватања профита корпорација и физичких лица. Јер. високе маргиналне и просечне пореске стопе делују дестимулатнвно на формирање акумулације и на интерес за реинвестирање, и на подстицање евазије. Актуелне пореске реформе деловале су на линији редуковања пореског интервенционизма и реафирмисања политике неутралности пореза. У пракси се јавила и критика широке примене пореских олакшица, субвенција, бенефиција и подстицаја, који уносе дисторзију и дискриминације, нарочито између капиталноинтензивних и рад-ноинтензивних грана у привреди, и развијених и неразвијених региона. У пракси појединих земаља OECD се, стога, прилази политици укидања или редуковања фискалних олакшица и ослобођења с циљем да се смањи утицај пореског фактора на доношење инвестиционих одлука и укидања економских дисторзија фискалног порекла у духу генералног ослонца на тржишне снаге[499] (из разлога што преференцијални третман појединих пореских обвезника налази дискриминацију других обвезника). Тиме се постиже проширивање пореске базе упоредо са повећањем нивоа по-реског рандмана и неутралности и правичности опорезивања.

Пракса је, надаље, указала да је, са аспекта међународног опорезивања профита компанија и добити од капитала, важно питање асиме-трије пореских јурисдикција, које индикују разлике у ефективном фи-скалном оптерећењу са негативним импликацијама на токове међуна-родног кретања капитала и међународног финансирања. „У науци и пракси је, с тим у вези, познат феномен „пореских пристаништа" (tax lavens) - подручја са ниским порезима - која својим пореским привиле-гијама привлаче „пореску клијентелу" из иностранства, пружајући им предности у међународној конкуренцији".[500] Интернационализације и глобализација финансијских тржишта, генерална либерализација, кре-тања капитала, диверсификација међународног кредитирања, иновација финансијских инструмената, утицали

[499] Ибидем, ст. 17.
[500] Др К. Богоев, оп. цит., ст. lfi.

су, исто тако, и на актуелизацију опорезивања прихода од портфеља хартија од вредности и камата на зајмове измеђународних банкарских и финансијских активности. Ко-нално, у вези издавања опорезивања добити корпорација из пореза на укупан доходак физичких илца у посебан порез, отворен је теоријски спор између тзв. интеграциониста и тзв. апсолутиста. „Први се залажу за интегрисање профита корпорација с осталим приходима из пореске основице акционара, и тиме за опорезивање добити персоналним поре-зом на укупни доходак сваког акционара. Апсолутисти. пак. сматрају да опорезивање профита треба спроводити апсолутним, тј. посебним поре-зом на укупни доходак сваког акционара. Апсолутисти, пак, сматрају да опорезивање профита треба спроводити апсолутним. тј. посебним поре-зом на профит корпорације, јер се пословање корпорација и њени по-словни резултати не могу приписивати нити везивати за стање и делат-ност акционара”.[501] За Југославију је. стога. важно питање: да ли инсти-туционализовати посебан порез на ренту, камату, дивиденду и пораст вредности акција и обвезница, или пак ове приходе обухватити индиви-дуалним порезом на доходак физичких лица (ако се ради о приходима физичких особа), односно порезом на добит предузећа (ако се ради о изворима датих прихода).

1) КОРПОРАЦИЈСКИ ПОРЕЗИ

У готово свим земљама OECD прави се јасна разлика између корпоративних и некорпоративних фирми због рационалнијег опорезивања. Наиме, добит корпорација јесте предмет опорезивања у форми тзв. корпорацијског потеза, пошто акционарска друштва плаћају (институцио-нално) порез на добит предузећа. Некорпоративна предузећа плаћају пак порез на доходак физичких лица. Ову квалитативну разлику између по-реза на добит корпоративних предузећа и пореза на доходак некорпо-ративних предузећа прати и квантитативна димензија, како са стано-вишта учешћа пореза из добити у друштвеном производу тако и са становишта учешћа пореза из добити (корпорацијски порез) у укупним по-реским приходима.[502]

Подаци показују да корпорацијскп порез редистрибуира друштвени производ између 2% и 3% у читавом периоду 1965-1989. год. Отуда ј.е и учешће пореза на добит корпорација у укупним пореским приходима земаља OECD сведено на ниво од 10%, што се сматра релативно ниским учешћем у протеклих двадесет година убирања фискалних прихода буџетских финансијских институција. Али, и тај релативно ниски кое-фицијент пореске редистрибуције је од посебне важности за оцену ди-ректног утицаја корпорацијског пореза на штедњу. инвестиције и запо-сленост.

У фискалној пракси већине земаља OECD не примењује се тзв. групно опорезивање корпорација и њнхових филијала. У Француској је у примени територијални принцип по коме тзв. прекоморске филијале опорезују локални органи власти. У Холандији се пак добит прекомор-скнх филијала

[501] Ибидем. стр. 18.
[502] OECD, L’imposition des benefices dans une ćconome globale, Париc. 1992.

искључује из фискалног захватања под условом да су до-тичне филијале субјектн локалног опорезивања.

У финансијској пркси земаља OECD различит је фискални третман страних извора дохотка, као што су дивиденде и камате.

Третман капиталних добитака је. псто тако. веома различит по индустријски развијеним земљама OECD. Одређене државе OECD (мањн број) капиталне добитке „ослобађају" из пореске основице под словом да су реинвестирани у корпорацнју. У већини земаља OECD се ипак кор-поративни капитални добнци олорезују у целинн корпорацијским поре-зом из добити.

Фискални третман инвестиција је изузетно разоличит идући од земље до земље. Фискалне олакшице у свету познате су у форми пореског кредита (који се фактички одбијају од пореске основице) и тзв. накнада (пзнос инвестиционих трошкова третира с екао одбитак од пореске основице). Специјалне пореске олакшице дају се и валоризују одлагања по-реских плаћања.

У готово свнм државама - чланицама OECD дозвољава се компанијама преношење износа пословних губитака унапред и пословних губптака из претходних година.

Амортизација је. у свим савременим пореским системима земаља OECD. одбитна ставка од пореских основица. Систем равномерног от-писа и систем опадајућег биланса (који укључује и тзв. убрзану аморти-зацију) јесу у функцији подстицаја инвестиција. Систем опадајућег би-ланса је у примени у готово свим земљама OECD. изузев Грчке, Аустрије и Италије, које експлоатишу систем равномерног отписа. Метод убрзане амортизације користи се у Немачкој, али само за мале компаније. Јапан, Италија, Луксембург и Ирска модел убрзане амортизације користе само за инвестиције за заштиту човекове околине и енергетске инвестиције.[503]

Порески третман залиха у пракси је веома различит. Различити су и методи вредновања залиха: текућа цена, просечна цена, LIFO, FIFO, индексиран FIFO. У пракси, ипак, доминирају варијанте FIFO и варијанте LIFO. По LIFO моделу последња набавка (робе и инвентара) процењена је да буде прва расположива за прву залиху на крају обрачунског пе-риода; док по FIFO моделу прве куповине процењене су за прву распо-ложиву количину залиха. LIFO модел примењује се у Грчкој, Италији, Јапану, Холандији, Португалу, Швајцарској и САД. FIFO модел приме-њује се у Аустралији, Аустрији, Белгији, Француској, Немачкој, Нор-вешкој, Шпанији, Шведској и В. Британији.

Коначно, истраживања и развој имају бенефицирани срискални третман. Текући трошкови истраживања јесу одбитни трошкови од пореске основице за годину у којој су сринансирани. Купљени патенти могу се преносити на одређен број година (Холандија). Истраживачка опрема и имовина обично се подводе под модел убрзане амортизације или под метод пореског кредита.

---

503 J. Nrregard i .1. Owens, L'imposition des benefices dans economie globale L'observateurde l'OCDE. br. 175. 1992.. str. 35-38.

Пореске стопе корпорацијског пореза из добити су, исто тако, различите, идући од земље до земље, а нарочито између различитих нивоа јавне власти.

У фискалној пракси земаља чланица OECD егзистирају и тзв. обуставни порез на камату и обуставни порез на дивиденду. Обуставни по-рез на дивиденду (чија се пореска стопа креће од 10% до 53%) уведен је у готово свим земљама OECD, изузев В. Британије, Француске. САД, Аустралије и Ирске. Обуставни порез на камату за резиденте уведен је у готово свим земљама OECD са пореском стопом од 10-45%.

У фискалној пракси савремених земаља егзистирају различити сн-стеми корпорацијског пореза (у зависности од пореског третмана расподељеног и нераспоређеног просрита). и то:[504]

1. класични систем,
2. систем редукције (са својим варијантама). и
3. систем елиминације.

У класичном систему расподељени профити у потпуности подлежу симултаном опорезивању по моделу корпорацијскОг пореза из добити срирме и по моделу пореза из дохотка сризичких лица, какав је иначе случај у Холандији, Белгији. Швајцарској, Луксембургу, и САД. Систе-мом редукције обезбеђује се пак умањење за расподељене профите како на нивоу акционара тако и на нивоу компанија. Умањење дивиденде код акционара обезбеђује метод импутације и метод делимичне олакшице за акционаре. Импутациони систем обезбеђује да се већ дати порески кредит акционарима може додати примљеним дивидендама, с тим да се порез на лични доходак акционара обрачунава само на основу укупног износа за који је иначе добијен порески кредит. Добијени порески кредит може бити већи од пореске обавезе акционара на лична примања (Фран-цуска и В. Британија). Порески органи тада исплаћују разлику акцио-нару. Међутим, код метода делимичне олакшице за акционаре, олакшице су непроменљиве у односу на дивиденде акционара и пореску обавезу акционара не могу премашити (Јапан, Аустрија, Португал, Ка-нада). Пореска олакшица је овде дата само акционару резиденту за доходак од днвиденде за до.маће ннвестиције (независно од корпорацијског пореза на расподељене профите).

Умањење на нпвоу компанија углавном се спроводи помоћу система расподељене пореске стопе и метода делимимно умањене дивиденде. Код система раздељене стопе важи нижа пореска стопа корпорацијског по-реза на расподељене профите (Немачка), али не и за нераспоређене про-фите. Код модела делимпчног умањења дивиденде (Шведска. Финска, Шпанпја) важи ослобођење од корпорацијског пореза из добити у сраз-мери са расподељеним профитом.

Коначно. систем елиминације дивиденди егзистира како на нивоу комланија тако и на нивоу акционара. Код спстема елиминације на нивоу компанпје не егзистнра порез на расподељене профпте (Норвешка). Код

[504] Imposition des benefices: quel svsteme retenir en economie ouverte?. Problemcs economiqu.es, br. 2.292., од 23. септембра 1992.. стр. 26-32.

система елиминацијс на нивоу акцпонара егзистира порез на расподељене профите на нивоу компанија, који се рефундира на нивоу акцио-нара (Немачка. Аустралија. Италија. Данска).

У савременпм пореским системима земаља OECD постоје и тзв. некорпорацнјски порези. као што су порезп на нето нмовину корпорација. непрофнтни порези, порези на непокретну нмовнну и порезп на платну листу.[505]

Порезн на нето пмовину уведенн су током 1989. год. са пропнсаном пореском стопом која варира од 0.175% до 3%. Порез на корпорацијску имовнну уведен је у Јапану. Канадн н Турској. Порез на имовину корпорацње п порез на појединачну пмовину уведенп су. спмултано. у Швајцарској. Немачкој. Шведској, Аустријп н Холаидији.

Порезп на непокретну пмовину егзистирају у свпм зе.мљама чланпцама OECD п у правилу представљају одбптни трошак за тзв. корпора-цнјскн порез. Капнтална вредност имовпне јесте пореска основнца код пореза на непокретну имовпну. мада се као пореска основица може ко-риститн и тзв. годншња рентална вредност (В. Брптанпја). Зграде п зем-љишта јесу предмети опорезивања. а пзузетно то могу бптп п машине п опрема (Јапан). Порези на непокретну имовину по правилу прнпадају локалним политичко-територијалним колектпвитетима,.

Непрофитни порези. који егзистирају на ннжнм нивоима јавне власти. углавном се односе на тзв. порезе на пословање, одиосно делатност. Француска је позната земл^а у Европи која је увела порез на професионалну делатност за правна и физичка лица. Код овог пореза опорезује се тзв. рентална вредност сталне пословне активе претходне године која је увећана за 20% зарада (прошлогодишње плате).

Коначно. порези на платне листе плаћају се у фиксно утврђеном износу по особи нли у пропорцији на платну листу (списак). Приходи од овог пореза не иду у корнст социјалног осигурања. већ су нормални приход буџета.

14. ОПОРЕЗИВАЊЕ КАМАТА И ДИВИДЕНДИ

У теорији и пракси разлпчито се гледа на опорезивање камата и дивиденди. Генерално је расположење у нас да се не опорезују ни камата ни дивиденда. У међународним оквирима на овај пробдем опорезивања се потпуно различито гледа. Према Draft Convention OECD из 1977. године камата се, наиме. опорезује у земљи примаоца. То је, практично, став индустријски развијених земаља. Земље у развоју пак сматрају да камате треба опорезовати

[505] A. J. Auerbacli i M. A. King. Taxation, portfoiio choicc and debt - cquity rations. Quarterly Journal оГ Economics, иовембар 1983., стр. 587-609.

у земљи у којој се плаћају.[506] Тако би бар порез остао земљама у развоју. Изузеци, додуше постоје: али тада каматна стопа не може битп већа од 10% како су иначе прихватили Белгија и Шпанија. Канада н Турска пак опорезују камате које странац прима по стопи од 15% односно 20%. „У Југословенским уговорима о избегавању двостру-ког опорезивања предвиђено је да се камате могу опорезовати и у земљи у којој настају, с тим да пореска стопа не може бити већа од 7.57с у уговору са Румунијом, од 10% у уговорима са Пољском, Шри Ланком. Италијом. Кипром и В. Британијом, и од 15% у уговорима са Египтом и Белгијом. Пропис да се камате могу опорезивати само у земљи при-маоца садрже уговорн са Белгијом, Финском. Француском. Чехословачком. Аустралијом. Холанднјом, Немачком. Мађарском и Нор-вешком".[507]

Што с тиче опорезивања дивиденди. модел уговора OECD нз 1977. год. предвиђа да се дивиденде, које је предузеће једне државе уговорнице нсплатило резиденту друге државе уговорнице. могу опорезовати у зем-љи примаоца. иако су земље у развоју инсистирале да се дивиденде опо-резују у земљн исплатиоца. Земљама у развоју је. додуше учињен уступак да се дивиденде могу опорезовати и у држави чије предузеће исплаћује дпвиденде, с тнм што порез не може битп већи од 5% од бруто износа дивнденди (ако је прнмалац друштво капитала. које има најмање 25% капитала предузећа које исплаћује дивнденде'). односно 15% од бруто из-носа дивнденди у свим осталим случајевима.[508]

У уговорима Југославије са Кипром. Мађарском и Италијом порез на дивиденде не може бити већи од 10% иако се плаћа у земљи примаоца. У уговорима са Немачком и Норвешком порез на дивиденде не може бити већи од 15%. У уговору са Белгијом стоји пак да се дивиденде, које се исплаћују предузећу, не могу опорезовати са већом пореском стопом од 10%, а дивиденде, које се исплаћују појединцу, не могу се опорезовати са већом пореском стопом од 15%.

Земље у савременом свету покушавају да отклоне проблем двоструког опорезивања, нарочито када је у питању деоничарско друштво, које плаћа порез из остварене добити, а опорезују се и дивиденде деоничара које су већ исплаћенеиз опорезоване добити. У пракси егзистирају неколико начина, и ro:[509] (1) у облику дивиденди распоређена добит опорезује се по нижој стопи него нераспоређена добит (Аустрија, Нор-вешка. Јапан и Финска). (2) порез који деоничарско друштво плаћа на распоређену добит (дивиденде) делимично се одбија од пореза који плаћају деоничари на свој лични доходак (САД. Француска, Канада. Дан-ска, 3. Немачка, Белгија и В. Британија).[510] (3) опорезује се само нера-сподељена добит. док се део добити које предузеће распоређује у облику дивиденди не опорезује и (4) у

---

506 Др М. Ханжековић. Вриједноснм папмри и њихово тржнште. Институт за јавне фпнанцпје. Загреб. 1991). ст. 21.

507 Ибидем. ст. 21-22.

508 Ибидем. ст. 22.

509 Др М. Хапжековић. оп. цит.. ст. 23-24.

510 Од пореза којн деоничарп плаћају на дпвпденде одбија се у Канадп 33,33%. У Француској 50%. у Белгији 46%, у В. Британпји 35/65, у 3. Немачкој 9/16, у Данској 15%.

неким земљама се опорезује и добит пре-дузећа и дивиденде које предузећа исплаћују деоничарима.

ПОРЕСКЕ СТОПЕ ПОРЕЗА НА ПРОМЕТ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ

Земље	Пореска стопа	Порез плаћа	Пореско оптерећење
В. Британија			
- иностране дсонпцс	-	-	-
- домаће дсоницс	0.50	купац	0.50
Шпанпја	0.10	купац	0.10
Холандија	0.12	оба	0.24
Швајцарска			
- иностране деонице	0.15	оба	0.30
- домаћс деонице	0.075	оба	0.15
Италија	0.10	оба	0.20
Француска			
- врсдност мања од 1 мпл. ФФ	0.30	оба	0,60
- вредност исћа од 1 мил. ФФ	0.15	оба	0.30
3. Немачка	0.25	оба	0.50
Јапан	0.55	проданац	0.55
Белгпја	0.35	оба	0.70
Данска	1.00	продавац	1.00
Ирска	1.00	купац	1.00

Извор: Др М. Ханжсковић. оп. цпт.. ст. 25.

У савременој теоријп и пракси обвезници пореза на промет могу бити берзански мешетари (брокери), купци вредносних папира и про-давци вредносних папира. У земљама EEZ берзански мешетари у правилу плаћају на свој промет порез на додату вредност (TVA). који се плаћа по следећим стопама: 14% у 3. Немачкој, 15% у В. Британији, 18% у Италији, 18.6% у Француској, 19% у Белгији и 20% у Холандији. У оста-лим земљама ове стопе су износиле: 12,9% у Шведској. 15% у Мексику, 10% у Ј. Кореји. 20% у Чилеу, 20% у Норвешкој, 22% у Данској и 25% у Ирској. У САД, Луксембургу, Грчкој и Португалу, купци и продавци не плаћају овај порез на промет вредносних папира. У бројним другим земљама плаћа се порез на промет вредносних папира. Тај порез плаћа или купац или продавац, или пак и купац и продавац по одговарајућим пореским стопама.

У старој Југославији брокерски мешетари су плаћали општи порез на промет хартија од вредности по стопи од 2,5%. Али, купци и продавци хартија од вредности на берзи нису плаћали на промет вредносних па-пира никакав порез.

Поред тога. увођење пореза на приход од камате на динарску и де-визну штедњу грађана изнад одређене границе јесте економска немнновност са наглашеним социјалним мотивима. Овај пропорционални порез првенствено би се користио за финансирање солидарне стамбене изградње и

за субвенције, премије и регресе. То се наводи из разлога што је опоре-зивање камата у европским земљама стандардна „фискална ствар”. У зем-љама OECD-а стопе овог пореза варирају од земље до земље: 29% у В. Британији, 25% у Белгији, 10% у З. Немачкој. 35% у Швајцарској. 20% у Шпанији и 30% у Италији. Холандија је опорезивање камата на штедњу увела 1. I 1988. год, док Аустрија сада покушава да уведе опорезивање по стопи од 20%. У Француској се камате опорезују у саставу укупног прихода. Једино Шведска. Даиска и Луксембург не опорезују камате.

Поред пореза на прнход од камата на динарске и девизне штедн еу-логе. потребно је увести и опорезивање позитивних курсних разлика упо-редо са инстптуционализацијом пореских олакшица за негативне курсне разлике. То се наводи из разлога што су недавно чак и стручне институцпје и угледни послодавци у В. Британији упутили захтев влади да донесе пропис олакшицама за негативне курсне разлике настале задуживањем у ино-странству и предлог за опорезивање позитпвних курсних разлика.

15. СИСТЕМ ОПОРЕЗИВАЊА МАЛИХ И СРЕДЊИХ ПРЕДУЗЕЋА

Између годинама гушеног прнватног и годинама подржаваног раз-воја друштвеног сектора сада стоји празан простор који треба да испуни 10—15—20 хиљада нових предузећа чији је основни мото рада и зарада, а на томе и нова економска снага друштва која ће нас приближити Европи. Но, данас се није много одмакло у оснивању малих предузећа и развоју приватне иницијативе, јер је изостало дефинисање власништва, утврђивање стимулативнијег пореског система и преношења профетер-ских европских искустава. Истовремено, недовољно је законски раз-јашњена подела на приватно предузеће, радњу и малу привреду, што бирократима омогућава да једним потезом преузму приватницима све уместо да власницима порески повећа право располагања остварене до-бити. Непостојање подршке државе у избору правих програма јесте нова препрека на коју грађани одговарају непродуктивним осипањем пара уместо да улажу у погоне. За наше приватнике данас је најактуелније како да утаје порез, пошто пореска држава захтева превише (да би се исплатила производња).

Фискална захватања требало би стабилизовати и фиксирати на 20-35% од оствареног дохотка. Моје је, међутим, мишљење да у срази осни-вања предузећа. уходавања производног процеса и тржишног селекцио-нисања производног програма укупно пореско оптерећење не би требало да пређе границу од 1/5 остварене добити (дакле, пореска стопа би из-носила 20%). У другој фази у којој долази до изражаја репродуковање уложеног капитала пореска стопа би износила 25% (тј. 1/4 од остварене добити). Коначно. у

трећој сразі, када бизнис достигне завидан ниво (европски просек). на порески терет не би смело да оде више од 1/3 оствареног просјшта - пореска стопа 33%.

Доприноси не би требало подједнако да погађају мала предузећа. јер сви „приватници" нису корисници услуга друштвених и социјалних делатности.

Либерализација услова за самостално привређивање допринела је наглом повећању броја пореских обвезника од привредних и професионалних делатности. Такав концепт омогућио је и пораст броја запосле-них код самосталних привредника. Но, високе друштвене обавезе по основу пореза и доприноса. које привредници плаћају на личне дохотке упослених, допринеле су порасту броја непријављених радника (радника који раде на црно).

Пореском политиком треба стимулисати заинтересованост младих за оснивање малих предузећа производног типа, нарочито у сеоским цен-трима и то потпуним петогодишњим ослобођењима од свнх фискалних обавеза, поготову уколико се из друштвеног сектора и града врате у село.

Ослобођење од пореза треба омогућити за обвезнике који први пут почињу са обављањем делатности у трајању од две године, за обвезнике који улажу средства за куповину и изградњу пословног простора, набавку нове опреме, изградњу производних капацитета, модернизацију и нову технологију у трајању од 2-3 године (док се уложена средства не репродукују), за обвезнике повратнике из иностранства за увезену опрему у трајању 1-2 године. и за обвезнике који упошљавају „приправнике" и инвалиде рада у трајању од 1-2 године.

Малим предузећима треба омогућити пореске бенефиције и то оним обвезницима који први пут почињу са обављањем делатности на следећи начин: за прве две године порез се не плаћа (ослобођење 100%), у трећој години порез се плаћа у износу од 25% укупно разрезаног по-реза, у четвртој години порез износи 50% од утврђеног пореза, и у петој години порез би износио 75% од укупно разрезаног пореза.

Преструктуирање југословенске привреде преко уласка нових ма-лих и средњих предузећа (тзв. кровни пројекат), постављање предузет-ничких инкубатора (пилотних, нових, интерних и општих), активизација програма Оптима и функционисање YEGEA, PIC I Gea College у функцији подстицаја предузетништва, менаџмента и корпорацијских финансија. набавка Know-how, SPEDA и пословне комуникације са Савезном аген-цијом за мала и средња предузећа и предузетништво ваља у потпуности ослободити плаћања пореза (и доприноса) из добити (и личног дохотка) у току наредних 5-7 година. пошто се ради „о стварима од непроцењиве вредности за 21. век".

Ломбардни іі хипотекарни (као и есконтнн контокорентни) креди-ти, као елеменат сигурности повериоца рефлектују у основи својински однос н у сигурност улагача капитала. Пожељно је. стога, институцио-налио и порески стимулисати развој хипотека и ломбарда, пошто „уграђују" покретну и непокретну имовину корисника (принцип реалног имовинског покрића).

Пореска политика, у том контексту, треба да под-стакне развој ломбарда и хипотека у преструктуирању једностране друштвене својине плурализацијом својинских односа.

Продаја знања о предузетништву. менаџерству и корпорацијским финансијама јесте ново југословенско занимање у оквиру већ познатог и развијеног менаџмент консалтинга и афирмисаних консултантских фирми. Тај концепт мора бити институционално подржан, првенствено фискалном политиком. Кад то констатујемо, имамо у виду потребу по-реске стимулације стварања нових малих и средњихпредузећа, преструк-туирање језгра великих предузећа (трансформације матичних предузећа) и прављења коалиција универзитета и бизниса за подржавање предузет-ништва, као инструмента преструктуирања. Предузетнички и менаџер-ски развој увек рефлектују ризичне послове и подухвате. Зато су по-требне финансијске институције типа ризика капитала чије формирање мора имати непорески третман. За то је потребно знање и домаће и страно чији „носиоци" морају бити корисници генералних посебних бе-нефиција.

Перспективни развој најављене ере „финансијских супермаркета" када ће технологија и дерегулација омогућити оштру конкуренцију из-међу банкара, берзанских брокера и осигуравајућих компанија, исто та-ко, имплицира пореске стимулације. Подухвати за колективне инвести-ције у преносиве вредносне папире, тј. јединице трусталног предуслова за слободан проток капитала и развој финансијског тржишта, такође, могу бити предмет пореских подстицаја.

Прелаз из дужничке у предузетничку економију по дефиницији мо-ра бити фискално подржаван. Неадекватан порески систем (велики сте-пен његове непотребне децентрализације, огромно пореско оптерећење,

велике регионалне разлике у пореским третманима, деценијско изоста-јање пореза на профит правних лица и прогресивног опорезивања фи-зичких лица, егзистенција пореза на промет уместо пореза на додату вредност) јесте „тешка" препрека за развој бизниса и за интеграцију Ју-гославије у Европи. Разлике у висини пореских терета и начину опоре-зивања сметња су и за улагање приватног, домаћег и страног капитала, и за развој предузетничке економије, јер максимизација профита није циљ YU привреде. Превелика пореска оптерећења, која су заснована на опорезивању потрошње, увоза и личних доходака, у Југославији се ком-пензују изразито ниским платама (премале нето зараде). Разлике у оп-терећењу плата су предимензиониране и крећу се од 30% до 100% (по-рези и доприноси на нето плате). Но, власнике предузећа и послодавце не интересује нето плата него бруто плата која је трошак предузећа. Оии чак не праве разлику између пореза и доприноса, и немају разуме-вања за обавезне зајмове и удруживање средстава. За њих је изузетно важна интеграција пореза и доприноса и елиминација парафискалних да-вања. За власника предузећа пореска основица једнно може бити добит. Није им неопходна јединствена пореска стопа у читавој земљн, јер и пореска конкуренцнја република и покрајина може дати позитивне ре-зултате. Важно им је једино да утврђене пореске стопе на профит буду стабилне. Граннчна

пореска оптерећења инкорпорирају информације о томе у којој мери додатна добит из додатне инвестиције подлеже опо-резивању. Гранично опорезивање је, према томе, одлучујућа величина за калкулацију инвестиционих подухвата у предузећу. Западноевропске земље су спровеле пореске реформе готово у три фазе и то: 1986-1988-1990. год. „велике" пореске реформе, на пр. у Немачкој осетно су реду-цирале гранична фискална оптерећења за примаоца плата и за власнике малих и средњих предузећа, што би и Југославија требало да искористи као позитивно искуство.

Развојни циклус и приватизација јесу кључне полуге извлачења при-вреде из рецесије која је изнуђена због обарања инфлације. Сада је на потезу развојни циклус и обављање стабилног раста на трајним основама у чијем је епицентру отварање процеса преструктуирања предузећа. Но. преструктуирање Уи-привреде није могуће без интегралне трансформације својине и убацивања додајног квантума свежег капитала. Развојни циклус интегрисао би предузетнички и инфраструктурни тип, у теорији измодeлираних развојних циклуса. Предузетник је епицентрална тачка у првом типу развојног циклуса, који даје печат бизнису у предоминан-тним тржишним условима предвиђања чији је мовенс пословања - про-срит. Држава је пак носилац другог типа развојног циклуса, који обез-беђује развој инсрраструктуралних грана као базичне претпоставке раз-воја целокупне привреде (иако за њих нису непосредно финансијски заинтересовани приватни предузетници). И један и други тип развојног циклуса морају бити подржани пореском политиком, поготову ако су у функцији преструктуирања предузећа и привреде. Мере фискалне поли-тике управо из тих разлога треба да стимулишу улагања у развојне пројекте који гарантују. на кратак и средњи рок. повраћај улопжених сред-става. улагања у извозно оријентисаие пројекте. улагања у нове техно-логије. улагања у ревитализацију еко-равнотеже. улагања у фонд ризика капитала (која подржава бизнис малих и средњих предузећа), улагања у трансформацију матичних предузећа и приватизацију, али и улагања у предузетнички дух и менацере. Иза тога треба да стоји промотивна улога државе, која преко иновативних центара и агенцијских институција и пројектних јединица. „осигурава" привлачење иностраног капитаола, својинско преструктуирање. финансијску подршку малим и средњим пре-дузећима, а пореску и кредитну стимулацију на кратак и средњи рок, и померање тежишта са енергетско-сировинског развоја на високо про-дуктпвне и иновативно-технолошке интензивне пројекте са извозном пропулзивношћу и са импулсирањем амелиорације привредне структуре. На то се надовезује предузетничко-менаџерски дух који се огледа у сма-њивању потрошње енергије и сировина. репроматеријала и радне снаге по јединици производа, у подизању продуктивности рада, нивоа организације и ефикасности пословања. у подизању неопходног квалитета и дизајна. и развоју маркетинга и пропаганде.

Међутим, пошто у нас егзпстирају аргументовани докази да је друштвена својпна неспојива са тржиштем капитала и да је самоуправљање неконзистентно са тржиштем рада. онда је неопходно извршити институцнонализацију кроз републичко-покрајинске фондове за развој.

агенције за преструктупрање и „инвестмент труст” како би се извршило преструктуирање привреде уз помоћ фискалних олакшица и промену прописа п мера економске политике за развој малих и средњих предузећа и предузетништва. „За разлпку од старе - где доминпра ценовна конку-ренција. сада преовладава конкуренција производа и дизајна, раније је главни циљ н облик привредног субјекта био „big business”. а данас пре-дузетннчки вођено предузеће. док су у старој конкуренцији успостављe-ни хијерархијски менаџерски апарати и хијерархијска организација рада („Тејлоризам”). данас успешним предузећем влада колективни предузет-ник. а главно начело организованости је флексибилност. Уопште. кључни фактори нове конкуренције су флексибилност. предузетништво и организација” Али, нову тржпшну конкурентност мора да прати и нова фискална конкурентност, која се логиком „економике понуде” испољава кроз пореску редукцију (снижење пореских стопа), која се позитивно -подстицајно ефектуира повећањем акумулације и продуктивног инвести-рања, проширењем производних капацитета и повећањем запослености. Исто тако. и реалокацију ресурса, као суштину предузетничког процеса, од мањих ка већим употребним вредностима мора да прати реалокацнја фискалног терета од већих ка мањим пореским стопама. Тако долазимо до тога да и профитни рачун. који се изводи из реалокације ресурса са пословним ризиком, мора да следи порески рачун као стимулатор за по-већање пословног ефекта и као нагодба за преузети ризик.

У данашње време и посредници и непосредници и радници и менаџери, и предузетници и рентијери, и службеници и незапослени желели би да утичу на пореску политику, пошто богати увек теже да плаћају што мање пореза (док сиромашни сматрају да плаћају непосредно много држави). То што важи за појединце, важи и за предузећа и за подручја.

Али. то не значи да пореска политика мора бити униформна, пошто трансформацији пореза погодује разноликост. И управо различита по-реска оптерећења привлаче оскудне и сељиве капитале - домаћн и стра-ни, јер ту сада долазе до изражаја пореске олакшице и концесије. То пак значи да порески систем не мора бити јединствен по сваку цену. Он мора бити само рационалан и ефикасан. При том, нови порески систем, мора бити модеран по угледу на реформисане пореске системе земаља ЕЕЗ, који англобирају пропорцнонални порез на добит предузећа, од-носно компанија (опорезивање правних лица), прогресивни порез на до-ходак појединца (опорезивање физичких лица), и порез на додату вред-ност (VAT или TVA), итд. Коначно, порески систем мора бити стабилан. јер је то основна претпоставка за улагање приватног домаћег и иностра-ног капитала који се први ослобађа националног романтизма, залаже за успостављање ефикасног система економских функција савезне државе, захвата успостављање економске уније и просритно рецнклира-ње синтезе економских интереса капитала, пледира на економско пре-структуирање (као мембране економске дезинтегрисаности), инсистира на ефикасности у понуди јавних добара од стране савезне државе (која је јефтинија од продукције федералних јединица). Само тада се потпуно схвата класична констатација да „они који су у суштини једнаки треба

једнако да буду и опорезовани”: и да економски неједнаки треба да буду и неједнако опорезовани. Само тако се може схватити чињеница да се порески механизам не доживљава као неједнако опорезовање, итд.; јер су порески обвезници грађани. који се (нејједнако опорезују у зависности од економске снаге. Историја развоја нашег пореског спстема учинила је. додуше. да не делујемо као тржишнн агенси него као припадницн партије, нације. религије и региона. Такав ток догађаја омогућава и ранг југословенског парадокса „од чврсте федерацнје ка лабавој конфедера-ција”; односно ситуација када „ни чврста федерација и климава консре-дерација не представља облнк истинске економске уније”.[511] То пак не значи да треба градити јединствени порески систем са препознатљивим централистичким силама и интегрални систем фпнансирања федерације са скривеним унитаристнчким апетитима. Нови приступ фискалном ме-ханизму треба да полази од заједничких интереса свих република, који подразумевају раздвајање пореског система и начина финансирања са-везне државе. Тако се јача пореска конкурентност између средералннх јединица, којима припада изворни с]зискалнн суверенитет на бази чега се мобилишу и концентришу порески ресурси. На то се надовезује ди-стрибуција пореских ресурса за финансирање заједничких функција са-везне заједничке државе (федерација) на принципу сразмерног учешћа сваке републике у друштвеном производу.

Влада се дужном пажњом окупира проблемом трансформације друштвене својине, пошто својинско преструктуирање схвата као сред-ство у функцији повећања есЈшкасности постојећег капитала и рекапи-тализације. односно обезбеђења додатног капитала за нови развојни ци-клус. У том склопу, држава би стицала право својине или сусвојине у предузећу на исти начин као и друга правна или физичка лица - куповином предузећа или дела предузећа. Но. овај процес не прати фино компонована и складно дозирана политика, која би нарочито дошла до изражаја у моменту продаје предузећа запосленим раднницима. Запосле-ни радници, као купци предузећа. добијали би специјалне пореске олакшице и бенефиције у зависности од тога да ли користе банкарски кредит који би се отплаћивао из будућег профита или користе обвезнице које примају уместо дела личног дохотка. Ту је и питање да ли се ди-виденде, као приход, који се поново улажу у куповину акција могу у потпуности ослободити од пореза. Решавање овог проблема неминовно повлачи за собом и обавезно укидање пореза на укупан приход грађана, као вид двоструког опорезивања са дестимулатпвним ефектима (а и не-потребно компромитује систем у очима грађана н посебно странаца).

У готово свим савременим пореским системима тржишним привре-да егзистирају два потпуно посебна пореска облика у виду пореза на добит корпорација (Corporate income tax, I’impot sur les benefices societes, Koporeschaftsteuer) и пореза на индивндуалнн доходак (personal income tax l’import sur le revenu des personnes physiques, Ein/kommennsteur). Порезом на добит (профит) предузећа (корпорација) опорезују се све привредне јединице (фирме) са статусом правних лица. која су организована као

[511] Р. Томаш. Интеграција одоздо, Екопомека политика 1УУ2/19У0, ст. 13-14.

корпорације. компаније нли друштва на бази акционарског капитала. државна предузећа п лукративне организације јавног сектора: док се порезом на индивпдуални доходак опорезује добнт осталих предузећа. радњи. привредних н професноналних лукративнпх активности физичких лица (индпвидуалних. породичних, ортачких).[512] Поред ових тппова опо-резивања у савременим фискалним системима функциопишу и посебни порезн на добитке од капитала (capital gains tax) код којих се пораст вред-ности разних облика имовине. односно приходи од продаје нли распо-лагања хартијама од вредности (разлике на курсевнма ових хартија). ка-мате на капитал и ренте сматрају предметом опорезивања.

Средњорочна фискална политнка праћена пореском реформом у основн треба да води ка свеобухватном сннжењу директнпх пореза предузећа и предузетника упоредо са растућим трендом фнскалних подсти-цаја и стимуланса да би се ослободило дејство тржишних сила. Пореска квота мора бити драстично редуцирана да би се побољшале економске перформансе малих и средњих предузећа у складу са интенцијама поре-ских реформи у готово свим земљама ОЕЦД и ЕЕЗ. Растућа међуна-родна нntеграцнја и слободно кретање капитала већ стварају погодности за производно пресељење по областима и регионима у којима се про-фити опорезују по релативно ниским пореским стопама и са релативно значајним фискалним бонификацијама и концесијама. То је нагнало бројне владе да се окрену политици снижавања терета пореза на по-словну активност, пореза на нето имовину и пореза на непокретности и укидање пореза прн инкорпорисању и пореза на трансфер деоница на берзи. А тај „успех" у заокрету мериће се у зависности од тога да ли је остварен циљ у ослобађању предузетничких перформанси изражених кроз порезе. да ли је растући производни потенцијал економије одржао „конкурентност" и да ли је могуће одржање пораста броја запослених.

Концепти реформе опорезивања малих и средњих предузећа у 90-тим годинама зато и тежи да допринесу трајним побољшањима климе за иновације и инвестиције. одстрањују фискалне дискриминације деоничар-ског капитала у односу на дужничке обавезе по зајмовима, уважавају принцип неутралности у односу на „законски" облик предузећа и упрошћавању пореских закона узимањем у обзир међународна кретања на фискалном плану.

У том контексту даља снижавања маргиналног пореског опте-рећења профита треба да охрабре образовање тзв. компанија малих део-ничара за динамичка предузећа средње величине. Привилеговани поре-ски третман за реинвестиране профите по дефиницији анкуражира скло-ност ка упуштању у ризичну инвестицију. Зато профите који остају у предузећу приватних компанија и партнерства треба опорезовати по нижим стопама него профите који се повлаче из предузећа.[513] Принцип конкурентске неутралности у случају опорезивања партнерства и при-ватних компанија, на једној страни,

---

[512] Др К. Богоев. Опорезиваше добити у савременнм фискалнпм системима. v Зборник радова. „Опорезивање добптн предузећа": Институт за јавие фпиапсије. Загреб 1990. ст. 9.

[513] W. Muhli. Плаповн реформс опорсзивања предузсћа v Савезној Републнци Немачкој, Финансије 3-4/1УУ0. ст.212

и корпорација, на другој страни. није у конфронтацији са даљим снижавањем стопе пореза на доходак кор-порација у односу на маргиналну стопу пореза на доходак појединаца.[514]

У САД је стопа пореза на добит предузећа редуцирана на 34% (са 46%), док је прогресивна тарифа пореза на доходак појединаца замењена са две стандардне пореске стопе од 15% и од 28%. У Јапану је, пак, горња маргинална стопа пореза на доходак појединаца смањена на 50% (са 60%), а стопа пореза на добпт предузећа на 37.5% (са 42%). Шведска је редуцирала стопу пореза из добити на 30%, а В. Британија на 35% (с тим што је ова пореска стопа за мање компаније сведена чак на 25%). Ова иста стопа пореза у Холандијн сада износи 35%, а у Француској 42%. У З. Немачкој стопа пореза на добит корпорација износи 46%, док је маргинална стопа пореза на доходак поједпнаца фиксирана на нивоу од 50%. Данас је једино Јапан успео да одбаци подељену стопу пореза на реинвестиране и расподељене профите (од 42% и 32%) и да уведе једнообразну пореску стопу од 37.5% у 1990. год. З. Немачка припрема исту одлуку о примени једнообразне стопе пореза у 1991/92. год. која би била неутрална у односу на коришћење профита.

Фискална политика, чији је задатак да редуцира улогу државе, може да изгуби свој кредибилитет уколико не доприноси смањењу пореске квоте у друштвеном производу и не обезбеди континуирано снижавање пореских терета у реформским годинама. Чак и снажније кресање суб-венција, које делују дисторзивно на конкурентски положај и алокацију ресурса, треба да се уклопи у аутоматско финансирање пореских редук-ција, које треба да обезбеде више простор аза деловање тржишних сила. Таква пореска ресрорма обезбеђује пораст укупних пореских прихода кроз већи привредни раст и кроз вишу запосленост.

Формирање одговарајуће структуре капитала предузећа, јачање ликвидности и cash-flow-а на дугорочној основи (смањење дугова, ре-дукција ризика и ризичног капитала, јачање профит-оријентације, максимализација приноса на уложена средства и операционализација сри-нансијско-имовинског реструктуирања) јесу нови простори за емпириј-ску верисрикацију развојне пореске политике. Редукција дугова преду-зећа могла би се обавити путем откупа сопствених дугова, debt/equity кон-верзија и swapova уз фискалну подршку наведених сценарија. У том скло-пу, нарочито је важна debt/equity конверзија, која, као те'хника, у ствари представља трансформацију дуга у оснивачки капитал постојећих пре-дузећа или оснивање потпуно нових предузећа[515] уз анулирање пореског оптерећења. Реструктуирање, дакле треба конципирати тако да се тран-сформише део капитала у equity капитал и да се предузећу, које има тржишну перспективу, омогући мобилизација новог ризичног капитала и отварање простора за нове инвестиције без пореске пенализације. Пре-ма томе, продаја неликвидних делова предузећа, смањење терета кре-дита (њиховом конверзацијом у оснивачки капитал), оспособљавање предузећа да мобилише нови капитал путем емисије нових

[514] Ибидем, ст. 211.

[515] Др Ж. Приморац, Фипансијско-1шовинскореструктуиран.епредузећа, Финансије 3-4/90. ст. 169.

акција и об-везница, и путем ступања у разне форме joint-venture-а мора бити праћено новоинституционализованим регулама подстицајне пореске политике. Опадајућа пореска стопа корелирала би се са растућим параме-трима успешности тржишног предузећа, као што су стопа повраћаја на equity, стопа повраћаја на капитал (имовину). стопа плаћања дивиденде, однос equity-а и дугова и стопа интерног финансирања инвестиција.

Југославија би требало да постане нови европски порески рај за холдинг компаније за чије формирање су важни следећи услови: јака и стабилна валута, стабилна политичка ситуација. нулте стопе пореза на приход од дивпденди, искорењене девпзне рестрикције, избегавање двоструког опорезивања и непостојање пореза на капиталне добитке. Хол-динг компаније по правилу се формирају да би се искористиле пореске прнвилегије које земље кориснице капнтала институционално омо-гућавају одређеној групи компанија уз симултано омогућавање трансфе-ра камата и дивиденди по земљама са малим ниским порезима.

Убудуће, порез на наслеђе за мала и средња предузећа, која постају предмет наслеђа. мора да осигура континуитет функционисања таквих предузећа при преласку са једне на другу генерацију. уз проширење могућности за одлагање плаћања пореза на наслеђе и увођење пореског ослобођења за тзв. осигурање наследства.

16. УПРАВЉАЊЕ ПОРЕСКИМ СТИМУЛАНСИМА

1) ПОРЕСКИ СТИМУЛАНСИ

У фискалној економији земаља OECD и EZ порески стимуланси заузимају централно место у креирању оперативне развојне политике. Фи-скални менаџмент је, стога, и сконцентрисан на подстицајно опорезива-ње бизниса. Развојна пореска политика савременог света данас већ по-лаже свој најтежи економски испит на плану промовисања предузет-ништва и менаџерства. Модерно управљање порезима, у функцији развоја предузетничке активности и инвестиционог циклуса, у земљама из-возницама капитала и земљама увозницама капитала је у фокусу наше анализе.

У фискалној литератури порески подстицаји у правилу се дефи-нишу као порески уступак јавне власти (државе) одређеном пореском обвезнику (у погледу пореске основице и пореске стопе) да би се иско-ристила пореска бенефиција (корист) са економским и социјалним мо-тивима. У

финансијској пракси.[516] порески подстицаји се уобичајено кла-сификују према облицима предузетничких активности и врстама инве-стиција и то за (1) инвестиције преко компанија са статусом филијале. (2) инвестиције кроз специјализоване инвестициоие фондове или тру-стове, (3) инвестиције преко учешћа у портфолију, (4) инвестиције преко огранка и пословне јединице, (5) инвестиције кроз ортаклук, (6) про-дужавање рока на који се одобрава зајам, (7) споразуме о трансферу технологије, (8) обучавање и пружање високостручних знања итд., према посматрању различитих фаза предузетничког подухвата (подстицаји у иницијалном периоду или у периоду пре него што је привредна активност отпочела, подстицаји у периоду обављања активности н подстицаји у пе-риоду после окончања активности), према посматрању сваке врст епо-реза (подстицаји у односу на порез на доходак. порез на зараде. порез на имовину, порез на промет. царине, допрннос за социјално осигурање. таксе и др.), према кориснику подстицаја (предузеће које инвестира и инвеститор који обезбеђује средства) и према дужини трајања (трајни подстицаји, прнвремени подстицаји, краткорочни подстицаји н дуго-рочни подстнцаји). итд. У том контексту свакако не треба испустити из внда и подстицаје који су дестинисани појединим регионима или одређеним групама. подстицаје са глобалним. секторскпм и структурним учинцима. подстицаје на макро и микро нивоу. подстицаје на интерном и екстерном плану и сл.

За нашу анализу су нзузетно важни порески подстицаји који се практикују у земљама увознницама капитала (host countries) и земљама извозницама капитала (home countries). Земље увознице капитала кори-сте и дају бројне пореске подстицаје пре отпочињања инвестиционе ак-тивности и у иницијалној фази предузетничке активности, за време тра-јања дате актнвности и после окончања активности (1) инвестиционе премије, (2) преношење губитака унапред, (3) порески рај, (4) пореско ослобађање, (5) умањење пореза, (6) олакшице путем посебног режима амортизације, (7) преношење губитака, (8) одбијање посебних трошкова од износа пореза, (9) неопорезиве резерве за будуће инвестиције и (10) повраћај пореза за случај реинвестирања.[517]

Инвестиционе премије се уобичајено дају у виду инвестиционих кредита и готовинских трансфера. Инвестициони кредит се по правилу даје на терет будуће фискалне обавезе, док се готовински трансфери непосредно исплаћују у виду субвенције. Могућа је и рефундација пореза уколико се у иницијалној фази појави профит. У првој години пословања у начелу се не појављује профит, па, самим тим, ни пореска обавеза. У фискалној пракси савремених земаља и готовински трансфери и инве-стициони кредити, као облици пореских подстицаја, користе се у самом процесу финансирања feasibility studies-а, програмираних објеката инфра-структуре и планираног броја нових радних места.

---

[516] Др Жарко Рпстнћ. Порсскн снстсмм и фнскална рсформа. Истражпвачко-пздавачкн центар ССО Србије, Београд. 1991.. стр. 271-182.

[517] Исто.стр. 271-282.

У структуру фискалних подстицаја улазе и могућоети преношења губитака унапред. Преношење губитака на терет профита у наредним годинама конвенира бизнису. Умањење пореске обавезе у каснијем временском периоду јесте својеврсна награда за ризик у првим годинама пословања новог предузећа или било којег другог облика предузет-ништва, пошто се не остварује профит већ губитак.

Пореско ослобођење и порески рај, као облици пореских подстицаја, обично омогућавају опорезивање профита по тзв. нултој пореској стопи за одређени број година, односно дозвољавају могућност да се про-фит не опорезује за одређено време независно од тога да ли је уопште остварен профит или није. У првом случају, трошкови амортизације основних средстава се уобичајено исказују по одговарајућим прописима. У другом случају пак амортизација основних средстава се не врши за време трајања дотичног пореског подстицаја. У оба случаја. дакле, реч је о различитим облицима неопорезивања.

Преношење губитака уназад, као порески подстицај, подразумева давање институционалне могућности предузећу да губитке из ранијих година или последње године „пребије" на терет профита из претходних година. „Преношење губитака уназад може проузроковати брзо по-бољшање ликвндности предузећа, уколико оно може захтевати рефун-дацију на нме пореза које је раније платило на профите из претходних година. И макснмалан износ губитака који се могу пренети уназад и број година на које је преношење допуштено могу се фиксирати да би се тако ограничила несигурност у буџету дате земље.[518]

Умањење пореза и повраћај пореза за случај реинвестирања. као облици пореских подстицаја, у ствари репрезентују опорезивање профи-та по нижој пореској стопи за одређен број година (или се само један део профита предузећа подвргава опорезивању, као алтернативно решење). односио давање могућности за потпуну или делимичну рефун-дацију пореза уколико предузеће реинвестира одређени део просЈшта на-кон обављене расподеле профпта и плаћеног пореза.

Одбијање посебних трошкова од износа пореза (а не од бруто до-хотка) јесте један од облика пореских подстицаја, али са привилегованим пореским третманом појединих активности предузећа. Трошкови за истраживање, развојни трошкови за обуку специјализованог особља и трошкови за технолошке иновације репрезентују тзв. одбитне трошкове од пореза.

Неопорезиве резерве за будуће инвестиције и порески третмаи скривених резерви јесу „специјални" случајеви у процесу стицања права на порески подстицај. У првом случају реч је о формирању резерви за будуће инвестиције, које се одбијају од просЈшта у годинама које претходе години инвестирања предузећа. По завршетку инвестиције резерве се по правилу претварају у постројења, која се набављају током наредних не-колико година. У другом пак случају, по завршетку предузетничке ак-тивности,

[518] E. Jehle. Улога пореских подстицаја п слнчних мера у пореском систему, „Финансије" 9-10/8S.. стр. 546.

неопорезивање (или непорески третман) скривених резерви, које у ствари представљају увећану вредност капитала, рефлектује значајан порески подстицај, односно гаранцију државе за увоз иностра-ног капитала.

Коначно, олакшице путем посебног режима амортизације јесу атрактиван сегмент пореских подстицаја. „Посебна амортизација" се обично дефинише „као примена било које схеме смортизације која од-ступа од схеме амортизације која се једино заснива на дужини века ко-рисног трајања пословног (основног) средства."[519] По Јехлеу „тренутна (пуна) амортизација" омогућава одбијање свих 100% трошкова послов-ног средства у години набавке, док „убрзана амортизација" нуди мо-гућност да се убрза отпис допуштањем високих стопа амортизације у години набавке и у току наредних (неколико) година. Посебне варијанте представљају „додатна амортизација", „амортизационо одобравање" и „привремена амортизација". „Додатна" амортизација се зарачунава пре-ко „нормалне" амортизације. „Амортизационо одобравање". као врста „посебне амортизације", јесте метод у коме се износ стварних трошкова набавке пословног средства увећава за одређени проценат. па се на такву основицу примењују уобичајене стопе амортизација".[520] Тиме се омо-гућава равномерна расподела одбитака на име амортизацње у дужем временском периоду. Коначно. „превремена" амортизација, као комбн-нација инструмената инвестиционих резерви и амортизације. омогућава да се основно средство амортизује пре његове набавке. с тим да се износ превремене амортизације одбија од износа трошкова набавке „онда када пословно средство уистину буде кулљено."[521] У целини посматрано, пре-зентиране схеме „посебне" амортизације репрезентују специфичне по-реске подстицаје приватннх инвестиција, којп долазе до изражаја у доц-нијем стадијуму пословне активности када су просрити „способно јаки" за апсорбовање погодности одбитака на име амортизације из понуђених схема.

Порески подстицаји су важни како за земље увознице капитала та-ко и за земље извознице капитала, поготову за оне земље „које желе да подрже напоре земаља увозница капитала да привуку иностране ин-вестиције сринансиране из извоза који воде порекло са њихове терито-рије (територије земаља извозница капитала)"[522]. У овом контексту ко-ристе се следећи порески подстицаји: (1) неопорезиве резерве за будуће инвестиције, (2) инвестиционе премије, (3) резерве на име губитака од подухвата у земљи у развоју, (4) општа инвестициона резерва, (5) вало-ризационо умањење, (6) неопорезиви транссрер средстава која садрже скривене резерве, (7) амортизација уз ниске „сриктивне ануитете" и др.

Неопорезиве резерве за будуће инвестиције репрезентују систем стварања неопорезивих резерви за будуће инвестиције предузећа земље извознице капитала која проширује активност у земљи увозници капи-тала. Ови порески подстицаји су изузетно значајни за мала и средња предузећа

[519] E. Jehle. оп. цит., стр. 545.
[520] Исто, стр. 545.
[521] Исто, стр. 545.
[522] E. Jehle. оп. цит.. стр. 548.

која се „финансијски” припремају за проширење предузет-ничке активности на територији земаља увозница капитала.

Општа иивестициона резерва, као порески подстицај, представља „могућност која се пружа предузећу земље извознице капитала да у го-дини у којој врши инвестиције у земљи увозници капитала створи у својој земљи резерву коју одбија од профита. а која ће бити обрачуната као одређени проценат инвестираног износа.[523] Оно што важи за готовински трансфер и инвестициоии кредит. као порески подстицаји којп се пружају у земљама увозницама капитала, у начелу важи „и за ситуацију када се инвестиционе премије омогућују у земљама извозницама капи-тала на име инвестиција које њихова предузећа врше у земљама увоз-ницама капитала”.[524] Разлика је једино у томе „што предузеће инвести-тор прима инвестициону премију у својој земљи” (Јехле).

Неопорезиви трансфер средстава која садрже скривене резерве ре-презентује порески подстицај који се даје предузећу из земље извознице капитала, која проширује пословну активност у земљи увозници капи-тала. Опорезивање скривених резерви увећане вредности капитала садржаних у средствима која се трансферишу у иностранство јесте пракс ау највећем броју земаља. „Трансфер оваквих средстава могао би се олакшати уколико би влада земље нзвознице капитала допустила ства-рање резерве. привремене или трајне природе. за износ транссрерисаног профита и, на тај начин. омогућила или одлагање или стварно неплаћање пореза.[525]

Валоризационо умањење. као порески подстицај. ресрлектује одређену врсту амортизационе резерве на вредност инвестиција у земљп увозници капитала под условом да не дође до пада вредности инвести-ција. „Предузеће инвеститор може да у години у којој инвестира у земљи увозници капитала формира резерву коју одбија од профита (до износа који је утврдила влада земље извознице капитала). која се не мора ра-сформирати све док се не окончају инвестиције у земљн увозници ка-питала,”[526] Трансакција се пак своди на ефективну поделу ризика између предузећа инвеститора и владе земље извознице капитала „у срорми одлагања плаћања пореза у одређеном проценту од инвестиције која се врши у земљи увозници капитала од стране предузећа из земље извоз-нице капитала.”[527]

Попут валоризационог умањења, и амортизација уз ниске „фиктив-не ануитете” репрезентује порески подстицај, с том разликом што се овај подстицај не ограничава само на годину у којој се срактички обавља инвестирање у земљи увозници капитала. Овај подстицај може се дати и у наредним годинама зависно од дискреционе одлуке предузећа у зем-љи извозници капитала. „Могући пример примене ове мере подршке могло би представљати претварање неизмирених ‘лоших’ зајмова (који ни-су потпуно амортизовани), које су одобрила предузећа земље извознице капитала у

523 E. Jchlc. стр. 549.
524 E. Jchlc. стр. 549.
525 E. Jchlc. стр. 549.
526 E. Jehle, оп. цит.. стр. 549-550.
527 E. Jehle. стр. 550.

властити капитал. Пореска олакшица може попримити облик амортизације зајма за ниске сриктпвне ануитете."[528]

Резерве на име губитака од подухвата у земљама у развоју јављају се као порески подстицај само онда када влада земље извознице капи-тала пружа подстицајну меру која омогућава да се „губити могу у било ком облику узети у обзир." У правилу, губици који су остварени у про-цесу пословања у земљи увозници капитала не признају се у земљи из-возници капитала. чак и онда када се примењује тзв. систем опорезивања светског дохотка. „Подстицаји које земља извозница капитала може пружити свом предузећу по окончању предузетничке активности у зем-љи увозници капитала у основи се своде на пресреренцијални третман при опорезивању увећане вредности капитала која се овим поводом може појавити."[529]

У пракси савремених пореских система постоје бројне подстицајне мере којима се порески терет олакшава (бенесрицијa) или којима се порески обвезник ослобађа пореске обавезе. У правилу, ове мере служе за остваривање екстрасрискалних циљева пореза, као што су привредни раст и антициклични есрекат. Порески стпмуланси се по правилу оживот-ворују: (1) одлагањем плаћања пореза. (2) снижењем пореске стопе, (3) изузимањем из дохотка, (4) одбијањем од дохотка и (5) преко инвести-ционог пореског кредита.[530]

Одлагање плаћања пореза за прједине пореске обвезнице може имати исту валидност као и пореска ослобођења у зависности од дужине периода пореског одлагања. јер се дугорочно пореско ослобађање срак-тички своди на есрекат укинутог пореза. Убрзана амортизација јесте најзначајнпји облик одлагања пореских обавеза. односно плаћања поре-за. У пракси већпне земаља практикују се бројни. међусобно различити. методи обрачунавања амортизације: линеарни метод, метод двоструко опадајућег баланса. метод збира година, метод иницијалног одобравања. метод слободне амортизације и метод превремене амортизације.[531]

Проблем амортизације заузима централно место у срискалној политици подстицаја инвестиционих активности, будући да је за пореске обвезнике изузетно важно питање одбитка износа капиталних расхода од пореске основице заједно са питањем временског распореда аморти-зације. Пореске уштеде инвеститора се. наиме, повећавају уколико се одбици капиталних трошкова повећавају. И уколико су трошкови капи-тала раније одбијени. утолико су већ еуштеде инвеститора. „Садашња вредност пореза која се плаћа у току периода трајања инвестиције са-стоји се из два дела.

---

528 E. Jehle. стр. 550.

529 E. Jehle. стр. 551.

530 Др Д. Поповић. Опорезивање дохотка оргапизацнја удруженограда. „Савремена адмннистрацпја". Београд. 1986.. стр. 70-73. S. Snossem (Ed.). Comparalive Tax Svstems. Nonh-Holand. Amsterdam. 1983.. Barry Bracewell-Milnes i J.C.L. Huiskomp, Investmcnt Incentives, Klawer, Deventer. 1977.. Tax Espenditures, Rcport by thc Committee on Fiscal Affairs. OECD. Paris, 1984.. H.J. Aaron i M.J. Boskin (Ed.). TheEconomicsof Taxation. The Brookings Instilution. Washington. 1980.. R.M. Bird. TaxIncentives for Invcstment, Canadian Tax Foundation, Toronto. 1980. i R.S. Smith. Tax Expenditures, Canadian Tax Foundation. Toronto. 1979.

531 Др Д. Поповпћ, оп. цпт., стр. 70-73.

Један део чини садашња вредност пореза каква би била када не би постојала амортизација. Други део, који се одузима од првог. представља садашњу вредност пореских уштеда услед одбијања амортизације.”[532] После увођења пореза по проф. Поповићу трошак ин-вестиције износи:

$$Bt = Rn \cdot An - t\left(Rn \cdot An - \frac{B}{d} \cdot An\right),$$

где су:

d - број година у току којих се врши амортизација (праволинијска),

Ad - садашња вредност ануитета од једне новчане јединице за d година,

An - садашња вредност ануитета од једне новчане јединице за n година,

Rn - годишњи прилив дохотка у току n година,

t - пореска стопа,

B - трошак инвестиције,

Bt - трошак инвестиције после увођења пореза.

„Према томе. могуће је закључити да ефективна пореска стопа (стваран износ умањења дохотка) зависи од законске пореске стопе н од временског распореда одбијања амортизације (дужине периода амор-тизације и брзине њеног одбијања унутар тог периода)... ефекат стиму-лације инвестиција може се. дакле, преносити како преко убрзавања амортизације, тако и преко снижења пореске обавезе.”[533] Одлагање плаћања пореза у суштнни репрезентује давање бескаматног зајма ин-веститорима, док убрзана амортизација рефлектује опроштај пореза.

Фискална пракса „наводи” примере различитог третирања амортизације у односу на утврђивање пореза на добит. иако се прописи о амортизацији брзо мењају (нарочито после спроведених срискалних реформи у земљама OECD крајем 80-их година). За нас су изузетно илустративни (непорески) третмани амортизације у пракси Шведске и САД. Шведска,[534] наиме. дозвољава употребу убрзане (геометријске) амортизације за опрему и стројеве по стопи од 30% (тзв. tripledeclining balan.ce), За прву годину дозвољена амортизација се креће и до 70%. Предузећа - уколико им то одговара - могу прећи са геометријске на линеарну петогодишњу амортизацију. „За поједину инвестицију се то исплати после треће го-дине, док се растућој фирми, брзим инвестирањем, исплати употреба 30% убрзане амортизације.”[535] У политици амортизовања зграда обично се користи

---

532 Др Д. Поповић, Опорезивањс дохотка организацпјаудруженог рада. „Савремена администрација”. Београд, 1986., стр. 68.

533 Др Д- Поповић, оп. цит, стр. 69.

534 Др М. Крањец, Утнцај полнтике амортизацијс п финаснран.с инвсстиција на ефективно опорезивање добнти предузећа, у: Зборник радова, „Опорсзивање добити предузећа”, Инстптут за јавне функције. Загреб. 1990.. стр. 117.

535 Исто. стр. 117.

линеарна амортизација. Просечан век зграде прописан је за пре-рађивачку индустрију на 28 година, а за трговину чак на 36 година. У САД[536] пак примењују се линеарна, геометријска и сума броја година, као три метода амортизације. „У 1981. години био је усвојен нови систем (Accelerated Cost Reciveny System) којим су сва основна средства сврстана у 4 групе, и којима је одређено време трајања (3, 5, 10 и 15 година). Аутомобили, камиони, опрема за истраживање и сл. имају рок три го-дине, постројења и опрема 5 година, комунална инфраструктура 10 го-дина, а остале зграде и справе (железнице) 15 година. Тиме је битно повећан годишњи износ амортизације и смањен просрит који се опте-рећује порезом на просрит."[537]

У сринансијској пракси земаља OECD примењују се бројни механизми одлагања плаћања пореза, као што су убрзана амортизација, преференцијални третман нереализоване укапиталисане добити, порески третман губитака и инвестиционе резерве.

Метод убрзане амортизације по правилу је опредељен прописаним временом отписа основних средстава (временски распоред амортизације) и избором одговарајуће срормуле за обрачунавање амортизације у ок-виру датог времена амортизовања основних средстава. Стандардна амор-тизација прописује се на бази утврђеног века трајања основних средстава и темпа застаревања средстава рада. Избор срормуле за обрачун амор-тизације у суштини се своди на одабир пресрерираног метода у односу на линеарни или праволинијски метод, метод двоструко опадајућег ба-ланса. метод збира година. метод иницијалног одобравања, метод сло-бодне амортизације и метод превремене амортизације.

Праволинијскн или линеарни метод подразумева исти годишњи из-нос амортизације у току прописаног века трајања и отписивања основног средства. Десетогодишњи период амортизације основног средства чија је вредност износила 1.000 динара имплицира, дакле, годишњи износ от-писа у износу од 100 динара.

Метод двоструко опадајућег баланса који се примењује у САД. Француској. Белгији, Шведској, Данској и 3. Немачкој репрезентује так-ву формулу обрачуна убрзане амортизације по којој се у првој години отписа основног средства одбија двоструко већи проценат амортизације него код примене линеарног метода, а да се на преостлаи износ вред-ности основних средстава у следећим годинама примењује исти проце-нат.

Метод збира година показује да је проценат амортизације, који се одбија сваке године, једнак односу између преосталих година периода амортизације и збира година периода амортизације.

Метод иницијалног одобравања инвеститору

Метод превремене амортизације по правилу је опредељен пропи-саним временом отписа основних средстава (временски распоред амор-тизације) и избором одговарајуће срормуле за обрачунавање амортиза-ције у оквиру датог времена амортизовања основних средстава. Станд-ардна амортизација

[536] Исто. стр. 117.
[537] Др Ж. Ристић, Фискалпа скономија, Савремена администрација, Београд. 1УУ1.. стр. 722.

прописује се на бази утврђеног века трајања основ-них средстава и темпа застаревања средстава рада. Избор формуле за обрачун амортизације у суштини се своди на одабир преферираног метода у односу на линеарни или праволинијски метод, метод двоструко опадајућег баланса, метод збира година, метод иницијалног одобравања, метод слободне амортизације и метод превремене амортизације.

Праволинијски или линеарни метод подразумева исти годишњи из-нос амортизације у току прописаног века трајања и отписивања основног средства. Десетогодишњи период амортизације основног средства чија је вредност износила 1.000 динара имплицира, дакле, годишњи износ от-писа у износу од 100 динара.

Метод двоструко опадајућег баланса који се примењује у САД, Француској, Белгији, Шведској. Данској и 3. Немачкој репрезентује так-ву формулу обрачуна убрзане амортизације по којој се у првој години отписа основног средства одбија двоструко већи проценат амортизације него код примене линеарног метода, а да се на преостлаи износ вред-ности основних средстава у следећим годинама примењује исти проце-нат.

Метод збира година показује да је проценат амортизације. који се одбија сваке године, једнак односу између преосталих година периода амортизације и збира година периода амортизације.

Метод иницпјалног одобравања инвеститору - који се прпмењује у 3. Немачкој, В. Британији, Француској, Италији, Белгији и Холанднји - омогућава да се завршеној инвестицији одбије готово 100% трошкова инвестиције на име амортизације. На тај начин инвеститор добија значај-ну пореску олакшицу у години (првој) инсталирања средстава рада. што се у суштини своди на бескаматни зајам као награду за ризик.[538]

Метод превремене амортизације - који се примењује у 3. Немачкој. Холандији. Данској и Италији - омогућава инвеститору да по сопственом избору отписује основно средство. Предузеће, у том контексту, може у било ком тренутку да реализује отпис основног средства (осим прве го-дине).[539]

Метод слободне амортизације, најзад, омогућава предузећу да по сопственом избору остварује политику отписа основног средства. Пре-дузећа обично бирају године у којима су профити највиши да би по од-битку веће амортизације платила мањи порез (нпр. Шведска и В. Бри-танија).[540]

Поред тога, у појединим се пак земљама пружа „преференцијални порески третман нереализованим capitals gains". Поступак преференци-јалног пореског третмана добити остварене по основу раста цена хартија од вредности (нарочито државних обвезница), као вид подстицања ин-вестиционе активности, оправдава се само у случају могућег одређивања посебне намене пласмана укапиталисаних прихода.[541]

---

538 Др Жарко Ристић, Порески системи н фнскална реформа. Истражнвачко-издавачкм центар ССО Србије, Новп Београд. 1991., стр. 278.

539 M. Basie, Svstems fiscaux. Dallonz. Paris. 1989.

540 Др Ж. Ристић, оп. цит., стр. 278.

541 Др Д. Поповић, Међународно порсско планирање. „Финансије", 5-6/89., стр. 267.

У другим пак земљама постоји „могућност преношења губитака уиазад или унапред, као награда за спремност за преузимање ризика". 1) „Компензирање губитака се у пракси остварује путем допуштања обвезницима пореза на профит да међу трошковима пословања у текућем пословном периоду могу приказати и пренесени губитак из претходних година и на тај начин умањити пореску основицу."[542] Овај се механизам у пракси пак своди на преношење губитака унапред. А то се управо разликује од преношења губитака уназад. У овом контексту, губици могу бити апсорбовани у профиту из претходних година. „Овакво се решење среће у ситуацијама када се очекује да ће одређена инвестиција бити рентабилна, али тек по протеку одређеног броја година у којима ће бити забележен губитак. Тада се свеукупна профитабилност инвестиционог пројекта може побољшати тако што се ови иницијални губици распореде уназад на рачун раније реализованих профита. У суштини, само пре-ношење губитака уназад изазива учинак одлагања плаћања пореза; пре-ношење губитака унапред, на будуће профите, има облик подстицаја у виду одбијања од дохотка."[543]

Порески третман губитака, са становишта времена, лимитиран је. Преношење губитака унапред лимитирано је на 2 године у Данској, на 5 година у Француској, Италији, 3. Немачкој и Белгији, на 6 година у Шведској и на 7 година у САД. Преношење губитака уназад за период од три године практикује се у САД, за две године у Холандији и за једну годину у Данској, В. Британији и 3. Немачкој. „Коначно, кроз тзв. ин-вестиционе резерве пореским обвезницима се омогућује сваке године да могу издвојити одређен износ профита у посебан фонд резерви за будуће инвестиције, фонд који се одбија од дохотка при утврђивању пореске основице. Тиме се у датој години смањује пореска обавеза, а плаћање пореза се одгађа за касније, када се инвестиција реализује."[544] Овај вид инвестиционих резерви примењује се у Шпанији, Шведској и Норвешкој.

Сннжења пореске стопе одсликавају могућност редукције пореског терета смањењем законске пореске стопе. Пракса селективног смањења стопе пореза на профит корпорација је широко заступљена у савреме-ним земљама ради: (а) стимулисања развоја појединих грана или региона (нпр. за развој западног дела Берлина у 3. Немачкој), (б) подстицања развоја малих и средњих предузећа (нарочито оних предузећа чији је профит сразмерно мали, какав је иначе случај у Аустрији), (ц) издвајања дела профита у посебне намене (нпр. за истраживања и развој, и за еко-логију), који се искључује из пореске основице, и (д) подстицања регио-налног развоја (у виду ослобађања од пореза).

Смањење пореске стопе често се ефектуира у виду пореског ослобађања. Ослобађања од плаћања пореза у теорији и пракси могу бити, најпре, делимична и потпуна. Пореска ослобађања, затим, могу бити де-стинирана у корист појединих грана или у корист одређених предузећа. Коначно,

---

542 Др Д. Поповић, Опорезивање дохотка организацијаудруженог рада, „Савремена адмннистрација". Београд, 1986., стр. 75.

543 C. K. Brown i P.M. Jackson (Ed.). Public Sector Economics, Basil Blackwell, Oxford, 1990.

544 Др Д. Поповнћ, Међународно порсско планнрање, „Фшгансије". 5-6/К9., стр. 267.

ослобађања од плаћања пореза могу бити дата на неодређено или одређено време. У појединим земљама OECD практикује се и тзв. политика селективног снижавања стопе пореза на доходак предузећа,

Која симултано служи за подстицање развоЈа поЈединих привредних грана или за развој одређених региона.

Изузимања из дохотка се, исто тако, често употребљавају. У пра-вилу, ова изузимања англобирају све оне ставке које не улазе у пореску основицу, односно остварени доходак пореског обвезника. Такав је иначе случај са распрострањеним инвестиционим субвенцијама, које се на глобалном плану примењују у Холандији, Италији, В. Британији и З. Немачкој (а и на регионалном плану у Француској и Белгији).

Метод инвестициопих субвенција управо се састоји у непосредном субвенционирању куповина основних средстава. Но, и метод инвестицио-них плаћања (премија) репрезентује субвенцију са фискалним импли-кацијама (независно од самог чина постојања пореске обавезе).

Одбијања од дохотка репрезентују „дефинитивно умањење пореске обавезе, а не само одлагање њеног плаћања.”[545] У структури различитих облика одбитака издвајају се: а) ревалоризација основних средстава. и (б) ревалоризација залиха. применом LIFO методе (која егзистира у пракси Француске и Луксембурга, нарочито код обрачунавања залиха). Но, стимулисање инвестиционе активности „обавља се и путем инвести-ционог одобравања, код кога је обвезнику дозвољено да у години на-бавке основног средства од бруто пореске основице одбије одређени проценат који додаје уобичајеним амортизационим износима”.[546] Овај метод користи се у Белгији. З. Немачкој. Холандији, Луксембургу. Швед-ској. Данској и В. Британији.

У пракси су углавном сви методп убрзане амортизације репрезентанта поступка одбијања од добитн у самом процесу квантификовања пореске основе. као дефинитивно умањење пореског терета. Ту су и методи инве-стиционог одобравања и ревалоризације основних средстава и залиха. Ме-тод инвестиционог одобравања репрезентује комбиновану примену ннди-ректне субвенције по основу реализоване гшвестиције и линеарне аморти-зације. „У години набавке основног средства предузећа је. наиме, допуште-но да од бруто пореске основице одбије одређени проценат на име инве-стиционог одобравања и то се додаје уобичајеним амортизационим изно-сима.[547] Амортизација се код инвестиционог одобравања, нарочито у ка-снијим годинама. одвија по потпуно уобичајеној схеми. Стога се највише користи у З. Немачкој. Шведској, Белгији, В. Британији и Холандији.

Механизам ревалоризације осеовних средстава јесте валидан меха-низам у условима високе и растуће инсрлације, која инволвира разлику између „историјске” и реалне амортизације, деградира стандардну обно-ву утрошених средстава рада, увећава фиктиван доходак на штету амор-тизација и инволвира растући тренд банкарских кредита за куповину опреме. И да би

[545] Др Д. Поповпћ. оп. цнт.. стр. 267.
[546] Исто. стр. 267.
[547] Исто.стр. 81.

се очувала реална супстанца фиксне имовине компанија у периоду високе инфлације обично се сума годишње амортизације увећава за износ инфлације. У основи, реч је о индексацији трошкова амортизације посредством индекса промене цене основних средстава (тзв. приступ трошкова замене) или посредством индекса цена на мало

(тзв. метод ревалоризације). Оба метода или приступа подразумевају примену концепта репродукционе вредности капитала (који у обрачуну успеха предузећа приказује надокнађен сриксни капитал) и концепта реалне вредности капитала (који очување куповне моћи инвестираног капитала приказује као циљ предузећа). Но, ревалоризација се може опсерви-рати и са аспекта инвестиционих подстицаја: „Стимуланс секрије у окол-ности да примена механизма ревалоризације омогућује да се одбију већи износи приликом утврђивања основица пореза из дохотка. Ревалоризација основних средстава фаворизоваће предузећа чији је сток средстава за рад код којих је веће релативно учешће сриксног капитала у односу на обртна средства, иако им је вредност основних средстава (исказана кроз трошкове замене) иста. Ревалоризација ће снажније стимулисати и предузећа чија је профитна стопа нижа, јер ће, уколико две сирме имају идентичну струк-туру капиталних средстава и исто учешће фиксног капитала у укупном капиталу, обе имати исти износ просрита који је ослобођен од пореза путем ревалоризације, без обзира да ли је нека од њих имала вишу профитну стопу, односно реализовану већу количину профита."[548] Овај приступ углавном се практикује у Француској и Италији.

Метод ревалоризације залихе[549] један је од важних облика одбијања од дохотка чији есрекат углавном зависи од нивоа инфлације и од брзине обрта залиха, као и од поступака обрачунавања залиха (као што су LIFO метод и метод средње цене). LIFO метод (last-in, first-out) „разоткрива" да роба која се продаје са залиха има управо највишу цену инпута. LIFO метод у процесу убрзања обрта залнха омогућава премошћавање јаза између реалних и историјских трошкова залиха. Иако не одговара кон-цепту реалне вредности капитала, LIFO метод је прихваћен у пракси Ита-лије, Белгије. САД и 3. Немачке.

За разлику од LIFO метода, FIFO метод (first in, first-out) разоткрива да роба која се продаје са залиха има најнижу цену инпута.[550] Као такав. овај метод репрезентује показатељ стварног сризичког тока залиха. иако у процесу инфлације доприноси преливању реалног капитала уложеног у залихе у пословни резултат.

Метод средње оцене, као поступак обрачунавања залиха, „се не поклапа" са фактичким кретањем артикала на залихама. И овај метод омогућава преливање реалног капитала уложеног у залнхе у резултате предузећа у инфлаторним условима. Убрзавајући обрт залиха, овај метод ублажава последице ерозије капитала „блокираног" у залихе под дејством инфлације.

---

548 Др Д. Поповић. Опорезивање дохотка организација удружсног рада, „Савремена админпстрацнја". Београд, 1986.. стр. 76.

549 Др Жарко Ристић. Фннанспјс предузећа. „Привредии преглед". Београд, 1990.

550 Др Д. Поповић. оп. цит., стр. 83.

Према томе, од поменутих метода обрачуна залиха најприхватљи-вија је „комбинована примена FIFO метода и механизма ревалоризације путем индекса општег нивоа цена" како би се „омогућило квантифико-вање реалних добитака (односно губитака) од држања залиха" и како би се „фиктивне инфлаторне добити" одстраниле из пословног резул-тата.[551]

Коначно. инвестициони порески кредит, као порески стимуланс, „омогућује компанији која инвестира да добије накнаду на име пореза који би иначе платила. Обично се обвезнику допушта да своју пореску обавезу умањи за износ који одговара одређеном проценту вредности инвестиције." САД служе иначе као илустративан пример примене „инвестиционог пореског кредита."

У пракси савремених фискалних система индустријски развијених земаља OECD и EZ,[552] дакле, значајно место заузима и тзв. инвестициони порески кредит. помоћу кога се предузећима пружа накнада на име по-реза који би иначе она платила. Код методе инвестиционог одобравања умањује се основица пореза на профит (односно јављају се одбици пре утврђивања пореске обавезе). Код тзв. метода убрзане амортизације плаћање пореза се само одлаже (помера за каснији период). Код „поре-ског кредита" се непосредно смањује порез, што представља чисту за-раду инвеститора. „У условима примене метода убрзане амортизације и инвестиционог одобравања највише користи ималн су обвезници чија је пореска стопа највиша. Код инвестиционог пореског кредита, међутим. сразмерно већа корист пружа се обвезницима чија је пореска стопа нижа.[553] То се постиже обично утврђивањем кредита у апсолутним из-носима. независно од пореске стопе. односно исказнвањем кредита у проценту од инвестиционог расхода. Међутим. инвестициони порескп креднт може се одобрити у проценту од пореске обавезе инвеститора.[554] Тада се већа олакшица пружа обвезннцима чија је стопа виша. али је зато нето профнтна стопа обвезника чија је пореска стопа виша рела-тивно мање порасла у односу на нето профитну стопу обвезника чија је пореска стопа нижа него што би то био случај у условима примене метода инвестиционог одобравања. Инвестициони порески кредит при-мењује се у више држава - чланница OECD. У САД одобрава се по стопи од 10% од вредности инвестиције, ако је век трајања средства о коме је реч барем 7 година. Ако је век трајања измешу 5 и 7 година. допушта се тражење само 2/3 кредита; ако је век трајања између 3 и 5 година, допушта се тражење само 1/3 кредита. За средства чији је век трајања краћи од 3 године, креднт се не одобрава. У СР Немачкој инвестициони порески кредит одобрава се само обвезницима који свој капитал позајм-љују ради инвестирања у Западном Берлину (12% од позајмљеног капи-тала.[555]

---

551 Др Д. Поповмћ. Међународно пореско планпрање. „Финансије", 5-6/89., стр. 268.

552 J. A. Key i M. A. King. The British Tax Svstems, Oxford Universiry Press. Oxford, 1990. 147

553 J. Bemard. Economiepubli<|ue, Economica, Paris, 1985. i B. Dafflon i L. \Vcber. Lc financement dusccteur public, P.U.F.. Paris. 1984.

554 Др Ж. Ристић, оп. цит, ст. 473.

555 Др Д. Поповић. оп. цнт.. ст. 82.

2) ОПОРЕЗИВАЊЕ OFF SHORE БИЗНИСА

Off shore начин пословања је у перманентном успону већ више од једне деценије. Експанзија off shore бизниса имплицирала је прецизне комерцијалне калкулације са перфектно испланираним пореским оптерећењем. Перфидни менаџери су „пројектовали" компаније преко којих треба водити бизнис (послове). Жељене компаније ваљало је регистро-вати у државама са најатрактивнијим пореским условима привређивања. Повећани број иностраних инвестптора - власника off shore компанија требао је бити условљен потпуним ослобађањем од плаћања било каквог пореза, који иначе гуше бизнис. Но, off shore бизнис, поред пореских бенефиција, имплицира модернизацију законодавства које ће гарантова-ти имовину фирме, пословни статус, политичку стабилност и сељење седишта компаније (redomiciliation). За off shore бизнис је изузетно важна пословна сигурност којом се штити и гарантује имовина и улог, и статус нерезидента у односу на пореске прописе и „обећано" ослобођење од девизне контроле државе у којој је регистрована компанија. Off shore бизнис тражи off shore банке које својим клијентима омогућавају пуну сигурност код трансфера капитала и међународних плаћања, као и от-варање банкарских рачуна у другим светским финансијским центрнма без девизне контроле и пружања финансијских извештаја централној банци. За off shore бизнис значајну улогу игра и развијени телекомуни-кацнони систем, који омогућава компанијама управљање пословима из било кога дела света и без обзира на временске разлике (јер налози, понуде. уговори перманентно теку). За власнике off shore компанија важне су н развијене и дискретне мреже пословннх услуга у областн промета капитала. осигурања. рачуноводства. банкарства. шпедиције и транспорта. Пословна инфраструктура је изузетно важна за off shore агенте. који су стално у покрету. Коначно, за off shore бпзнис је веома важна чињеница која се односи на гарантовање заштите идентитета вла-сника, днскреције пословних потеза и анонимности улагача. што држава, на чијој територији је регистрована off shore компанија, мора осигурати на трајан начин (ангажованијем nominee власника), али без тзв. прања новца и покрића недозвољених послова.

Оснивачи off shore компанија (власницн капитала). због пореских и банкарскпх привилегија. које добијају од државе на чијој територијн се региструје фирма. морају испунити одређене услове, које прописује дотична држава, и то: (1) власници off shore компанија могу бити искључиво инострана лица. која уносе капитал у земљу на чијој тери-торији желе да региструју своју компанију, али без власништва домаћег држављанина (какав је иначе случај у Либерији, која омогућава свом држављанину да располаже власништвом у off shore компанији до 25% капитала), (2) целокупан профит off shore компаније мора бити реали-зован искључиво из пословања са иностранством, односно са страним фирмама ван територније државе у којој је регистрована off shore ком-панија, и (3) капитал власника за оснивање off shore компаније мора по-тицати из иностраних извора и без права мешања са домаћим капиталом власника домаћих компанија у земљи у којој се региструје off shore ком-панија. Ове услове мора да испуни сваки нерезидент

који тежи да иско-ристи повољан порески третман, који не уживају домаће компаније у виду неплаћања пореза на профит или минималног плаћања. Привиле-гована пореска политика важи само за off shore компаније које не ремете привредну структуру земље на чијој територији „ради" off shore бизнис. Неутрално пословање off shore компанија не ремети тржишну конкуренцију између домаћих компанија нити удара на профитоносна поља до-маћег бизниса. Off shore Бизнис само доноси добит држави било по осно-ву минималног опорезивања профитра и такси за регистрацију компа-нија било по основу закупа пословног простора. коришћења пословне инфраструктуре и телекомуникационе мреже. и запошљавања домаћих лица (агената, саветника. рачуновођа).

Опорезивање off shore бизниса имплицира постојање различитих по-реских олакшица и ослобођења. То је важан критеријум на основу кога се све модерне државе, у којима се региструју off shore компаније. сврста-вају у три групе, и то: (1) група земаља у којима се off shore бизгшс у потпуности ослобађа плаћања пореза на профит компанија (тзв. нулта пореска стопа), (2) група земаља у којима се off shore бизнис опорезује по минималним пореским стопама (тзв. изузетно ниско опорезивање просрита компанија) и (3) група земаља у којима се сви облици off shore бизниса подједнако (истодобно) порески третирају, с тим што се потен-цијални порески изузеци дају одређеним компанијама које испуњавају одређене услове, које пропише држава на чијој територији је регнстро-вана off shore компанија (Exemption tax haven). Прве две групе земаља (Zero-tax haven i Low-tax haven) карактеристичне су по својим пореским структурама, у којима доминирају индиректни (посредни) порези. Пре-доминаитно учешће посредних пореза у буџетским приходима тих држава дозвољава нулти нли миннмално опорезивање профита директ-ним порезима. Но, и релативно високи индиректни порези не дерогнрају атрактивност улагања у развој делатности трговнне, осигурања и бан-карства на принципима off shore бизнис. У суштнни. у земљама са ек-спанзивним развојем off shore бизниса води се рачуна о „односу" директ-них пореза (који се институционално постављају за благо опорезпвање профита компанија) и нндиректнпх пореза (који се прописују за умерено опорезивање имовине и повећање номиналног капитала off shore компа-нија). Важно је, при томе, посебно нагласити да прописани индиректни порези не редуцирају атрактивност улагања у оним привредним делат-ностима у којима се реализују релативно високи просрити и у којима је имовина off shore компанија релативно мала. Са пореског становишта. будућност развоја финансијских центара off shore пословања и off shore busmess-а пружају само одређене земље Европе (Cyprus, Liechtenstein, Malta, Suisse, Andorra, Ireland, Luxembourg, Monaco, Madeira), Африке (Sey-chelles, Liberia), Средњег истока (U.A.E., Bahrain), Кариба (Antigua, Baha-mas, Bermuda, Aruba, Barbados, British Virgin Islands), Централне и Јужне Америке (Costa Rica, Panama, Urugvay), Пацифика (Hong Kong, Singapore, Vanuatu, Cook Islands, Nauru, Western Samoa) и тзв. Британских острва (Guernsey, Jersey, Gibraltar, Isle of Man).

Пореска сфера заинтригирала је рачунарску технологију као атрак-тивну арену улагања и оплодње капитала. Пореске банке података и

фискални информациони системи за пореске администрације и пореске саветнике постали су свакодневна потреба модернизације финансијског пословања државе и њеног јавног сектора са новим могућностима које нуди продор пословне информатике. И, доиста, показало се да рачунари могу много у фискалном сектору државе и јавној власти владе. Када то истичемо имамо у виду Deloitte Touche Tohwantsu International, као једну од највећих рачуноводствених и консултантских кућа у свету, која већ препоручује свој софтверски пакет „Светскн порески планер". Шведски Contax pak рекламира светску пореску енциклопедију за кориснике пер-соналних рачунара. То показује да је способност рачунара да чувају и омогућавају брзо претраживање огромног броја информација од изузет-ног значаја у прикупљању и манипулисању пореских информација.

У данашњем свету са водећом фискалном информатиком већина рачунарских система које користе порески експерти састоји се из дато-тека из чијих претраживања следи квалитетна анализа података и њи-хова евентуална примена која је потпуно у рукама обавезно добро обучених пореских саветника. Једини извор међународних информација о порезима је ипак CD - база података Међународног бироа за пореску документацију, као огранка Међународне фискалне асоцијације, која садржи податке о европској и латиноамеричкој пореској пракси, и тек-стове међународних споразума о двоструком опорезивању.

Еволуцијом пореског софтвера омогућено је и рачунарско плани-рање по принципу „what if (шта ако). У том контексту, фирма KPMG нуди свој Espatriate програм који израчунава пореске и социјалне издатке за службеннке на раду у 40 страних земаља, 26 швајцарских кантона и канадских провинција, и 5 америчких држава. Поменути Contax једини у свету даје лиценцу за своје програме који омогућавају процену ефеката трансфера зарада из једне у другу земљу на чист профит одређене мул-тинационалне групације.

Но. познати рачунарски системи са својим широким спектром мо-гућности нису од велике користи уколико се њиме не користе висококвалификовани људи. Интернационализација економије диктира потребу формирања тимова пореских саветника, пореских експерата и пореских стручњака, који добро познају пореско право, пореско рачуноводство, порески консалтинг, пореску информатику, пореску технику. порески морал и пореску етику како би се коначно стало на пут међународној евазији пореза и ширењу сиве економије без пореза.

Током јануара 1992. год. Савет EZ донео је Правилник о административној сарадњи у области индиректног опорезивања, којим су регулисани сви облици сарадње између пореских администрација држава чланица EZ у примени закона о порезу на додату вредност. Овим Правилником, заправо, успостављене су процедуре за размену информација електронским путем о TVA које се односе на трансакције унутар EZ. Надлежни органи пореских администрација су обавезани да успоставе електронску базу података са ускладиштеним подацима о разрезаном и наплаћеном VAT-у, и са регистрима лица која су добила идентифика-

циони број обвезника пореза. Надлежним органима јавне власти омогућен је директан приступ свим релевантним подацима о вредностима куповина унутар ЕZ, између држава чланица ЕZ и између пореских

Кипар (Cyprus) је, већ традиционално, пословни мост између Евро-пе, Блиског Истока и Африке, који фино укомпонованом фискалном политиком успева да привуче страни капитал, да започне консолидацију сопствене привреде, да постане атрактиван пословно-финансијски off shore центар, да развије слободну тржишну економију са ограниченом улогом државе и да атрактивизира приватну иницијативу (и својину) као основу привредног развоја. У том смислу. off shore компаније плаћају порез на просрнт држави по стопи од 4.259с, под условом да је просрит остварен ван територије Кипра, односно у пословима и сринансијским трансакцијама са срирмама, које нису домаћа предузећа. На дивиденде власници off shore компанија не плаћају порез чак и онда када сву своју зараду транссреришу по својој жељи по читавом свету.-,Камате и капи-тални добици су ослобођени од плаћања пореза, што, заједно са искљученом девизном контролом, представља додатни импулс за развој off shore бизниса.

Лихтенштајн (Liechtenstein), у самом центру Европе на Алпима између Аустрије и Швајцарске, развио је финансијски бизнис, захваљујући свом положају у царинској унији са Швајцарском, развијеној инсрра-структури за потребе међународног бизниса и диверисисрикованим за-конским прописима о статусним облицима off shore компанија. У Лих-тенштајну све компаније са статусом off shore компаије (Holding Compa-nies i Domiciliary Enterprises) уживају изузетне фискалне бенефиције и по-реске олакшице. Наиме, off shore компаније су ослобођене плаћања по-реза на просрит. Off shore компаније су обавезне да плаћају само тзв. capital tax по минималној пореској стопн од 0.1%. Истовремено, ове ком-паније плаћају stamp duty по стопи од 3%. а понекад и тзв. witholding tax по сотпи од 4%.

Јужна Ирска (Eire). са острвима Aran и Connemara (Ireland) постала је нови пословно-финансијски центар за развој off shore бпзниса у коме се једноставно региструје компанија или продаје већ регистрована тзв. Shelt Сотрапу. Страни капитал је посебно фаворизован. нарочито поре-ским концесијама. У пореском окружењу Eire, компаније чији су вла-сници странци не плаћају никакав порез из профита. под условом да странци-власници не стичу профнт из пословања у Eire нитн са компа-нијама из Eire. Уместо пореза на просрит у Eire се по правилу плаћа само тзв. годишња такса у износу од 200 британских фунти. Исто тако. део-ничари у овим компанијама не плаћају никакав порез на дивиденду, под условом да су странци и да ннсу резиденти Eire. Дивиденда, као и профпт. се може слободно трансферисати без икакве контроле и без огранпчења.

Мадеира, као део Португала, који ужива статус чланице ЕZ, развила се у модеран off shore центар са врло широким спектром активности у области банкарства, осигурања, холдинг инвестиција, туризма и индустријске слободне царинске зоне. Иначе, све су off shore компаније по-рески привилеговане, иако морају да подносе завршне рачуне пореским органима

(Limitade Сотрапу i Sociedada Anonima Сотрапу). Off shore ком-паније плаћају само годишњу таксу у износу од 1.000 америчких долара, пошто су ослобођене плаћања пореза из профита до 2011-те године.

The Isle of Man (Човечије острво) представља модерну пословну локацију за off shore бизнис, пошто ужива специјални статус у EZ са сло-бодном трговином са свим чланицама EZ. али са самосталним и од EZ независним пореским системом. I.O.M. спада у земље са тзв. low-tax си-стемом, односно у земље са изузетно ниским пореским оптерећењима. Основе пореског система су следеће: (1) порез на нмовину и наслеђе једноставно не постоји, (2) просрит off shore компанија ослобођен је од плаћања директног пореза на добит. под условом да је профит остварен из пословања у иностранству, (3) капитална улагања су у потпуности ослобођена пореза и (4) остала предузећа плаћају порез на профит по јединственој пореској стопи од 20%. Овај порез по стопи од 20% плаћа се на реализовани просрит из пословања на I.O.M. са компанијама које имају статус домицилних компанија.[556] Међутим, одређене компаније не плаћају порез на приход иако се сматрају резидентима. Наиме, Registra-tion Companies плаћају само годишњу таксу од 450 фунти уместо пореза на остварени профит. Exempt Insurance Companies, уколико поднесу захтев на изузеће од пореза, могу плаћати само годишњу таксу. Exempt Com-panies, уколико остваре профит ван I.O.M., могу поднети захтев за ослобађање од плаћања пореза на просрит, с тим да плате само тзв. обавезну годишњу таксу. Управо тај моменат је важан за off shore компаније, чији су власници странци, пошто се на профит, који се оствари ван територије I.O.M. не плаћа никакав порез на профит. Попут тога, и на дивиденде власник off shore компаније не плаћа порез. Према томе, само off shore компаније не плаћају порез на просрит, а сами власници off shore ком-панија не плаћају порез на дивиденде. Од 1981. године, односно 1987. године иновиран је порески систем, који сада у потпуности одговара страним улагачима, власницима постојећих off shore компанија и осни-вачима нових off shore компанија. Ниски трошкови пословања по основу ниских пореских стопа и/или пореских ослобођења и пореских олакшица јесу нови финансијски магнет за развој off shore бизниса и пословних центара. Додатнн подстицајн данас на I.O.M. важе за љљЕгоемпт Инсу-ранце Цомпаниес. за Trusts на I.O.M. односе се на нове предности (и по-годности) off shore начина пословања за фирме и институције, које носе статус: Exempt Insurance Companies, Trusts, Exempt Companies, Shipping Com-panies, Non-resident Companies, трговачка предузећа и банке.[557] По томе. дакле. осигуравајуће друштво може поднети захтев за ослобођење од плаћања пореза на профит и пореза на дивнденде власника - деоничара осигуравајућег друштва, уколико је профит осигуравајућег друштва остварен по основу off shore начина пословања (што је иначе привлачно за Captive insurance Сотрапу. реосигуравајуће компаније и пензијске фон-дове). И уколико надлежне финансијске службе I.O.M. одобре тражено пореско ослобођење, утолико је осигуравајуће друштво обавезно да плаћа само годишњу паушалну таксу да би одржало статус

[556] Off shore Financial Centries. Euromoncv, мај 1992., стр. 49-50.
[557] R. Latin Off shore biznis - gde i kako?. Yubic. Novi Sad 1УУ2.. стр. 52-55.

правног лица ослобођеног од плаћања пореза. Но, и труст компаније, чији власници нису резиденти, а компаније имају статус резидента, ослобођене су плаћања пореза на профит из простог разлога што та пореска приви-легија представља погодност за акумулацију здравог капитала, који је, ослобођен од пореза, лако трансферзибилан по жељи власника и без ограничења. Компаније са правним статусом Exempt компаније, исто та-ко. могу поднети захтев за потпуно ослобођење од плаћања пореза на просрит, под условом да им је делатност заштита патената, заштитних знакова, лиценци и Royalities, Commodity dealing, холдинг, бродарство и инвестиције, и да им је целокупан приход остварен ван I.O.M.. Надаље, у пословању Shipping Companies-ја брод мора бити или у власништву или у закупу компаније резидента I.O.M., с једне стране, и компанија мора испуњавати критеријуме Exempt Companies, с друге стране, па да се стекну услови за неплаћање пореза на просрит, који се оствари off shore посло-вањем. Исто тако, Non-resident Companies, које се доста препоручују за оснивање (јер су контролисане ван I.O.M.) плаћају само годишњу паушалну таксу у износу од 450 фунти, али не и порез^на профит. Ко-начно, трговачка предузећа и банке добијају од 1987. године додатне бе-нефиције кроз пореске редукције и кроз пореска ослобођења, што до-приноси снижењу трошкова пословања.

Гибралтар, као јужни део шпанског копна, познат је по томе што дозвољава подношење захтева за одобрење Exampt Status компаније. Тај захтев за off shore статус компаније односи се на ослобођење од плаћања пореза на просрит, који се подноси након оснивања компаније. Прих-ваћени захтев за off shore статус траје чак 25 година. Одобрени захтев гарантује потпуно ослобођење од пореза на профит и пореза на имовину компаније. Уместо пореза, компанија је обавезна да плаћа годишњи паушални износ на име таксе. под условом да акционари буду искључиво странци и да се уплати минимални оснивачки улог компаније. Годишња такса се плаћа да би се обезбедио и задржао off shore статус компаније. Она се плаћа у две рате (једна до 31. марта. друга до 30. септембра). под условом да је ослобођење од плаћања пореза на профит спроведено у пракси.

Џерси (JHersey), као једно од Каналских острва Енглеске, осигурало је посебан статус у EZ: задржана је фискална аутономија и прихваћена је царинска унија. Страна улагања су привучена повољним пореским олакшицама. Fiscal environment инкорпорира две ствари: (1) компаније које плаћају годишњу таксу и (2) компаније које плаћају порез. Off shore компаније које плаћају годишњу таксу у износу од 500 фунти не плаћају порез на профит, под условом да компаније не послују на самом Џерсију, да су основане на Џерсију и да се њима управља ван Џерсија. Компаније које су, пак, основане на самом Џерсију, које послују на Џерсију и којима се управља са Џерсија плаћају порез на просрит по стопи од 20%.

Гернси (Guemsey), као Каналско острво и доминион Британске кру-не. је, попут Jersey, задржао своју пореску аутономију и приступио ца-ринској унији EZ. Специјалним пореским погодностима страном капита-лу развио се у модеран off shore пословни и финансијски центар. Ком-паније којима се управља ван Гернсија и које не послују на самом Гер-нсију плаћају годишњу

таксу у износу од 500 срунти за сваку годину уна-пред уместо пореза на профит који се не плаћа на off shore бизнис. Међутим, компаније које послују на самом Гернсију и којима се управља са Гернсија плаћају порез на просрит по стопи од 20%. Опорезивање про-фита Captive insurance сотрапу врши се по базичној пореској стопи од 20%. Stamp duty се плаћа по сотпи од 0,5%. Taxation of off shore funds и Dwellin^s profits tax u Fiscal environment-u Guernsey-a не постоје од 1989. године.[558]

Западна Самоа (Western Samoa) у Тихом океану између Сиднеја и Хонолулуа развила се у значајан центар off shore начина пословања уграђивањем специјалних погодности у законеке прописе, које су у са-мом врху светске понуде. Оснивачи и власници off sfrore компанија морају бити странци да би искористили специјалне пореске бенефиције. Off sho-re компанија мора бити регистрована као деоничко друштво, које се може бавити било којом делатношћу, осим банкарством и осигурањем. У том контексту, није потребно ангажовање „nominee shareholders", што са пореским олакшицама значајно редукује трошкове пословања. Непо-стојање девизне контроле омогућава оснивање off shore компаније про-стим преношењем седишта постојеће компаније из било које земље са-временог света, које се награђује изузећем од плаћања било каквог по-реза. У целини посматрано, власници компанија, као физичка лица, не плаћају порез на доходак појединаца, а компаније, као пословна лица, не плаћају порез на добит.

Хонг Конг, као Британска колонија до 1. VIII 1997. године када се суверенитет преноси на Кину, послује као off shore бизнис подручје без девизне контроле, без ограничења у изношењу новца и без подношења финансијских и периодичних обрачуна и извештаја. У пореском за-дужењу Хонг Конг се користи територијалним прпнципом, а не доми-цилннм принципом. За пореске органе је важно да ли се ради о компа-нији која се сматра резидентном. Стога, Хонг Конг спада у земље low tax area. Земље, које се пак сматрају тзв. tax haven, инсистирају да вла-сници off shore компанија буду странци да би се компаније ослободиле плаћања пореза, односно да би плаћале порез на профит по минималним стопама. Према томе, за Хонг Конг је важно да се пореза не ослобађају компаније чпји су власници странци (тзв. домицилни принцп), већ да се пореза ослобађају само компаније које остварују профит у пословању ван Хонг Конга (тзв. територијални прпнцип). Само профити који су остварени изван Хонг Конга не подлежу никаквом опорезивању. Једно-ставно. за те компаније нема пореске обавезе. Оне су аутоматски ану-лиране.

Ваиуату (некадашњи Нови Хебриди). као збир малих острва у виду слова Y, између фиџија и Аустралије, представља потпуно нови off shore центар светског бизниса са изузетно повољном пореском полнтиком за све стране улагаче. Пореска политика овде служи чак и за заштиту иден-титета власника off shore компанија. Порески прописи су веома модерн-изовани и до максимума прилагођени захтевима савременог off shore начина пословања. По томе. дакле, Вануату представља ,,tax haven" државу. Власници (и оснивачи,

[558] Off shorc Financial Centrics, Euromonev. мај 1992.. стр. 46.

деоничари) off shore компанија не плаћају никакве порезе на своје дивиденде нити порезе на доходак физичких лица. Саме off shore компаније, као правна лица, не плаћају никакав по-рез на профит уколико је остварен из пословања изван Вануатуа.

Либерија је, као Афричка земља, међу првима обнародовала свој изузетно позитиван став према страним улагањима. приватној својини и тржишној економији. У Либерији се плаћа само 150 америчких долара годишње таксе, под условом да је мање од 25% власништва off shore компаније у рукама резидената и да се сав приход стиче из пословања изван Либерије. Тада све off shore компаиије не плаћају никакав порез на добит. Њихови власници, такође, не плаћају порез на своје дивиденде.

Сејшелска Острва (Seychelles) у средишту Индијског океана, од септембра 1978. године, Декретом у потпуности ослобађају компаније плаћања свих пореза, девизне контроле и обавезе вођења рачуна. Off shore компаније немају право да се директно ангажују у пословима на Сејшелима, а не могу имати непокретну имовину нити могу имати било какав удео у Сјешелским компанијама. Фискална политика би то пена-лизовала на најдрастичнији начин. Иначе, off shore компаније не плаћају никакав порез на добит на Сјешелским острвима. Власници off shore ком-панија, исто тако, не плаћају порез на дивиденде. Уосталом, Сејшели до сада нису потписали ни један уговор (споразум) о избегавању двоструког опорезивања.

Паиама са обалом Пацифичког и Атлантског океана између Ко-старике и Колумбије на улазу у Панамски канал позната је по потпуној анонимности власника компаија (ангажовањем nominee shareholders), по могућој куповини shelf сотрапу (тј. регистроване компаније), по офису (седишту) компаније, које може бити свуда у свету, заједно са тзв. књи-гом акција, и по непостојању обавезе подношења завршног рачуна и фи-нансијског извештаја Панамским властима. У том контексту, Панамски порески систем почива на тзв. територијалном принципу, по коме ако компанија не послује у самој Панами нема никаквих пореских обавеза (пореза на добит). У том случају, off shore компаније плаћају само го-дишњу таксу у износу од 150 америчких долара. Многи власници, као акционари, не плаћају порез на дивиденде.

Порторико (Puerto Rico), попут Панаме, од 1986. године форсира детаксиране инвестиције. нефискални третман профита off shore компанија, пореске олакшице за ретрансфер банкарске добити и профита осигуравајућих компанија, и пореска ослобађања дивиденди.

Холандски Антили (Netherlands Antilles), као земља Кариба, већ дужи низ година промовишу (успешно) развој off shore бизниса посред-ством изузетно подстицајне пореске политике. У фискалном „environ-ment-u" стопе пореза на добит финансијских компанија и холдинга крећу се од 2,4% до 3%. Услуге, које одбацују профит опорезују се по стопи од 4,8-6,0%. Компаније у слободним зонама плаћају порез по стопи од 2%. Shipping i aviation companies плаћају порез по стопи од 7,7-9,6%, док mutual funds плаћају порез по стопи од 2,4-3%, односно од 4,8-6%.[559]

[559] Off shore Financial Centries, Euromonev, мај 1992., стр. 71.

Antigua i Barbuda, као острва у Антилима северно од Тринидада, позната су по off shore компанијама, које фунгирају, као Intemational Bu-siness Соптрапу (IBC), које су изузете од девизне контроле. Трансфер ка-питала је потпуно слободан, мада не постоји законски минимум осни-вачког улога (осим када су у питању off shore банке и off shore осигура-вајућа друштва). Обавеза подношења завршног рачуна није предвиђена. Власници IBC су у потпуности ослобођени плаћања пореза на дивиденде. Off shore компаније, као правна лица (IBC) су потпуно ослобођене од плаћања пореза на добит двадесет година од дана регистрације.

Nevis, као најдивнија природна ботаничка башта југоисточно од Ма-јамија, од маја 1989. године много чини за развој off shore бизниса. У игри су многобројне погодности: (а) Off shore компаније не плаћају порез на добит. а власници деоница off shore компанија не плаћају порез на дивиденде (под условом да је профит остварен из пословања изван Ne-visa), (б) власници off shore компанија могу живети у било ком делу света. (ц) off shore компаније немају обавезу нзраде годншњег завршног рачуна нити предају извештај о промени власника деоница, (д) off shore компа-није могу преселити своје седиште у било коју земљу и (е)"off shore ком-панија може се купити као регистрована компанија. У том контексту, најважније је да се порез не плаћа ни на добит нити на дивиденду. „Дру-гим речима. порез не плаћа нити off shore компанија као правно лице на профит који оствари она сама као компанија, нити њен власник као физичко лице на добит коју сам себи као своју дивиденду пренесе са рачуна off shore компаније на свој лични рачун".[560]

Бахамска острва (Bahamas), као група острва и гребена у Карип-ском архипелагу, у близини обале Флориде, не прописују девизну кон-тролу ни девизна ограничења нити трансфер девиза (уношење и из-ношење девиза). који је потпуно слободан за све off shore компаније. На Бахамима off shore компаније не могу пословати са компаннјама рези-дентима, нити могу поседовати некретнине. Off shore компаније се не могу бавити осигурањем и реоснгурањем нити банкарством као делат-ношћу. Загарантована је пуна анонимност off shore компаније. Off shore ком-паније не плаћају порез на профит, а њени власницн не плаћају порез на дивиденду. Профит се може трансферисати без икаквих пореских баријера.

Кајманска острва, као група острва у Карипском архипелагу јужно од Мајамија. већ читаву деценију играју на карту стварања максимално повољних услова за развој off shore компанија И пословно-финансијског бпзниса. На Кајманским острвима правна п физичка лица не плаћају порез. а законски прописи гарантују потпуну заштиту идентитета вла-сника компанија и пословања off shore компанија. Статусни облпк орга-низовања носи са собом одређене бенефицпје. и то: (а) могућност изда-вања деоница на доносиоца, (б) могућност сељења већ регистроване фирме и (ц) могућност добијања Certificate off Tax Concessions који га-рантује ослобађање од плаћања било каквих пореза на Кајманским острвима у трајању од 20 година од дана

[560] R. Lalin. оп. цит., стр. 74-75.

регистрације off shore компаније. Дугорочне пореске бенефиције су најјачи адут у развоју off shore бпзниса на Кајманским острвима.

British Virgin Islands. као група острва источних Кариба између Ан-тигуе и Порторика, са статусом Британске колоније, у последње време изузетну пажњу посвећује развоју off shore бизниса кога негују три различите групе компанија: (а) Resident Companies, (б) Non-resident Companies ii (ц) Intemational Business Companies. Компаније из прве групе плаћају умањен износ за годишњу дозволу пословања (у зависности од вредиости имовине компаније) и порез на профит без обзира да ли тај профит потиче из пословања на British Virgin Islands нли из off shore пословања. Друга група компанија не плаћа порез на просЈшт него годишњи паушал-ни износ таксе и годишњи annual filing fee, јер се компаније оснивају само у области осигурања. Коначно. компаније из треће групе су практично изузете од плаћања било каквих пореза, осим плаћања годишње лиценце (дозвола за рад у паушалном износу од 100 америчких долара). А ако не послују са компанијама резидентима ове компаније не плаћају ни по-рез ни дивиденде. а ни порез на имовину.

17. ПОРЕСКА ФОРМУЛА ЕКОНОМИКЕ ПОНУДЕ

Инфлација је - вели Laffel - стање када у односу на превише новца има премало робе и услуга на тржишту и зато економисти желе да се боре против инфлације смањивак»ем иовчане масе у оптицају. Но, не-кадашњи економски саветник Регана, као протагонисти тзв. економија гаонуде, сматра да се за сузбијање инфлације ваља борити повећањем робне понуде. Монетаристи сматрају да је сузбијање инфлације могуће само ако се драстично заустави повећање новчане масе, односно само ако се акције усмерене на понуду новца (као и кејнзијанци). Структу-ралисти, пак, главну пажњу посвећују тражњи новца (Laffer). Присталице економије понуде теже редукцији пореза, а кејнзијанци повећању пореза за сузбијање инфлације. У снижењу пореза економисти понуде виде значајан подстицај производњи, а преко тога и понуде робе и услуга на тржишту. Придавањем значаја ниским пореским стопама, структурали-сти сматрају да редукција пореза представља кључии инструмент за сузбијање гшфлације и смањење буџетских дефшчицита. Супротно од тога, присталице економије понуде потврђују да су буџетски дефицити повезани са инфлацнјом и порастом каматне стопе. и да. стога, провоцирају ефекат истискивања са негатшзним импликацијама на гшвестициону активност и будући раст. Најно-вија политика изласка привреде из рецесије више се не базира на монетари-стичкој рестршшији тражње у инфлацији или на кејнзијанској експанзији тражње у депресији већ на регулисању понуде чије повећање у условима исто-времене инфлације и незапосленостн треба да

отклони оба ова жаршпта не-стабилности.)[561] Средства за остваривање ове политике су „дерегулација" при-вреде, смањење улоге државе у регулисању економских токова. оживљавање иницијативе посредством тржишта, потискивање улоге синдиката, монетари-стичка рестриктивна политика обуздавања гшфлације и фискална политика редукције пореза и јавних расхода. При томе, средства ослобођена из друнггве-ног буџета чији би продуктивни удари на понуду извели привреду из рецесије. Структуралисти тако резонују из разлога што верују да су тржигнне економије природно ефикасне, али не производе природни раст[562] довољан за сузбијање инфлације и за смањење незапослености. Стога сматрају да ће се са порастом профита штедње и инвестиција у условшма елиминисања неконтролисане со-цијализације дохотка и натурене државне регулативе незапосленост „сама по себи" опадати са растом производње.

Економска политика понуде утемељена на идеолошким премисама омогућава преваљивање терета кризе на радничку класу и сиромашне на тај начин што се под притиском незапослености крешу притисци на пораст надница, укидају издаци за социјалну заштиту државе благостања и природно смањују порези сиромашнијим (јер редукција пореза за 23% оставља веће дохотке богатијим). Тиме се мења структура буџетских прихода повећањем пореза сиромашнијих u смањењем пореза богатијих. Смањење фискалних прихода и преко уз симултано умањење социјал-них давања и невиђени пораст војних издатака (који се враћају вој-ноиндустријском комплексу преко увећане наруџбине) утрло је пут ра-стућим буџетским дефицитима, који се покривају задуживањем на тржишту капитала са индукованим повећањем прихода власника ка-питала. Управо из тих разлога, уравнотежење инсЈзлације и незапосле-ности је све теже оствариво иако је елегантно разрађен нови меха-низам пребацивања терета кризе са капитала на рад.[563] Теоретичари „supply-side economicsa" сматрају да је обарање гшфлације ургентан за-датак економске политике, иако инфлацију не сматрају најважнијим проблемом.[564] У кратком року, по њима, треба осигурати реалне пре-дуслове за економски раст отклањањем инфлаторних поремећаја, а потом тежити смањењу незапослености и повећању економског раста на дугн рок. У том контексту, рестриктивна монетарна политика има-ла би првенствено за функцију да обори стопу раста инфлације (на меру тзв. пузеће инфлације), али без примена мера административне контроле цена и непосредне државне интервенције у прнвредп. Мо-нетарна стега одређујући растућп тренд каматних стопа, мора датп очекиване резултате на плану децелерације стопе раста општег

561 Ackerman. Reagonomics, Rhetoric us Realitv, Pluto Press, London. 1982.

562 M. Olson. Thc Rise and Declinc of Nations: economic Growth, Stagflation and Social Regidities, Yale Universitv Press. 1983.

563 Круппом бнзнису понуђене су и многе друге олакшице које с.мањују порезе кроз убрзану амортизацњу. ослобођења пореза на нове инвестпције п опрему. тзв. порески креднт (ia.\ credit). премирање капитала. нпвестицпоне прнмове. птд.

564 Поједпнн екстремии структуралнстп. у том контексту. пцу даље и предлажу порез на пзворс капитала и порез на ресурсе од штедње радп социјалног мпра (тј. подједнаког опорезпвања п богатпх п сиромашнпх) п солидарног запошљавања. мада бп се замаскираним путем (рсфупда-цнјама пореза и нореским концесијама и бонификацијама) при.ходн од капнтала п штсдње „ослободили", у крајн,ој ипстацп. пореског терета.

нивоа цена. па макар то било уз релативно високу цену рецесије; јер. једино рецесионо пречпшћавање може разбитп ригидност надница надоле и нзменити функцпонисање тржишта рада.[565] Уз то. редукцнја пореза треба да с.мањи трошкове производње н на тај начин. да сапне трошковну пнфлацију. И. тек онда када се редуцира инфлација треба смањитп каматне стопе и створити реалне услове економском расту. што значи да се у другој сразн покретачке снаге налазе управо у стп-мулама на страни понуде. а не на страни тражње. Проблем буџетског десрицита у основи разрешавао бп се спмултано кресање јавнпх ра-схода іі снажењем пореских рандмана. А ако није могуће разбити рп-гидност буџетског дефицпта у првој етапи. индуковани пораст нацио-налиог дохотка. услед пореске редукције. сигурно ће обезбедити до-датни прилив фискалних прихода за еквплнбрирање буџета у наведе-ном периоду.

Проблем раста производње. односно понуде, теоретичари supply-si-de економије виде у читавом спектру стимулуса рада. штедње и инве-стиција, при чему фискална релаксација репрезентује окоснпцу стратеріје раста понуде.[566] Ради се, дакле, о императивној прелокацији ресурса из непродуктивних пунктова, непроизводних џепова, потрошње и доко-лице у корист рада, штедње и инвестиција у функцији промовисања еко-номског раста. Према томе, занемарује се редистрибутивна фискална функција у корист алокативне функције дестинирањем ресурса бизнису, пошто побољашње економског положаја богатих у дугом року треба да доведе до повећања животног стандарда сиромашнијим[567] (иако Тобин сумњичаво гледа на могућ успех supply-sidersa). Тобин, заправо, сумња у „способност" да се произведу ефекти сагласно резултатима наивне про-гнозе протагониста supply-side политике.[568] Теоретичари економије по-нуде окренули су се проблему дефинисања нивоа пореског лимита у фор-ми апсолутног и реалтивног пореског оптерећења друштвеног произво-да.[569] При томе, апсолутни порески лимит репрезентује ниво фискалног оптерећења друштвеног производа, који, са даљим растом пореског оп-терећења, не омогућава пораст пореских прихода, док релативни поре-ски лимит номинује ниво фискалног оптерећења, који, са даљом еска-лацијом пореских прихода, долази до редукције акумулационог потен-цијала и повећања трошкова производње. У популарној Lafferovoj кривој порески приходи не иду од тачке а до тачке (3, већ од тачке ос према тачки у, јер би повећање пореске стопе од 0% на 100% било праћено потпуним апсорбовањем националног дохотка од јавног сектора.[570] Ниво пореског оптерећења у тачки Z представља ниво апсолутног пореског лимита изнад

---

565 G. Harcourt (Ed.), The Macrocconomic foundations of Macrocconomics. Macmillan. London. 1977. і J. 0. N. Perkins. Unempolovment,Inflation andNewMacrocconomic Policv, St. Marlin's Press, New York. 1982. J. Tobin. Reagonomics and Economics, The Ne\v York. Review oГ Books 19/81. стр. 13-14.

566 I. Kristol, Ideologv and Supplv-Sidc Economics, Magazine Reprint 9/81. стр. 4-6.

567 J. W. Middendorf, Supplv Side: a Bigger Economic Pie. Magazine Reprint 9/81. етр. 4-5.

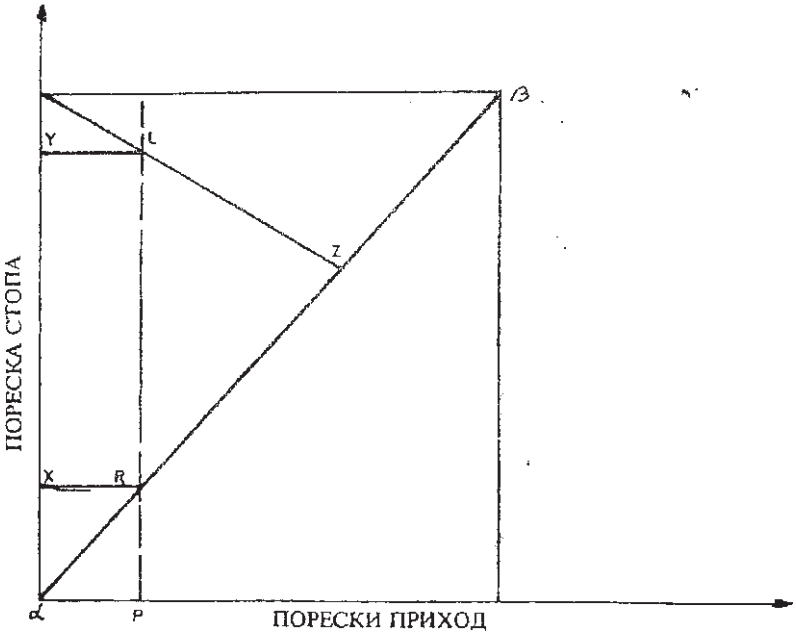
568 Jean-Lne Gaffard. Ecpjilibres kevnesiens et theorie des crises financieres. Econoinie appiicjuee 4/S2 стр. 643-680.

569 R. Goode. Limits to Taxation. Finance and Development, март 1980. стр. 11—12.

570 W. Eltis. Thc Need to Cut Public Expenditure and Taxation, u „Is Monetarism Enough" The Institute of Economic Affairs, London, 1980, стр. 85-87. и F. Barnes, The Storv of Supply Side, A Revolution in Economic Thinkings. The BaltimorSun, 1981.

кога наступа фаза смањивања пореских прихода. Самим тим. пореска стопа мора бити испод 100%, како би се порески приход усмерио према тачки R уместо тачке (3. Сем тога, крива илуструје ком-бинацију више (Y) и ниже (X) пореске стопе за формирање одређеног нивоа пореских прихода (P), а да се не ремети економска активност и не дестимулише акумулација капитала и понуда рада.[571]

ПОРЕСКИ ПРИХОД И ПОРЕСКА СТОПА



Предпкација на снижење пореза у формп покретања економског раста преко стимулација рада. штедње и инвестиција имплицира потпуну слободу тржишним законима комплементарну са смањивањем улоге државе интервенције.[572] У том склопу. теоретичари економије понуде сматрају (1) да се буџетска средства мање-више нерацпонално троше (2) да друштвена корист од различитих облика јавних издатака није ек-вплибрирана са друштвенпм трошковима; (3) да јачања државног интер-венционизма воде експанзији админпстративног апарата и нерационал-ном запошљавању и супституцији економске логике, (4) да јавни сектор, услед одсуства тржишних законитости, редукује продуктивност и води социјализацији губитка јавних предузећа и (5) да предимензионирана јав-на потрошња генерира инфлационе импулсе, редуцира економски раст и смањује продуктивну запослност. Међутим, кејнзијанци оспоравају неоконзервативне теретичаре supply-side економије

571 Lafferova крива. налпк на Gaussovu крпву. репрезеитује кривуљу пореског рапдмана, ослаљајућп се на теорију Реггуа. У позадинп Lafferove криве стојп срормула економије понуде. коју је Giersch респектовао у моделу РФА, јер је. по Cristolu, наглашавао раст, а не расподелу.

572 T. D. WiUett, The Case for Reducing Governmcnt's Rolc in the U. S. Econoniv, Bvliner У/81. ст. 1-4.

да експанзивни раст јавног сектора негативно делује на цене, запосленост и раст. сматрајући да јавни сектор не индукује стагфлацију, с обзиром да егзистира неси-гнификативна корелација између учешћа јавних расхода у друштвеном производу и стопе раста реалног друштвеног производа.[573] Кејнзијанци негирају чак и хипотезу о деловању раста јавног сектора на инфлацију. пошто монокаузални приступ инфлацији не признаје синдромом стаг-флације.[574]

У том контексту, Тобин наглашава да дефицитарно финансирање буџета може да изазове или инфлацију или тзв. истискивање акумулације капитала, али симултано провоцирање инфлације и истискивање није могуће. У инфлацији новац се чини мање привлачном 'тшовином у по-ређењу са штедњом у другим облицима. Стварна и очекивана ерозија новчаних фондова и номиналних дугова путем инфлације доводе до њи-хове неатрактивности. У другом року, реални фондови се прилагођавају тражњи за јавном имовином, при чему се ниво цена и стопа инфлације прилагођавају државној понуди.[575]

У свом моделу Тобин[576] описује фискалну политику помоћу параметара е, као дела дохотка који купује држава, параметра t, који се мо-билише путем пореза по одбитку трансфера, и параметра 1 - у, који се финансира помоћу издавања каматоносних обвезница. При томе, реална стопа приноса од новца (-i) као негативна вредност стопе инфлације, реална стопа за обвезнице (гв), која је одређена тржиштем, тржишна вредност обвезница 1/(гв+J), као реципрочна вредност њихове као реци-прочна вредност њихове номиналне стопе приноса, трошкови реалне ка-мате новог дуга (rd), као пондерисани просек реалних стопа гв(1 - у) + (-i) у, и однос укупног дуга према националном дохотку (d), уз претходна три фискална параметра (е, t и 1 - у), дају идентитет државног буџета:

$$e - t = (g - rd)\, d = [g\text{-}r\,(1 - \gamma) + i\,\gamma]\, d,$$

где величина g репрезентује природну стопу раста.

Власници богатства, вели Тобин, могу држати капитал који нои реалну каматну стопу (гв), при чему агрегатни капитални коефицијент сто-ји у обрнутом односу према овој стопи за к.(гк) у равнотежи стабилног стања. У

---

573 Намме. порастјавних пздатака у земљама OECD у периоду 1960—1980. за 1% провоцнра пад стопе раста реалиог друштвеног производа за свега 0,05% (D. R. Camcron. On the Limits of the Public Економу, u J. R. Hollingsworth (Ed.). Govcrnnicnt and Economic Pcrformancc. The Annals of the American Academy of Political and Social Science, јануар 1У82, ст. 49-52.

574 A. T. Peacock i M. Ricketts. The Growth of the Public Sector and Inflation, u F. Hirsch i H. Goldlhorpe, The Polilical Економгу oflnflation. M. Robcrtson. London. 1978, стр. 127-139.

575 J. Tobin i W. Buitter. Long-Run Effects of Fiscal and Monetarv Policj' on Aggregate Demande, u J. L. Stein (Ed.). Monetarism. Noith-Holland, Amsterdam, 1976. Debt Neutrality: A Brief Review of Doctrine and Evidcnce. u G. von Furstenberg (Ed.), Social Seeurity virus Private Saving in Post-industrial Societv. American Council of Lil'e Insurance, Washington, 1979. i Fiscal ап Monetarj' Policies. Capital Formalion and Economic Activity, u G. von Fustenberg, The Government and Capital Formation. Ainerican Council ol' Live Insurance, Washington, 1979., J. Tobin, Essays in Economics: Тheory and Runs. u A. I. Greenfteld i dr. (Ed.), Economic Theorv for Economic Efficiency: Essays in Honor of Abba P. Lemer, M. 1. T. Press, Cambridge. 1979.

576 W. Lachmann, Акумулација имошше п економска активпост, Центар за културну делатност. Загреб, 1983..st. 80 и 81.

стабилном стању. тражња ових облика имовине у односу на укупан доходак представља се као функција f[Tk (1-t), i\, -i, t] стопа при-носа по одбитку пореза и пореске стопе - где је J = К. В, М. У том склопу, веће опорезивање смањује жељено богатство, смањује понуду јавног дуга, повећава тражњу јавног дуга. смањује тражњу капитала. По-раст пореске стопе је антиинфлаторан, али изазива тзв. ефекат исти-скивања капитала.

Дискусија о томе да ли је фискална политика ефикасно средство за позитивно утицање на ниво запослености обогаћена је расправом о тзв. истискивању тражње приватног сектора (crowding-out), укључујући разлпке између реалног и финансијског сектора (crowding-out), ук-ључујући разлике између реалног и финансијског crowdinga.[577] У распра-вама о потискивању средстава за трансакционе сврхе и ефектима поти-скивања портфеља значај буџетске рестрикције ступа у први план, јер је могућ crowding-in, тј. унапређење тражње приватног сектора. При то-ме, фискални мултипликатор мора бити дугорочно позитиван, иако ста-билност економског феномена не доводи нужно до позитнвног фискал-ног мултипликатора као у теорији Blinder-Solowa. Но, у истраживању ре-алног crowding-out-а државна рестрикција буџета више не игра улогу, с обзиром на то да се као важан фактор развија инвестицнони мултипли-катор повећања државних издатака. Позитиван инвестнциони мултипли-катор доводи до повећања цена које гарантују реалан раст. Већа изда-вања државе уз симултано сузбијање инфлације делује погоршавајуће на ниво запослености и могу довести до опадња реалног дохотка, а тиме и до повећања незапослености.

Теоријска расправа о ефикасности фискалне политике коригује се. будући да постоји очигледна могућност јако дивергирајућих дејстава по-реза и јавних расхода у оквиру екстремно пасивне или активне моне-тарне политике.[578] При томе је од изузетног значаја питање да ли се фискус код утврђивања нових комбинација инструмената оријентише са-мо према робном тржишту или према новчаном тржишту преко ефеката својих активности. Но, доказано је да се дејства пореза не ограничавају само иа тражњу добара. јер се променама пореских тарифа утиче ди-ректно на понуду добара. тражњу новца и понуду новца. Услед тога нео-пходна је чвршћа коорднација монетарне политике централне банке и фискалне политике. као корисна алтернатива за политику усмерену на смањење ннфлаторних ефеката. обезбеђење пуне запосленостн и про-мовисања реалног раста друштвеног производа. Додуше. чвршћа коор-динација монетарне и фискалне политике је императивна у домену де-фицптарног буџетског финансирања јавне потрошње, у пресецању кау-залитета фискалних дефицнта н инфлације, у елиминисању последица дефицитарног алиментирања јавне тражње у економске токове репро-дукцње. у блокирању спрега јавнофннансијскнх дефицита. фискалног оптерећења и зајмовног (интерног и екстерног) суфинансирања и у ре-визији стратегије

577 W. Lachmann. Cro\vding-out and die budgetrestriktion des states: Eine kritik. Kredit und Kapital 1/82 st. 113-131. i R. J. Cebula, An empirical analvsis of the „crowding oul" effect of fiscal policv in the Llnited Statcs and Canada. Kvclos 4/7«, стр. 424-436.

578 M. Rose. Fiscalpolitik bci aktiver und passivcr Zcntralbankpolitik, Kredit und Kapital. 1/82. ст. 90-110.

дефицитарног финансирања реконверзијом дефици-тарног финансирања у суфицитарно финанснрање и супституцијом буџетских дебаланса фискалном рееквилибризацијом.

За разлику од монетараца, који у променама новчане масе виде најважнију детерминанту промена номиналног дохотка, у кејнзијанској доктрини се не може наћи ни једна доминирајућа макроекономска величина за одређивање општег нивоа цена. Али, већина кајнзијанаца не мисли да је новчана маса без значаја за кретање општег нивоа цена, исто као што іі већина монетариста не сматра да је новчана маса само једна де-терминанта промена номиналног дохотка. односно вредности новца. Кључна разлика између монетариста и кејнзијанаца постоји, ипак у томе што монетаристи тврде је општи ниво цена макроекономски одређена величина, док кејнзијанци сматрају да се укупни ниво цена изводи из појединачних цена, које су детерминисане висином надница, повећањем добити, висином пореза, напретком у производњи и ценама увозних до-бара. Теорија „Supple-Si.de Economicsa" јавља се као реакција на тради-ционалну макроекономску политику наслоњену на тражњу. Разочара-ност у дилему теоретичара тражње: мање инфлације - више незапосле-ности (монетаристи) или мање незапослености - више иифлације (кеј-нзијанци) допринела је убрзаном васкрсавању теорије понуде и експо-нирању структуралиста.

У условима стафлационих трендова, структурне промене дестиниране повећању реалне понуде су потребније од простог редуцирања тражње. Стимулисање рада, штедње и инвестиција (политиком пореске редукције), побољшање ефикасности привређивања и алокације ресурса (укидањем субвенција, кресањем социјалних расхода и стопирањем раста надница), форсирање техничко-технолошког прогреса и фоомирање ка-дрова налазе својеисходиште у повећању робних фондоваг[579]

Структуралисти се, у начелу, слажу са монетаристима да је инфлација ургентан задатак економске политике (али не и приоритетан). Али, са монетаристима се не саглашавају, у погледу третирања инфлације као монетарног феномена. Структуралисти сматрају монетаристичко схва-тање инфлације једностраним. Из тога разлога, теоретичари економије понуде се супротстављају примени ортодоксних мера преоштрих моне-тарних и фискалних стега, јер се на тај начин продубљује рецесија и блокира привредни раст. Против инфлације ваља се борити повећањем робне понуде, а не смањењем новчане масе у оптицају (монетаристи) и повећањем пореза и смањењем јавних расхода (кејнзијанци).

Теорија понуде базирана на макроекономском приступу пледира на пораст профита, штедње и инвестиција (у условима елиминисања неконтролисане социјализације дохотка и натурене државне регулативе). и на смањење незапослености методом раста производње.

---

[579] X. Zolotas. Economic Growth and Declining Social Welfaire. New York Universitv Press, N. York, 1982., S. Wolfson, Public Finance and Development Strategv, The John Hopkins Universitv Press, Baltimore -London, 1979., E. Rossier, Economie Structurele, Economica, Paris. 1980.

У случају пореза, економисти понуде виде значајан подстицај производњи, а преко тога и понуде робе на тржишту. Понуда је та која треба да достигне тражњу на коју се већ рестриктивно делује. Средства за остваривање политике изласка из стафлације су, према томе. дерегулација привреде, смањење улоге државе у регулисању економских то-кова, оживљавање иницијативе посредством тржишта ослобођеног ко-ректура XX века, потискивање улоге синдиката (елиминисањем клизних скала и индексације), политике редукције пореза и социјалних расхода, политике смањења количине новца у оптицају итд. При томе, средства ослобођена из државног буџета нерационално усмеравана остављала би се бизнису и потрошачима чији би продуктивни удари на понуду извели привреду из рецесије на стазу убрзаног и стабилног раста.

Само у кратком року треба осигурати реалне предуслове за економски раст отклањањем инсталисаних инфлаторних поремећаја, а у другом року треба тежити повећању производње и смањењу незапослености. Рестриктивна монетарна политика, у том склопу, имали би за циљ само да обори стопу инфлације. Монетарна снега (одређујући растући тренд каматних стопа) мора дати очекиване резултате на плану децела-рације стопе раста општег нивоа цена, чак и уз релативно високу цену рецесије. Јер, једино рецесионо пречишћавање може разбити ригидност надница надоле и изменити функционисање тржишта рада.

Редукција пореза треба да смањи трошкове производње и да, на тај начин, сапне трошковну инфлацију. И тек онда када се редукује ин-флација треба смањити каматне стопе и створити реалне услове еко-номском расту, јер се тек у другој фази покретачке снаге налазе у сти-мулама на страни понуде. Индуковани пораст националног дохотка ме-тодом пореске редукције у другој фази обезбеђује додатни прилив фи-скалних прихода за еквилибрирање буџета у наредном периоду (наравно, уз симултану редукцију јавних расхода у претходном периоду). Фискална релаксација, дакле, репрезентује окосницу стратегије supply-side еконо-мије, односно стимулативни допинг рада, штедње и инвестиција у про-мовисању раста понуде.

1. новац је једнаковредни облик активе. а камата је цена капитала.
2. понуда новца је егзогена променљива и независна од тражње новца.
3. тражња реалне количине новца је стабилна функција.
4. реалнн фактори одређују стопе раста реалног нацноналног до-хотка.
5. привреднн сектор је инхерентно стабилан,
6. цене су перфектно флексибилне, а аргегатни ниво цена мења се само у кратком року.
7. алокациони фактори су значајни, као и збивања у појединачннм секторима и микроекономски критеријумн ефикасности.
8. промене у колнчини новца у оптицају непосредно утичу на ра-сходе и приходе,
9. ниво производње и запослености су микроекономскп одређени.

10. редукција каматних стопа је у функцији раста инвестиција,
11. приоритет се даје понуди у односу на тражњу.
12. програм редукције пореза и јавних расхода је у функцији раста производње,
13. инфлација има приоритет у односу на незапосленост. само у кратком року,
14. неинфлаторан економски раст је дугорочни циљ, и
15. фиксирање стопе размене и етаблирање златне подлоге је нови циљ коме треба тежити.

Евидентно је, према томе, да структура „структурализма"'репрезентује скуп монетаристичких и фискалистичких поставки на који је накалемљен нови скуп поставки и хипотеза теоретичара економије понуде.

„Модерни" конзервативизам почиње као резултат критике социјал-не државе „New Deal", Џонсонове „Great Society" и Никсоновог „импе-ријалног председниковања" и рачва се у два правца:[580] струја новог фе-дерализма која се бори за већа права средералних јединица и струја „новог волунтаризма" која се залаже за већа права некаритативних орга-низација уз све веће дистанцирање тзв. нове деснице од неоконзервати-визма. Теоретичари конзервативне провенијенције, који, задржавајући се на тзв. понудом усмерену привредну филозофију („Supply-side Econo-mics") која после 40-година важеће привредне срилозофије модерне ин-тервенционистичке државе и кејнзијанске економске теорије, заузимају све значајније место у креирању економске политике САД. Supply-sidersi желе да својим програмима резања пореза помогну оне слојеве станов-ништва који важе као посебно продуктивни и чија продуктивност кроз пореске олакшице може још брже да расте.

Од средине 60-тих година посткејнзијанска неокласична синтеза (Samuelson) почиње да губи на угледу упоредо са опадањем поверења у стабилизациону потенцију срискалне и монетарне интервенције (Тобин) да би већ почетком 70-тих година дошло до тзв. кризе кејнзијанске еко-номије (Hicks). То је искористила офанзивна монетаристичка доктрина са своја два нова крака: монетаризам рационалних очекивања и струк-туралистички монетаризам или монетаризам „Supply-Side Economicsa".

По теоретичарима „економије повећане понуде" ваљало је само смањити социјална давања и државно уплитање у привреду, растеретити бизнис пореских намета и регулатива, па да се из стагфлације заплови у воде посперитета. Влада би строгом монетарном политиком сузбијала инфлацију, смањењем пореза требало би да охрабрује пословни дух, подстиче инвестиције и повећава производњу, која би државном буџету донела веће приходе (јер се нижим стопама опорезује већа маса просрита). Међутим, ова поставка теорије „Supply-Side Economics" није се обистинила, осим сузбијања инсрла-ције. КалисЈзорнијској десници у Волстриту није успело да смањи астрономски државни унутрашњи дуг и елиминише буџетскн дефицит.

[580] Зборник радова. Konservativismus, Eine Gefahr fiir die Freiheit? Piper und Co.. Verlag Munchen, 1983.

У надметању економске тражње и економске понуде циљ је, у ства-ри, привредни раст који је резултат веће потрошње, односно веће произ-водње. У оквиру модела политике тражње процес се одвија преко сма-њења пореза из личног дохотка (уз симултано повећање јавних расхода) и остављања више новца становништву на располагање, односно за ку-повину робе и услуга које утичу на предузећа да повећавају производњу за задовољавање растуће тражње, односно да проширују производне ка-пацитете. Експанзија је евидентна у читавој привреди на коју се наслања раст срискалних прихода и поновно одвијање процеса уравнотежења, до-душе уз ризик јачања инсрлације. Међутим, у стафлацији овај кејнзијан-ски модел прегрејавања привреде тражњом оцењује се као инфлаторно жариште и, стога, предност се даје економици понуде. У моделу поли-тике понуде процес се одвија преко смањења пореских стопа и стиму-лативног привређивања. Смањењем пореза предузећима се остављају већи профити на располагању и то за нове инвестиције, за нове техно-лошке подухвате, за отварање нових радних места, за нове производне капацитете. Сада се више штеди и троши, а рад постаје продуктивнији и ефикаснији, а нове инвестиције повећавају производњу, што у крајњој инстанци доприноси смањењу инфлације.

Побољшати релацију између инфлације и незапослености (тради-ционална дилема градуализма), гравирати рецесију у кадру борбе против инфлације (монетаристичка дилема) и успоставити биланс између агравације незапослености и формирања капитала (дилема присталица sup-ply-side економије) у оквиру алтернативних стабилизационих програма енигматично расветљава неоперативност теоријског жонглирања моне-тариста и фискалиста, традиционално инитилно конфронтирање моне-таристичких и фискалистичких концепција, неспособност складног ком-поновања конјунктурних регула у стагфлационираном окружењу и не-могућност операционализовања стоп-го економске, одиосно финансиј-ске стратегије.[581]

Ефекти фискалног програма на плану понуде требало је да проис-текну из амелиоризације релативних цена рада, штедње инвестиција, које резултирају уз смањења пореза.[582] Официјелна предвиђања имала су за циљ да ове модификације са реформом реглементације и редукције буџетских расхода и социјалних трансфера, диференцирашш подстица-јима штедње, амелиорацијом амандмана за амортизацију и олакшавањем инвестиционих пласмана, промовишу и конструишу у „главнн мотор” ак-целерације економске активности понуде у реалним оквнрима. Међутпм. у „погрешном одвијању праксе”, фискална редукција је замењена по-већањем пореза. а

[581] M. J. Artis i M. H. Miller (Ed.). Essavs in Monetarv and Fiscal Policy, Oxford Universitv Press. N. York, 19S1..C. F. Christ. Monetarv and Fiscal Policv and Macro-Economic Modcls, University of Michigan Press. 1969.. J. J. Diamond. Issues on Fiscal and Monctarv PoПcy. The Paul Universilv. Chicago. 197 I.. J. Tobin i \V. H. Buitler. Fiscul and Monetary Policv. The Paul Uni’versitv. ChicagO, 1971.. J. Tobin i \V. H. Builler. Fiscal and Monetarv, Policies, Capital Formation and Economic Activitv. u G. V. von Furstenberg (Ed.). Thc Govcrnmcnt and Capital Formation, and Economic Activitv, Cambridge, Ballinger, 1980. i C. Wcls, Optimal Fiscal and Monctarv Policv. Lund. Gleerup. 1978.

[582] J. R. Barth. J. T. Bennet, M. H. Johnson i R. H. Sines. The cfficacv of bond-financcd fiscal policv. Public Financc Quarterly, vol. 9. 1980. st. 323-344., J. L. Butkiewiez, The impact of debt finance on agregate demand, Journal of macroeconoinics, vol. 4. 1981.. D. Good. The politics of anticipation: making Canadian federal tax polic, Carlclon University, Ottawa. 1980.

најављена буџетска равнотежа враћена је на колосек продубљивања дефпцита јавног сектора.

Државни дефицитн су. из многих разлога у земљама OECD, озбиљан економско-финанснјски проблем који се на дужи рок не може заобпћи. У покушају да се државне финансије консолидују присталице тезе о монетарном истискнвању препоручују да се у фазама конјунктурно слабе инвестиционе активности драстично смање државни издаци да бн се тиме подстакле приватне инвестпције.[583] Додуше, рецепт не обећава потпуно извлачење конјунктуре, јер употреба рецепта монетарног „истпскивања" прети да се конјунктурни проблеми заоштре и да се тиме ослаби оспова за касније сузбијање државних дефицита. Примери за финансирање државног дефицпта (модел А: пораст државних издатака доводи до по-већања ннвестиција и модел Б - пораст државннх издатака доводи до повећања инвестиција и инвестиције) у Западној Немачкој. Шведској, Канади. Јапану, Француској, Италији, Холандији. Велнкој Брнтанији. Данској и САД у срорми међународних упоређења државних издатака по врстама у односу на друштвени производ. структуре државних при-хода према изворима и секторима, и структуре социјалних давања према функцијама[584] емниријски вернфикују немогућност „скраћнвања" фискалних дефицита у условима стагнације и незапослености, с једне стра-не, и продубљивање експлоатационих срорми покрића срискалних дефи-цита, (укључујући и инфлационо финансирање) у условима инфлације, с друге стране.

Заоштрене противречности савременог капитализма (продубљивање инфлације и незапослености, те преплитање структурних и ци-кличних криза) у 70-тим годинама показале су неоснованост кејнзијанске теорије.[585] Криза кејнзијанства уводи алтернативу неокејнзијанство-мо-нетаризам и еклектичку синтезу реформистичких концепција и оштру поларизацију између владајућих концепција економске политике. Криза кејнзијанске концепције регулисања и нове тенденције у економској по-литици у условима стално растућих државних трошкова и преливања канала новчаног оптицаја, растућих буџетских десрицита, растуће неза-послености и савремене инфлације и незадовољавајућих резултата де-флационе политике и политике дохотка, као два основна метода антиин-срлационе политике у 60-им и 70-им годинама, у суштини рефлектују по-кушај неодустајања од основног кејнзијанског рецепта (услед потребе стимулације привредне активности високим државним трошковима) и увођења нових монетаристичких рецепата (услед потребе ограничења инфлације).[586]

Нова десница (неоконзервативизам, неолиберализам) привржениј je supply-side економији с њеним релационим импликацијама него чистом

583 R. Rohl. Staatdefizit, kreditmarket und investitioncn. D1W Deutsches Institute liir Wirtschaftsforschung. Vieilcjahrsiorschung. Viertejahrshcl't 4/81. ст. 273-298.

584 Die deffentlichen haushalte im internalionalen vergleich. Relaliv niegrige Staatsquote in dcr Bundesrepublik. DIV Deutsches Institute fiir Wirtscliaftsforscliung - Wochenberichl 3/82. ст. 41-48.

585 И. Нарушенко. О монетарпој теоријн инфлације. МЕМО 19/81. ст. 74-83.

586 С. Никитии, Инфлацнја нарубежи 80-х годов, Вопросу економики 3/82., ст. 115-124.

монетаризму с дефлационим консеквенцама.[587] Supply-side економика се сматра теоријском основом нове економске политике америчког председника Регана и неоконзервативне оријентације у економској теорији. на актуелној производњи робе и услуга. а не на њиховим куповинама. Из тог разлога, присталице supple-side економике сматрају да фундаментални проблеми потичу од ограничења, изазваних углавном порезима који спречавају продуктивне напоре. а не од проблема изазваних недо-статком куповне снаге.[588]

18. ФИСКАЛНА И ЕКОЛОШКА ПОЛИТИКА

Ако бисмо се стриктно држали строге спецификације литературе у домену екологије, онда је потребно респектовати све еколошке пара-метре, који се углавном деле на две групе: 1) дестабилизаторе и 2) ста-билизаторе еко-равнотеже. У групу дестабилизатора еквилибријума еко-центара обично се сврставају: 1) генератори или индуценти, који иници-рају еколошку дестабилизацију; 2) аквизатори и трансмитори који је ак-тивирају и шире и 3) акцелераторе и ескалаторе, који убрзавају ритмику еко-процеса. У другу групу еко-дезеквилибријума убрајају се стабилиза-тори или апсорбатори, који рестаурирају еко-равнотежу.

Но, да бисмо елиминисали строго научни академизам из тзв. научних дисциплина - еколошка кибернетика и теорија еколошких си-стема, ми смо се определили за тзв. „блажу" верзију узрочно после-дичних еколошких односа, тј. за ону типологију еко-проблема која прео-владава у економској литератури.

Генератори и трансмитори еколошке неравнотеже у економској литератури углавном се декомпонују на демографске, економске, тех-ничко-технолошке и просторне факторе. Демографски генератори ефектирају се посредством пораста броја становника, густине насеље-ности и традиционалних и етничких наслеђа. Технички генератори ре-зултат су техничке ескалације и технолошке експлозије у производној сфери репродукције. Економски индуценти остварују се посредством неадекватне политике експлоатације природног и друштвеног богатства, неадекватне типологије реалокације привредних ресурса, неадекватних улагања у друштвену заштиту средине (у тзв. рестаураторе окружења) и непостојања одбрамених механизама (тзв. апсорбатори загађености) у репертоару мера

587 Француска школа лнберализма. за разлнку од америчке. успоренаје пре свега против дирнжизма и социјализма. „Нови економисти" настојс да означе границу ефикасне државне интервенције без хваљења „минималне државе" попут америчких либерала A. Fourcans. Pour un nouveau libarali-sme. Albin Michel. Paris, 1983.

588 J. Campen. Економска криза u конзервативна економска политика. Марксизам у свету 6-7/83. стр 299-331.

и инструмената економске политике. Просторни ген-ератори резултат су концентрације индустрије и становништва на одређеним пунктовима, немогућности преалокације „индустријских гнез-да" и прекорачења природне апсорпционе способности „само-пречишћавања средпне".

Истакнути генератори и трансмнторп индуцирају и шире загађивање човекове околине. Међутим, са истпм карактернстикама (демографским. техничким. економским и просторним) јављају се апсорбатори загађеностп н стабилизатори еко-равнотеже. Апсорбатори и стабилизаторн могу бити економске, техничке. правне и финансијске природе. Економским средствима директно се делује у функцији рехабилитације средине: програмирано искоришћавање природног потенцијала. Правним средствима регулишу се нормативи понашања економских субјеката у окружењу. Тех-ничким средствима се открива и мери интензитет деградације околине и конструишу заштитно-превентивни уређаји. Финансијским средствима се идентификују (индивидуално и друштвено) економски субјекти или сред-ства у функцији рестаурације равнотеже еко-центара.

Економска рачуница у еколошком контексту своди се углавном на минимизирање друштвених издатака. који имплицирају трошкове предузимања заштитно-превентнвних акција и друштвене губитке, услед нарушене еколошке равнотеже у репродукцији. Иако су сви ефекти еко-лошког дезеквилибријума природе и човека немерљиви, с друштвене тачке гледишта неопходно је компарирати настале друштвене губитке услед угрожености околине и друштвене трошкове заштите средине. У зависности од економског капацитета националне привреде и допустивог нивоа еколошких промена и нарушавања средине, могућа су супституциона решења. Економско-финансијски инструмент у области заштите средине представља систем друштвеног плаћања накнаде за њено на-рушавање. Увођење фискалних обавеза повлачи за собом економске по-следице: 1) представља елеменат привредног обрачуна између предузећа и ДПЗ; 2) увећава трошкове производње и утиче на избор технологије производног процеса; 3) ствара извор акумулације средстава за инвести-ције у том сегменту у виду одговарајућих наменских фондова мимо де-мократских одлука о резултатима рада (отуђења); 4) проширује поље административне интеграције у репродукцији и 5) недиференцирано en bloc погађа економске субјекте.

Институционализација фискалног оптерећења у функцији је формирања инвестиционог потенцијала за алиментирање еколошких потреба. Редистрибуција фискалних терета посредством диференцијалног опорезивања подразумева различито устројство фискалне пресије доходака појединих грана, групација, региона, предузећа и појединаца, сходно „доприносу" еколошкој неравнотежи. Поред тога, у пракси егзистира и модел са-мофинансирања еколошких потреба инвестиционог карактера. Међутим, најчешће у економској политици ови модели се међусобно комбинују, како би се обезбедио адекватни инвестициони потенцијал за производне и еколошке потребе репродукције. Инвестициони подухвати у констелацији друштвено-економских импликација коришћења минералног богатства и заштите човекове околине подразумевају друштвена опредељења у стра-

тегији инвестиционог алиментирања привредног развоја. Мобилизација финансијских ресурса посредством увећања акумулационог потенцијала предузећа (сходно темпу раста друштвеног производа) и њиховог програмираног удруживања на нивоу сложених организација, с једне стране, и стимулисања акумулације посредством монетарно-кредитних и фискалних мера и инструмената, с друге стране, стратешко је опредељење самоуправног друштва у формирању финансијског потенцијала за друштвено верификоване инвестиционе програме, који имплицирају: 1) инвестиције у нове капацитете, реконструкцију и модернизацију капа-цитета. техничко-технолошку иновацију, инвестиције истраживања руд-ног и минералног богатства, компензацију или супституцију редукованог минералног потенцијала и оплемењивања резидијума природних ресурса; 2) инвестиције у рециклирање и градњу антиполутанских екстензија производних процеса; 3) инвестиције за огмантацију асимилационог ка-пацитета производно-потрошног окружења и 4) инвестиције за мелио-рацију квалитета животног и радног простора човека.

Прва тачка је типичан пример самофинансирања предузећа на бази пословних фондова и кредитних пласмана пословних банака. Друга, трећа и четврта тачка репрезентују или „класично буџетско" финанси-рање или његову комбинацију са допунским инвестиционим програмима предузећа, грана и групација.

Еколошка проблематика, обухватајући целокупност људске, друштвене, социјалне и производно-биолошке егзистенције у њиховим међуповезаностима, резултат је перманентног привредног раста, технолошке ексалације, техничких девастација, исцрпљености ресурса, демографске експлозије и урбанизације, потрошачког друштва и неадеват-ности механизама привредног система у управљању економским разво-јем.[589] У капиталистичким друштвено-економским системима еколошка криза је манифестација противречности између производних снага и друштвено-економских услова производње и, стога, поприма класни карактер. У суштини, капиталиста се према природи, околини и здрављу човека-радника односи индиферентно све док се оплодња његовог ка-питала не доведе у пнтање. Грађанска економија лимитира капитали-стички начин производње замагљивањем проблема околине и пренебре-гавањем чињенице погоршања друштвених услова производње и репро-дукције. Буржоаске теорије раста указују на императивни раст друштве-ног производа и индустријске производње занемарујући услове раста и откривајући функцију еколошке политике. Еколошка криза, као одраз противуречности капиталистичког начина производње између приватног начина присвајања профита и друштвеног карактера производње вишка вредности, фундаментално је класно питање репродукције, које импли-цира конципирање еколошке политике, бројне економске захтеве и фи-нансијске издатке за елиминисање последица деградације екоравнотеже. Уместо да се фундаментална контрадикција између пораста производње и квалитета живота решава

[589] Класификација полутаната према ефектима обично се приказујеу формитзв. дрвета загађивања - „pollution tree" (D. Pearce, The Limits of Cost-Benefit Analvsis, Kyklos 29/76).

елиминисањем птзотивуречности између индиви-диуалног профита и колективног интереса,[590] у капиталистичким оквирима репродукције износе се различити предлози за решавање еколошке кризе. Нови предлози пледирају на (1) заустављање економског и технолошког ра-ста (тзв. нулти раст), (2) предузимање економских и финансијских мера (ради отклањања последпца еколошке крпзе и (3) промене друштвено-економског уређења које не редукују протнвуречности између производних снага и рпо-дукционих односа. Прва теза борбе против еколошке деградације околине ре-флектује буђење неутралистичке тезе која оспорава економску ргужност развоја материјалннх пронзводних снага; друга теза пледира на употребу монетарно-кредитног и фпскалног (пореско-буџетског) Јгнструментарнја у процесу сузби-јања елиминисања последпца еколошка крпзе; трећа теза истиче потребу „ре-волуционисања друштвено-економскпх квалитета" капиталистичког система без измене продукцИошгх односа. Пренебрегава се, при томе. чињеница да се борба против загађења човекове околине не може успешно водггги у кагоггашгстичгагм условнма пронзводње н присвајања вишка вредности нити повратком натурал-ном привредном развоју оагм до фундаменталне измене начина решавања кон-традагкгџгје између квантитативног и квалитатггвног раста. Планско усмеравање привредног развоја, рационално управљање искоришћења пртгродног богатства и изградња социјалистичгагх односа 1шсшгрисани хумашгм вредностима друштва кључне су претпоставке за креирање ефикасног одбрамбеног механизма у фуи-кцији заштите човекове радне и животне федине од еколошке кризе.

Проблематика очувања и заштите човекове околине има опште-друштвени карактер. Човекова средина, дакле. попримила је карактер јавног добра. Као таква, заштита еко-равнотеже је циљна функција читаве друштвене заједнице, као пронзвођача, сектора становништва. као потрошача, јавног сектора, буџета и јавних фондова, који издвајају финансњска средства. Сектор привредних предузећа издваја део распо-ложивог дохотка за алиментирање инвестиционих трошкова заштите човекове околине. Трошкови градње антиполутантских екстензија производних процеса већ се крећу по стопи од 5% од вредности укупних инвестиција.[591] Други нак сектори имају изгледе да постану најдинамичнији сектор капиталистичке привреде и Један од наЈпропулзившлих сек-тора у стицању профитне масе. Атрактивизација сектора са аспекта при-влачења капитала и његове оплодње управо је последица потребе значајније производње техничких средстава и технолошких решења за заштиту чове-кове околине. Производњом и продајом средстава техничког карактера ради очувања човекове околине позитивно се утиче на потрошњу у правцу од-говарајућег каналисања потрошачких склоности. Произвођачи (предузећа) и потрошачи (грађани) постају на тај начии поуздани партнери у заштити човековог миљеа.[592] Коначно, јавна власт преко јавног сектора, буџета и јав-них фондова доприноси заштити људског окружења релативно

[590] M. Duverger. Фундамснтална коптрадпкција, Гледишта 3/73.
[591] J. F. Ceron, A qui profit l'anti-pollution. Les temps moderns 316/72.
[592] Поред тога, и сектор привредних предузећа и сектор становништва су потенцијални фискалнп обвезнпци по основу наменског пореза за заштиту човекове околине.

значајнијим финансијским издвајањима. Држава преко своје нормативне делатности утиче на одлуке о локацији предузећа онемогућавајући локацију предузећа која загађују ваздух у градовима и близшш рекреационих центара н локаштју предузећа која испуштају загађену и топлу воду поред река које не трпе прекомерни степен загађености.[593]

Држава, исто тако, може прописати обавезно уграђивање филтера и колектора ради отклањања штетних састојака у ваздуху и отпадној води. Држава, надаље, може из јавне благајне давати субвенције за упо-требу оних производних фактора и производњу оних производа који су неутрални за окружење. Коначно. држава може „тешко" оптеретити до-ходак ових предузећа која употребљавају „опасне" производне сракторе по човекову околину, и забранити производњу оних производа који су отровни за окружење. Према томе. мере директне контроле и пЈзописани стандарди репрезентанте су ех ante деловања на заштиту човекове сре-дине.[594]

Алиментирање еколошких потреба имплицира новчана издвајања у виду увођења „права на загађивање". увођења премија и увођења такса на загађивање. С друге стране, интернизација екстерналнја подразумева претварање екстерних ефеката у интерне њиховим укључивањем у цене и различите облике новчаних издатака (како би природна добра добила своју праву цену). Но. цена екстерних есреката (коју је у економску ана-лизу увео Marschall наводећи поетични пример са произвођачем цвећа и узгајивачем пчела) продукује пораст цена робе. које производе субјек-ти-изазивачи екстерне дисекономије, и опадања тражње њихове робе. У том контексту, трошкове интернизације сносе углавном потрошачи. Додуше, интернизације омогућава да се избегне ^раст јавних издатака. јер се терет пребацује путем цена на потрошаче.[595]

Заштита човекове околине подразумева ангажовање одређеног во-лумена финансијских средстава, који је дестиннран: 1) елиминнсању по-следица достигнутог нивоа деградације човекове околине; 2) рестау-рацији еко-равнотеже; 3) амелиорисању квалитета људског миљеа; 4) минимизирању потенцијала каузалних деградотра околине и 5) истраживању потенцијалних активизатора, иницијатора и акцелератора футуролошких узрочних фактора загађивања човекове средине.

Формирање финансијског потенцијала за алиментирање еколошких потреба искристалисала је углавном три практична решења мобилиза-торских канала: 1) друштво у целини може се определити за метод ин-корпорисање трошкова, односно расхода очувања човекове средине у цену робе и услуга и да на тај начин сваки економски субјект и индивидуа партиципирају у обезбеђењу финансијских ресурса; 2) друштво се може определити за опцију финансирања друштвених трошкова заштите око-лине методом редукције

---

593 Др Н. Гађеша, Државне мере за заштиту срединс са глсдишта економскнх предузећа. Економнка удруженог рада 9/74.

594 У правилу. атерацње околнне алтерогеипм супстанцама водн амелиорацијп околпне (С. Андрн-јашевпћ. Узроци иоолици загађивања главиихслемената природнеоколнне. Економист 1/7N. ст. 123-142.).

595 J. Altali i M. Guillaume. Анти-економика. Инстптут друштвених наука, Београд, 197S. ст. 140.

расположивих доходака носилаца економске ак-тивности и 3) друштво се може определнти за метод буџетског и фон-довског финансирања еколошких потреба репродукције.

Од ова три метода, уз њихову могућу комбинацију, модификацију и допуну, прва два метода нису прихватљива. Први метод није прихватљив из разлога што би инкорпорисање трошкова заштите у продајну цену робе и услуга изазвало даљи пораст цена са добро познатим инфлационистичким реперкусијама на економском. финансијском и социјалном домену. Други метод, исто тако, није прихватљив и то из разлог ашто би у условима високог раста цене енергије, сировина, репродукционог материјала и хране. и високог фискалног оптерећења дохотка организација удруженог рада и грађана, сваки нови динар. долар. франак. репрезентовао додатну редукцију расположивих доходака, степена ликвидности, финанијског капацитета, куповне моћп. шшоа самофинансирања и стопе раста. Остаје нам. дакле, трећп модел мобилизације финансијских средстава заштите окружења. У том контексту, обично су буџетске п фондовске инстнтуције погодни механизми дефанзивне стратегије.

Фискалитети би. у том случају. представљалп специфичну цену коју треба платити за деградацију еко-система. како би се ннтернализовалп неплаћени друштвени трошкови производње. Буџетске субвенције су надопуна превентивног механизма редуковања степена загађености око-лине. Диференцијално или дискриминаторско опорезивање и буџетске супсидије и рефакције у фунцији очувања човекове средине. уз селек-тнвни механизам монетарно-кредитне политике. саставне су компоненте социјалистичке. хумане бриге животног и радног простора човека. У по-литици рестаурације еквилибријума еконцентора (равнотеже еко-систе-ма) стратешко место заузимају инвестнције. и то: (1) инвестиције у ре-циклирање, које омогућавају да се појединн производи и нуспроизводи поново искористе, (2) инвестиције за повећање асимилационог капаци-тета производно-потрошног окружења и (3) инвестиције за повећање по-нуде услуга чија потрошња нема за резултат загађење људског миљеа. У целини, финансијски потенцијал за улагање у еколошку сферу репро-дукције формира се на фискалној, кредитној и самофинанспрајућој осно-ви. Порези су постали значајан инструмент за реализацију еко-циљева репродукције, специфична цена загађивања околине и супституте станд-арда, норматива и директне контроле деградације окружења.[596] У наметању пореске обавезе ваља идентификовати деградаторе еко-система, пронаћи адекватан избор фискалних обвезника и оптимизирати фискал-ну гаранцију. Између самих пореских обвезника треба правити разлику у смислу идентификације фискалног обвезника који трпи последице за-гађене средине, а није деградатор окружења, и фискалног обвезника ко-ји је иницијатор еко-деградације и који осећа последице еко-кризе. Први треба да плати далеко већи износ пореза од другог обвезника да

[596] Др 3. Јакшмћ. Човекова срсднпа м екопомскм механизам. Београд. 7-N/73.. A. M. Freeman. R. H. Haveman and A. V. Kneese. The Economics of' Environmental Policv. J. Wiley Sons, N. York. 1973. i W. Ruckelshaus, Прмродпа средмна, urro се може спаснти? Колнко ћс то коштати? Преглед fi/77.

би се интернализовали ненаплаћени друштвени трошкови производње. Фискалне пеналитете, дакле, треба да сносе деградатори окружења (иако и сами сносе последице загађености), док остали субјекти (иако нису деградатори средине) треба да плаћају порезе по нижим стопама из со-лидарне побуде. Но, платиоцима пореза један део средстава враћа се кроз субвенције из буџета, које се дају предузећима за уграђивање тех-ничких уређаја. Буџетске субвенције попримиле су, стога, превентивни карактер[597] и улогу ефикасног инструмента економске политике у про-цесу редуковања степена загађености околине. Но, и порези и субвен-ције, као инструмент еколошке политике, по правилу делује ex post у отклањању последица техничко-технолошких иновација, савремене ур-банизације и еколошке кризе уопште. Поред тога, порези и субвенције треба да имају одређену гаранцију, јер сваки њихов неоправдани раст по правилу има за резултат пораст фискалног оптерећења, неравномерну дистрибуцију фискалних обавеза и гранске фискалне диспаритете, с једне стране, и волуменизацију прерасподеле јавних расхода и умањива-ње средстава за трансфере са економским и социјалним трансферима. с друге стране. А уколико целокупни трошак очувања човекове околине падне на терет јавног сектора, држава може да бира између три мо-гућности: или да повећа порезе (глобално или селективно) или да смањи јавне расходе за остале намене или да западне у дефицитно финансира-ње. En bloc повећање пореза није економски прихватљиво решење. Држава може да повећа порезе само оним субјектима који су основнн узрочници еко-кризе, али и да смањи. у исто време. порезе оним пре-дузећима који нису изазивачн еко-кризе и да анулира порезе оним суб-јектима који су „чувари" окружења. Уколико држава смањи јавне ра-сходе за остале намене или западне у буџетске дефиците услед повећања трошкова очувања еко-равнотеже онда се поставља проблем селекцио-нисња унутар структуре јавних потреба, односно јавних расхода (тј. које расходе кресати: функционалне, инвестиционе или трансферне) п проб-лем покрића буџетског дефицита (тј. које ресурсе употребити за његово алиментирање: јавни дуг или примарну емисију). Алтернативне солуције, међутим, разрешавају се обично (1) применом диференцијално-селек-тивног опорезивања деградатора и чувара окружења, (2) употребом се-лективног филтера буџетских субвенција са правом првенства оних пре-дузећа која купују техничку опрему (филтере и колекторе), (3) пропи-сивање обавезних инвестиција за уграђивање заштитних механизама, (4) омогућавање убрзаних отписа техничких средстава, (5) прописивањем алокације предузећа, стандарда производње, транспорта и проће робе, (6) смањивањем функционалних буџетских расхода, (7) повећањем јавних расхода (по основу субвенција и јавних ннвестиција), опорезивањем грађана,[598] као потрошача, итд.

Селективни механизам монетарно-кредитног система усмерен је у правцу давања специјалних кредита уз специјалне услове (са аспекта из-носа,

---

[597] Др З. Јакшић. Економске н финансњске импликације заштнте човекове околине. Encvclopedia moderna 26/74.

[598] У З. Немачкој, нпр. у 1975. год., сваки грађанпн на нме заштнте човекове околпне имао је да плати порез у износу од 100 ДМ годишље.

намена, камата и услова повраћаја) за инвестиционе подухвате који редукују загађеност окружења. Селективно усмераваЊе кредитних аранжмана у сектор заштите човековог окружења, банкарски систем бројних земаља каналише преко привредних предузећа, институција. агенција, друштава и организација за заштиту човекове околине. Најзад, преко института обавезног осигурања корисници имају право заштите, тј. накнаде штете. Уплатом одређеног износа на име премије осигурања стичу право на заштиту од деградатора човекове околине (радног и животног простора) у висини учињене (нанете) штете.

Финансијски програми заштите човекове околине, имплицирајући различите моделе алиментирања трошкова очувања људске средине, различито се рефлектују на садашњу економску и финансијску ситуацију сваке привреде. Ваља, стога, изабрати адекватан модел финансирања еко-заштите. Међутим, релативно високи трошкови алиментирања еко-лошких потреба (који су у периоду 1971-75. год. достигли 1,8% друштве-ног производа у 3. Немачкој, 0,4% у Италији, 2,2% у Јапану, 1-1.5% у Холандији и 0,7 у Шведској) продуковали су пораст средстава предузећа, буџетских субвенција. пореза и специјалних кредитних олакшица у скло-пу економског интервенционизма државе. Свеукупна активност државе у доману заштите човекове околине већ има за последицу пораст произ-водних трошкова и инвестиционих поруџбина (САД, нпр., од 5-10%, од-носно од 7-12%).

Како обебедити реализацију финансијског програма деградације човекове средине, којим финансијским инструментима и како дугорочно обезбедити финансирање еколошке проблематике у социјалистичкој самоуправној репродукцији. пнтања су од прворазредног зиачаја која траже ургентна решења. Монетарно-кредитни механизам може да по-томогне напора заштитне политике људског миљеа давањем допунских финансијских средстава, специјалним кредитним аранжманима и кредит-ним олакшицама. Фискалним механизмом пореског и буџетског система може се обезбедити мобилизација финансијских средстава и покриће трошкова алиментирања еколошких потреба. Поред глобалног фискал-ног захватања дохотка и личних доходака доприносима нз дохотка пре-дузећа и личних доходака раднка, радних људи и грађана, днскримина-торским и селективним захватањем доприносило би се праведнијем од-меравању фискалног терета (повећање стопе доприноса за деградаторе околине, олакшице за „чуваре" околине и ослобођења за произвођаче који имају повећане инвестиционе трошкове и по основу њих уграђују техничка средства). Исто тако, удружена средства предузећа и наменска издвајања грађана треба да имају статус одбитне ставке при утврђивању пореза и доприноса. У ствари, удруживање средстава и допунско и на-менско издвајање средстава из чистог дохотка предузећа треба да следи корелативна редукција доприноса из дохотка. Увођење блока трошкова предузећа по основу фонда за заштиту човекове радне и животне сре-дне не треба да значи ескалацију фискалног оптерећења, будући да ову обавезу ваља наметати уз обавезну корелативну редукцију пореза из до-хотка; дакле, уз одговарајуће срачунату прерасподелу фискалног терета. Допунска финансијска средства обезбеђивала би се интерним и екстерним задуживањем, односно јавним дуговима и, евентудлно, обавезним

удруживањем средстава (попут обавезног зајма). Механизмпма сринансијских преливања (општим и неменским допунским средствима) могу се осигурати средства за почетне заштнтне операције околине. Удруживањем фииансијских вишкова фискалне ДПЗ и фондова могу се обезбедити додатна средства без иницирања раста фискалне пресије. Друштвено-политичке заједнице у оквиру ставке „непривредне инвести-ције"' могу наменски издвајати средства у оквпру средњорочних планова економског и социјалног развоја. Коначно. самодоприносима грађана. као израз солидарног финансирања еколошких потреба, могу се осигу-рати средства за заштиту човекове околине. Свеукупна издвајања по на-веденгш изворима средстава за рестаурацију еко-равнотеже, рехабили-тацију деградираних еко-центара и ре'витализацију девастиране околине треба да износе у почетном стадијуму 0,5% од друштвеног производа. рачунајући целокупна фискална и парафискална плаћања, наменска и допунска издвајања. аутономна (самостална) издвајања предузећа п грађана. удружена средства. јавне дугове. самодоприносе, кредитна сред-ства и нздвајања по основу друштвених договора н самоуправних спо-разума.

19. ПОРЕЗ НА ДОДАТУ ВРЕДНОСТ

Садашњи систем опорезивања потрошње (расхода; промета) у нас (Србија) конципиран је још давне 199Лгодине са три закона, једанаест измена и допуна закона, седам подзаконских аката са законском снагом и девет уредби "без снаге закона" (које блаже уредјују законске одредбе). У основи, задржан је јед-нофазни порез у крајњој (финалној) потрошњи који функционише у нас готово 25. год-ина, са циљем да већ од 1995., односно од 1999.године отпочне са применом по-реза на додату вредност (ПДВ). Реформска фискална 1991.године "донела" нам је акцизе, као посебан облик пореза на одређен број тзв. монополских производа, у структури пореза на промет, с једне стране, и "замену" дотадашњег тарифног система са више "десетина" пореских стопа (чак 70%) са само две пореске стопе; општа стопа од 23% (што са посебном таксом за Београд од 37% даје оптерећење од 26%) и нижа стопа од 13% (што са посебном таксом за Београд од 37% износи 16%). Тиме је "прилепљен" додатни порез за железницу од 37%, који је "повукао" и посебну таксу на дуванске прерађевине и алкохолна пића. Акцизе се уводе током 1994. године као специфични облик пореза у потрошњи за одређени број акцизних производа (тзв.мини ТВА/ВАТ) по принципу плаћања акциза ад валорем.

У нас се, по правилу, истиче тврди да порез на додату вредост има значајније предности у односу на порез у, малопродаји; издашнији је као буџетски приход, ефикаснији је у супротстављању пореској евазији и

способнији је у процесу ослоба-ђања роба од пореза при извозу. Заснива се на механизму пореског кредита, јер свако мора да обрачуна порез на износ испоруке и одбије порез који је плаћен при набавци (на основу "фактуре којом се документује обрачунати порез). То је, нада-ље, "порез који сам себе контролише", јер купац инсистира на фактури коју доцније користи у обрачуну пореза да би одбио претходно плаћени порез.

Порез на додату вредност је попут пореза на добит корпорација (па и порез на доходак физичких лица), федерални приход који се "дели" на федералне јединице (на основу законски улврђених пропорција) "одозго-надоле" или се пак дозвољава да федерална јединица убира тај порез и уплаћује савезу (центру) део прихода у пропор-ciji (70; 30%, 65:35% или 60:40%). Слично се ради и у ЕУ, којој припада 1,4% прихо-да од наплаћеног пореза на додату вредност по земљама - чланицама; остатак при-хода припада националним буџетима земаља - чланица ЕУ. Додуше, такав "однос" омогућава тзв.амерички и немачки "кооперативни федерализам", као и "надна-ционални" европски - федерализам са "колективним" фискалним суверенитетом.

Код пореза на додату вредност, који је уведен у св^фазама прометног циклуса по тзв. ЕЗ-ском моделу пореса на додату вредност потрошног типа на прин-ципу одредишта и пореског одбитка Опри утврђивању пореске обавезе), пореска оба-веза се умањује за износ обрачунатог пореза и плаћеног пореза при набавци опре-ме и некретнина у обрачунском периоду. Опорезивање робе и услуга врши се по при-нципу дестинације (одредишта), односно по месту потрошње. Увоз има исти третман као и домаћи производи, док је извоз у потпуности ослобођен плаћања пореза. Порцз се плаћа тј свим фазама промета по методу одбитка "пореза на порез", односно према методу пореског одбитка или према фактурној методи. Порески обвезник ума-њује своју пореску обавезу (по основу обављеног промета роба и услуга) за из-нос плаћеног пореза при набавци производа или при увозу роба. Порез се, по правилу, плаћа на све испоруке свих врста добара (производи, роба; некретаина, опрема), и на све обављене услуге уз накнаду, на све испоруке свих роба (производа) за личну по-трошњу, на све испоруке роба и услига без накнаде, на сваки увоз производа, на пре-нос имовинских права, на коришћење покретних и нцпокретних ствари, патената и про-налазака, на услуге залога, на испоруку електричне енергије", гаса, грејања, хлађе-ња, на продају предузећа, на унос добара једног друштва у друго друштво, на испо руке добара у поступку ликвидације и стечаја, итд. У правилу, порез се плаћа на закуп стамбених просторија за трајно становање, на услуге банака, штедионица, осигурања, на медицинске, стоматолошке и физиотерапеутске услуге и услуге лечења здравствених установа, установа за децу и омладину, на услуге ђачког и студентског стандарда, верских заједница и јавних установа у области културе, на промет обвезница у пре-дузећима итд.

Сваки порески обвезник пореза на додату вредност мора да води мнного-бројне "пореске евиденције, а у првом реду књиговодство о укупној вредности ис-порука производа и услуга, вредностима испорука производа и услуга крајњим кор-исницима, вредностима испоруке производа и услуга

који су ослобођени плаћања по-реза, обрачунатом порезу према издатим факмрама, укупној вредности примљених производа и услуга са и без пореза, износу пореске обавезе за уплату и уплаћеном износу, износу пореског одбитка, износу повраћаја пореза, и вредностима испорука производа и услуга на које се плаћа порез на додату вредност регистрованим поре-ским обвезницима.

Увођење пореза на додату вредност по правилу имплицира прављење ригоро-зних претходних анализа о етектима примене пореза на цене, на редистрибуцију порес-ког оптерећења, на плаћање пореза према економској снази и на социјалне имплика-ције са становишта домаћинства са нижим дохоцима. Изузетао је важно прцдвидети, ути-цај пореских стопа пореза на додату вредност (и то нарочито када је у питању само једна стопа - стандардна или општа) на промет хране, лекова, електричне енергије гре-јања, воде, услуга јавног превоза, ортопедских помагала, потребних услуга, ПТТ услуга, књига, новина и часописа, па и на промет непокретаости и набавки опреме од стране болница клиника, школа, факултета, научних, образовних, културних, социјалних и здравствених установа. Порез на додату вредност представља просту замену пореза на промет, што је у транзиционим економијама само по себи непотребно. Додуше потребно је утолико је то условљено захтевом за пријем у ЕУ или само зато што готово све европске земље имају порез на додату вредност. Имитацијаје одувек имала трајних негативних последица, поготову у малим земљама у којима порез на додату вредност нема великог значаја. Ове земље су унапред суочене са неумитном чињеницом да не могу да брзо и ефикасно изграде вишефазне производне и про-дајне структуре. Уосталом, подићи пореску стопу, смањити, број производа који се опорезују по нижој пореској стопи (пореза на промет) и укинути потпуно ослобођење одређених производа од пореза, и није нека пореска реформа која отклања фискалне муке.

Порез на промет и порез на додату вредност су веома слични, порези - тзв. порески близанци. Иста пореска основица и иста пореска стопа дају исти порески ранд-ман код оба пореза. Ту чак и различити начини прикупљања пореза дају исту количину пореских прихода. Порез, у оба случаја, плаћа потрошач, без обзира што се порез на промет обрачунава само у промету са крајним купцима (финална потрошња) или што се порез на додату вредност обрачунава у свакој производно - продајној фази са до-датком “неке нове вредности”. Зато и количина прикупљених прихода остаје увек јед-нака. Једина предност пореза на додату вредност крије се у самом његовом име-ну, које “вешто” прикрива неминовно настајање инфиације. А тај пораст цена на мало готово свуда износи од 5% до 20% због супституције пореза на промет порезом на додату вредност. Остали мерљиви и немерљиви негативни ефекти осећају се са тиме-лагс-ом од 6-18 месеци након увођења пореза на додату вредност.

У привредама у транзицији, који су слепо прихватиле порез на додату вредн-ост, као окосницу модерне-фискалне реформе дошло је до повећања малопродајних цена, до економског задуживања привреде, до пада куповне моћи, до раста трошко-ва, до смањења продаје (која не може да покрије

трошкове), до раста трошкова жи-вота и до двоструког повецћања дохотка државе. До тога је дошло због тога што је сужено ослобођење од пореза, што је редуковано нулто пореско оптерећење, пре-храмбених производа, што је број производа са тзв. пореским бенефицијама знатно сужен, што је тзв. нижа пореска стопа (код пореза на промет) повећана (код пореза на додату вредност). Са протоком времена (прети опасност да ће нижа пореска сто-па готово нестати и да ће нулта пореска стопа врло брзо исчезнути. Порез се неће пла-ћати само на производе који су намењени извозу, а плаћање пореза ће се померати из једне у другу фазу. Стара је истина да држава, која захвата превише од вредности националне производње, може да доведе до слома привреде у којој це сман-јење производње неминовно редуковати пореску основицу у коиу се "уграђује" висока пореска стопа. Зато је цена пореске реформе веома висока. Једино ефикас-на пореска контрола мозе да рициорозније "утерује" пореске дугове и да редукује избегавање плаћања пореза с надом да це и предузећа лакше и брзе наплаћивати своја потраживања попут државе која једино брине за наплату својих доходака (као да је то крајњи циљ пореске реформе). У крајњој инстанци, порез на додату вред-ност се односи на опорезивање рада у одређеној -фази производње "који се крије у структури прометног циклуса". Ради се о у суштини, о порезу, који се "додаје", као што му и само има каже - порез на додату вредност, који камуфлира пре-расподелу пореског терета са профита на личну потрошњу и животни стандард грађа-на у функцији "нове" расподеле између рада и капитала.

Бразил је једина земља федералног типа која је укинула порез на додату вредност који је све до 1993. године функционисао и на "федералном нивоу и на нивоу федералних јединица. Федерацији су припадали приходи из производне фазе промета про-извода у трговинској замени између федералних јединица, док су федералним једини-ца припадали наплаћени приходи од пореза на додату вредност на остварени промет унутар њихових територија. Тако је било до 1988.године када су и федералне јединице увеле порез на додату вредност на принципу комбинацље кооперативног федера-лизма и конкурентскаг пореског суверенита. Тада је стопа пореза на додату вред-ност на трансакцијц у оквиру федералних јединица повећана на 17% а стопа пореза на додату вредност на трансакције у трговинској размени између федералних јединица унутар федерације је смањена на 11% због финансијских несугласица између фед-ералних јединица - произвођача и федералних јединица потрошача. Искомпликовани сис-тем фунционисања пореза на додату вредност довео је изнова до промена пореских стопа: прва је смањена на 9%, друга је повећана на 12%. Но, и то није помогло, пошто универзалне формуле, нити стандардни рецепти за регулисање фискалних односа још увек нису пронађени, мада у пракси постоје "компромиси" између захтева за постизањем економске ефиканости и очувања фискалне аутономије. Но компромиси између федералне суверености ипореске аутономности федералних јединица није уродио плодом тако да је порез на додату вредност замењен продајним порезом на промет производа и услуга федерације и федералних јединица. У овом случају, прене-бегла се чињеница да порез на

додату вредност искључиво подразумева централ иза-цију пореске власти са минималним трошковима пореске администрације и са ефикас-нијом наплатом и контролом. Децентрализовани, односно субцентрални порез на до-дату вредност не обезбеђује ефикасност и једнакост услова привређивања нити ели-минише пореску конкуренцију медју субјектима фискалног федерализма. Он, као та-кав, доводи до различитог пореског оптерећења производа и услуга, до деформа-ције токова капитала, до пограничних куповина, до миграције, до дискредитирања не-опходне фискалне координације између различитих нивоа јавне власти, до појаве, дис-паритета између фискалних капацитета федералних јединица и до повећања буџетских трансфера федералног будзета за уравнотезавање фискалних капацитета федералних је-диница. Немачка је далеко најбоији европски пример модела фискалног федерализма заснованог на хомогености фискалне и економске структуре, друштвеној кохези-ји, пореској хармонизацији и кооперативној фискалној координацији.

Зцмље у транзицији, по угледу на тржишне привреде земље чланице ОЕЦД и ЕУ), (које су током 80-тих и 90-тих година извршиле пореске реформе), у старту су се "упецале" за прхватање и увођење пореза на додату вредност и за постизање алокативне неутралости пореза. У развијеним привредама постојали су бројни раз-лози за иницирање пореске реформе, а у првом реду (л)утицај глобализације економије и пореске конкуренције на светским тржиштима роба и услуга (при повећаној покретљи-вости рада и капитала), (2) смањење улога државе у привреди, приватизација и дерцг-улација , (3) сужавање јавног сектора "по ширини и дубини", (4) пораст учешћа јавне потрошње и буџетског дефицита у друштвеном производу, (5) високе пореске стопе, (6) пораст пореске утаје и побољсање ефикасности рада пореске администрације, (7) слабљење социјалне функције пореза и (8) постизање алокативне неутралности пореза. У првом таласу пореске реформе снижене су пореске стопе и проширене пореске основице (у области непосредног опорезивања дохотка физичких лица и добити кофо-рација), и сужена је лепеза ослобођења и олакшица у области опорезивања промета производа и услуга. У другом таласу пореске реформе модификована је пореска структура пребацивањем пореског оптерецења са дохоткана потросњу и јацањем фискалне позиције пореза на додату вредност.

Фискалне реформе земаља ОЕЦД следиле су,у нешто суженом обиму, и земл-је у развоју, које су тежиле увођењу пореза на додату вредност, прошрењу пореских основица, смањењу стопа пореза на доходак / добит, повећања стопа пореза на потрошњу/расходе, побољшању ефикасности пореске администрације и редуцирања (ду-боко усидрене) пореске евазије, како би се створили простори за смањење буџетских дефицита, па, следствено томе, и смањење учешћа јавних расхода у друштвеном производу.

Попут ових земаља, и привреде у транзицији Централне и Источне Европе "латиле" су се, недовољно припремијене, тешког историјског посла спроводења ради-калних пореских реформи по препоруци ММФ и Светске банке. Ове међународне финансијске институције постицале су покретање пореских реформи у склопу структурних реформи. Прелазак на трзисно привредјивање подразумевао је ефикасну пореску ад-министрацију,

смањење јавних расхода, редуцирање наследјених буџеткских дефицита, обезбедјење макроекономске стабилности нивоа цена и запослености пореским механизмима јавне власти, сужавање јавног сектора (заједно са државним пре-дузећима), креирање повољније пореске климе ради подизања међународне конку-ренције домаће робе и повећања прилива страног капитала, минимизирање трошкова транзиције, обезбеђење стабилних фискалних прихода за сервисирање јавних дугова, креирање једностраног, привредног и неутралног пореског система, који је компат-ибилан са пореским системима тржишних економија ОЕЦД и ЕУ (увођењем кључ-них пореских облика који већ егзистирају у развијеним привредама). ММФ је, у про-цесу спроводјења структурних реформи, највисе сметало то што су директне и индир-ектне субвенције доминирале у структури будзетских расхода Румуније. Литваније, Словачке и Естоније, што су трошкови сервисирања спољних и унутрашњих дугова најв-исе "правили" буџетске расходе Мађарској и Бугарској, и што су буџетски трансфери за покриће губитака фонда социјалног осигурања репрезентовали кључни генератор фискалног дефицита у Мађарској и Пољској. Препоруке ММФ су, стога, ишле у правцу (1) увођења пореза на доходак грађана са највише пет стопа, са највишом грани-чном пореском стопом од 40%, са што широм пореском основицом, са применом опорезивања по одбитку и са паушалним опорезивањем дохотка који се у пракси тешко мери и админисфративно-порески верификује, (2) избегавање пореза на извоз и пореза на увоз, пошто негативно утичу на остварење девиза и који смањују ефикасност, (3) увођења акциза за одређене производе, који доносе веће приходе, и пореза на додату вредност са широм пореском основицом и једном пореском стопом, која обезбедјује ефикасност у прикупљању пореских прихода уз ниже трошкове опорезивања, и примену принципа одредишта, и (4) увођења пореза на добит предузећа са стопом од 30-40%, са широко конципираном пореском основицом и са избегавањем класичног система опорезивања (у коме се дивиденда двоструко опорезује) и без подстицаја и одбитка.

Препоруке ММФ су занемариле прогресивно опорезивање (пошто је попу-ларнији пропорционални модел фискалног захватања дохотка), принцип праведности у опорезивању и редистрибутивну функцију пореза.

На светској сцени, препорукама ММФ придружила се и Светска банка сво-јим програмима прилагодјавања за привреде у транзицији, који су експлицитно инко-рпорирали и промтне фискалне реформе у функцији остварења стабилних јавних прихода и постављања ефикасног пореског система посредством (1) просирења пореских осно-вица код свих пореских облика који компонују нову пореску структуру, (2) поје-д-ностављења опорезивања добити корпорација са мањим бројем стопа, неутралним опорезивањем привредних трансактора, избегавањем двоструког опорезивања див-иденди и укључивањем инфлације у процес утврђивања пореске основице, (3) сман-јена цена и побољшања рада царинских и пореских' органа јавне власти, (4) преласка на систем опорезивања потросње (са систцма опорезивања производње) увођењем пореза на додату вредност и акциза на одређене привреде, и (5) уводјења пореза на доходак грађана са нижим пореским

стопама, и са што мањим изузецима и ослобо-ђењима, па и са што мањим бројем пореских стопа, како би се оствариа пореска транспарентност, која је од посебне важности за укључивање земаља у транзицији у међународне токове.

poreske stope poreza na dodatu vrednost

Oržava	ZenLie u Godine uvodjenja VAT	tranzici.ii Poreskt godini L.I	i stope u uvodjenja 1999.	od 1.	Poreske stope I 1999.
Azerbejdžan	«c -	Niža	OpSta 20 20	Ni»a	OcSta 20 20
Belorusija	1993	JУ/ [10]	18 14 23 20	10	1 18 14
Bugarska	1992 1/		18	2,1C 5	23 20
Gruzija	1993 //	5 15	28; 32	12	§
češka	1992 IsJ	7	23	7 11 13	s
Ka^ahstan	1992	5	20 22; 28	6	22 23 25
Madjarska	1993	16; 67		16; 61	! 20 20
Litvanija	1988				
Moldavija	1994				
PoLjska	1994				
Rumunija	1993				
Rusija	1993				
Slovačka	1992				
Tadžikistan	1993				
Ukrajina	1993				
	1993				

Држава	Год: увој г.	темлие - члан: ина лиења Б	ице ИЈ Ф ‘ореске Јодини и л и :	стопе у	а	од И	Пореске стопе Л.И 1999.
		Нижа	Оошта			Нижа	ОпСта ВиСа
Аустрија			8	16		10	20
Белгија		6; 14	18			6; 12	21
Данска			10				25
Финска			17			6;12;17	22
Француска		6;4	13 6	20;25		2,1;5,5	20,6
Немачка		5	10			7	16
Грцка		6	18	36		4,8	18
Ирска		5,26	16,37	30; 26		12,5	21
Италија		6	12	18		4,10	20
Луксембург		2;4	8			3;6;12	15
Холандија		4	12			6	17,5
Португалија		8	16	30		8	17 30
Španija		6	12	33		4,7	16
Шведска		2,04;6,30	11,11			6,12	25
В.Британија			10			2,5;8	17,5

ИЗВОР: А.А:Таит, Валуе Аддет Тах-Интернатионал Працтице анд Пробленс, МХФ, Хасхингтон.1988., Валуе Аддет Тахатион ин Еуропе, Вол.ИВ. ИБФД, Анстердан, 1997. и Интернатионал ВАТ Монитор 6/98.

Готово у већини земаља у транзицији је, почевши од 1992/93. године уведен порез на додату вредност (са акцизама) са симултаним измена у области опорезива-ња дохотка грађана добити предузећа.

Мадарска је међу првим земљама увела порез на додату вредност још да-вне 1988. године са општом стопом од 25%, и нижом стопом од 5% Током 1992. године "постављен" је порез на добит предузећа по стопи од 18% и 23% на расподел-јену добит) и порез на доходак грађана (са стопама у распону од 0-44%) по мето-дологији тржишно развијених привреда.

Бугарска је у 1993. години увела порез на додату вредност, најпре са јед-нон, стопом од 18% да би (исто као и Румунија), потом, укључила и две ниже стопе од 2% и 10%. Симултано, уведен је порез на доходак грађана са стопама у распону од 20-50%, као и порез на добит по стопи од 40% (50% за комерцијалне банке и 30% на добит испод 1. милиона лева).

Пољска је током 1992.године увела синтетичко опорезивање дохотка град-јана по стопи у распону од 20-45% и порез на добит корпорација по стопи од 40%. У 1993.години Пољска је увела и порез на додату вредност (са акцизама) са нижим стопама од 7% и општом стопом од 22%.

Словачка је већ у 1990. години била спремна за увођење пореза на додат-ну вреност (6% нижа стопа и 25% општа стопа), као и за институисање пореза на добит по стопи од 40% ипореза на доходак грађана по стопи у распону изеђу 17 и 50%. Слично је и са Чешком у којој се порез на додату вредност плаћа по стопи од 5% (нижа стопа), односно по стопи од 23% (општа стопа), а порез на добит предузећа по стопи од 39% и порез на доходак физичких лица по стопи у распону од 15 до 47%.

У Румунији је уведен порез на додату вредност у 1993. години по општој стопи од 18% (а нешто касније прикључена је и нижа стопа од 9%), Стопа пореза на доходак градјана креце се у распону измедју 6% и 45%, док стопа пореза на добит предузеца износи 38%.

Русија је до 1992.године успела да уведе порез на додату вредност по опстој стопи од 28% на промет производа и услуга чије су цене одређиване од стране државе и по општој стопи од 32% на промет роба и услуга чије су се цене слободно тржишно формирале. У 1993.год. "обе" стопе су супституисане нижом стопом од 10 % и општом стопом од 20%. У 1995.години обе стопе су повећане: прва на 13%, друга на 23%. Од тада и стопа пореза на добит корпорација износи 35%, а стопа пореза на доходак грађана између 12% и 30%.,

Украјина (1993 године) и Хрватска су једине земље, које су увеле порез на додату вредност, али са доцнијом применом, Украјина је увела две опште стопе, и то: општа стопа од 22% на промет роба и услуга чије цене утврђује држава и општа стопа од 28% на промет роба и услуга чије се цене слободно формирају. Све у свему, у земљама у транзицији влада шаренило стопа пореза на додату вредност и варирају исмеђу 14% у Грузији и 25% у Узбекистану. Нижа пореска стопа креће се од 5% у Ческој до 16,67% у Таџикистану. Општа пореска стопа, пак, осцилира између 20% у Белорусији и 32% у Русији. Такав тренд у пореским реформама привреда у транзици-ји

изменио је пореску структуру и структуру јавних прихода, у којој, у периоду 1990-93.године, учешће пореза на додату вредност варира од 20% до 43%. Недовољна припрема пореске реформе са необученим пореским кадровима и неблаговременом оспособљеношћу пореске администрације продуковала је читав низ негативних имп-ликација на плану промена релативних цена, смањења пореске основице, повећања цена на мало, смањења фискалних прихода, повећања буџетског дефицита, ширења сиве економије, повећања пораске стопе и јачања утицаја "интересних група", који-ма искључиво одговара неефикасан порески систем и површна структурна реформа система јавних финансија, који је онеспособљен да повеже нити између плаћених допри-носа и нивоа коришћених социјалних услуга, да реши проблем неликвидности фондова со-цијалног осигурања и да спречи драстичан одиив буџетских трансфера за покрице губи-така социјаиних, здравствених и пензијских фондова. То, пак, упућује на генерални закључак да транзициони прелаз са командне на тржишну привреду није тако кратак како се обично мислило код креатора транзиције (и приватизације) и модератоа фискалне реформе. Оно што се једино може назвати "успешним бацањем прашине народу у очи" јесте "чињеница" уа се при увођењу пореза на додату вредност водило рачуна да ос-новни производи од значаја за животаи стандард градјана буду подвргнути поре-ском ослободењу (тзв.нулто опорцзивање) у функцији редуцирања регресивних ефека-та посредних пореса на домаћинства са нижим дохоцима, нужног очувања мини-малног животног стандарда грађана и спречавања. "принудне" диференцијације секто-ра становништва према богатству и величини дохотка. Пореско ослобађање (тзв.нулто опорезивање) и опорезивање по нижим стопама[599], које се односи на опорезивање промета основних производа и услуга (као што су храна, лекови, електрична енергија, грејање, вода, услуге јавног превоза, пољопривредни производи, воће, хлеб, шећер, уље, млеко, млечни производи, маст, јаја, риба и брашно) усмерено је у правцу непе-нализовања нееластичне тражње за прехрамбеним производима сиромашног дела становништва у чијој потрошњи храна високо партиципира (у В.Британији 18%, у Фран-цуској 19%, у Немачкој 22%, у Италији 23%, у Швајцарској 27%, у Португалији 39%, у Грчкој 40%, у Југославији 47,1% и у Русији 49,5%.

[599] Нижа стопа, у зцмљама ОЕЦД варирају од 2% у Швајцарској (ргско 3% у Луксцмбургу, 4% у Италији, 5,5%у Француској, 6% у Холандији, 7% у Хцмацкој, 8% у Грцкој 10% у Аустрији) до 12% у Свцдској.

ШЕМАТСКт ПРИКАЗ ФУНКООНИСАЊА ПОРЕЗА НА ДОДАТНУ ВРЕДНОСТ (ПДВ)

	ФАКТУРЕ	ПОРЕСКА ЕВИДЕНЦИЈА	ПОРЕСКА ПРЈЈАВА
ОБВЕЗНИКА	Увоз Вредност 2.500 ПДВ = 250 Фактура Вредност Сировине 1.000 ПДВ= 100		
		Евиденција набавке: Месечна набавка Вредност 3.500 ПДВ = 350	ПДВ - Месећна пријава ПДВ на продају + 400 ПДВ на набавку - 350 ПДВ који треба да плати обвезник А= 50
		Евиденција продаје: Месечна продаја Л/грг1пгкГ д ПШП ПДВ = 400	
ОБВЕЗНИК Б	Фактура Вредност 1.900 ПДВ= 190 Факмра Вредност 2.100 ПДВ = 210		
		Евиденција набавке: Месечна набавка Вредност 4.000 ПДВ = 400	ПДВ - Месечна пријава ПД на продају + 485 ПДВ на набавку - 400 ПДВ који тре да плати обвезник Б = 85
		Евиденција продаје: Месечнапродаја Вредност 4.850 ПДВ = 485	
	Фактура Вредност 2.500 ПДВ = 250 Фалцтура Вредност 2.350 ПДВ = 235		
ОБВЕЗНИК Ц		Евиденција набавке: Месечна набавка Вредност 4.850 ПДВ = 485	ПДВ - Месечна пријава ПД на продају + 590 ПДВ на набавку - 485 ПДВ који тре да плати обвезмк Ц = 105
		Евиденција продаје: Месечна продаја Вредност 5.900 ПДВ= 590	
	Фактура Вредност 5.900 ПДВ = 590		
		Краинии оотрошач	

Извор: Др Х. Хрустић, Порез на додатну вредност, Стулос, Нови Сад, 2004, стр. 18.

П Е Т И Д Е О

МЕЂУНАРОДНО ПОСЛОВНО ФИНАНСИРАЊЕ

ГЛАВА ПРВА

ДЕВИЗНИ КУРС

1. ВАЛУТЕ И ДЕВИЗЕ

Свака земља има национално средство плаћања, које је једиио законско средство плаћања на територији те земље.

Кад пређе границу своје земље национално средство плаћања (национална валута) постаје роба која има своју цеиу (курс) као и свака друга роба. Сва страна ефективна средства плаћања (банкноте и ковани новац) назива се валутама.

Девизе су шири појам. Оне представљају сва потраживања, по било којем основу, која гласе на страну валуту, без обзира на начин распо-лагања (готовина, менице, чекови и сл.).

Валута је страни новац којим се располаже у земљи, а девиза је страни новац којим се располаже у иностраиству.

Пошто постоји разлика између валуте и девизе, то постоји разлика и између њихове цене, односно курса. Тако имамо валутни и девнзни курс. Они су најчешће различити, мада те разлике обично нису велике.

1) СПОЉНА И УНУТРАГДЊА ВРЕДНОСТ ВАЛУТЕ

Свака валута има своју спољну и унутрашњу вредност. Спољна вредност валуте је вредност коју валута има за њене домаће имаоце (поседнике).

Спољна вредиост у нракси представља курс валуте који домаћа влада гарантује страном имаоцу валуте и који је за њега унапред позиат. То је у пракси званични курс стране валуте изражене у домаћој валути. Међутим, ималац домаће валуте може њену вредност одмеравати и на девизним тржиштима у иностранству. У том је случају за њега спољна вредност домаће валуте курс који он на тим тржиштима може остварити.

Унутраишља вредност валуте је куповна моћ домаће валуте. Она је у непосредној вези са кретањем цена. Раст цена води смањењу куповне моћи, односно унутрашње вредности националног новца, а стагнација или опадање цена њеном јачању.

2) ПРЕЦЕЊЕНЕ И ПОТЦЕЊЕНЕ НАЦИОНАЛНЕ ВАЛУТЕ

Уколико је курс националне валуте према страним валутама реално одмерен, онда нема прецењености ии потцењености националне према страним валутама. Међутим, уколико се курс домаће валуте одржава на вишем нивоу од реалног (за страну валуту даје се мање домаће валуте), онда се говори о прецењеној домаћој, односно потцењеној страној ва-лути. И обрнуто, уколико је курс домаће валуте нижи од реалног курса, имамо потцењеност домаће, односно прецењеност стране валуте. Потцењеност и прецењеност националне валуте могуће је одржавати само административним мерама, односно у системима у којима није дозвоље-но слободно деловање поиуде и тражње и слободно формирање курсева на девизном тржишту.

Потцењеност, односно прецењеност националне валуте саставни је део мера спољнотрговинске политике, а предузима се из..платнобилаи-сних разлога. Наиме, земље дефицитарне у девизама имају прецењену домаћу валуту, да би се тим путем стимулнсао извоз, ограничавао увоз и позитивно деловало на платни биланс.

Већина међународних тарифа користи валуту отпремнние земље или упутне земље, или неке треће земље са стабилном валутом. Швајцарски франак се користи врло често као тарифна валута због своје стабнлиости.

При плаћању превозних трошкова тарифна валута се прерачунава у националну валуту на основу курсева одређен од железничке управе земље у којој се врши одређеио плаћање.

2. ПРОМЕНЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА

Промене девизног курса, као цене неке валуте изражене у другој валути, воде ка измени односа између вредности домаће и иностраних валута. Ове промене могу да се крећу у два могућа смера:

- смањења девизног курса домаће валуте, што аутоматски значи повећање девизног курса иностраних валута, и
- повећање девизног курса домаће валуте, што одговара смањењу девизног курса иностраних валута.

У том смислу, с једне стране може се говорити о депресијацији и девалвацији, а с друге стране о апресијацији, односно ревалвацији националне валуте. Такође се мора напоменути да су депресијација и апресијација могуће само у систему флуктуирајућих курсева, док су девалвација и ревалвација једнократне промене девизног курса које су свој-ствене системима, углавном стабилних девизних курсева.

1) ДЕПРЕСИЈАЦИЈА И ДЕВАЛВАЦИЈА

Депресијација и девалвација се често употребљавају у истом значењу мада, стриктно узевши, то нису синоними. И депресијација п девалвација подразумевају смањење нитервалутне вредности (дсвизиог курса) домаће валуте, само што се депресијацијом то смањење остварује на тржишту деловањем понуде и тражње, а девалвацијом путем фор-мално-правног акта монетарних власти. У том смислу „девалвација је формално смањење вредности иовца, док је депресијација стварно сма-њење његове вредности".[600] То даље значи да депресијација представља фактичко стање у које доспева национална валута, а ако је то стање и официјелно потврђено актом надлежних монетарних оргапа онда гово-римо о девалвацији. У томе је суштинска разлика између депресијације и девалвације мада је за обе заједничко смањење вредности новца.

Новац може имати унутрашњу вредност коју чини његова куповна моћ на домаћем тржишту, и спољашњу вредност која се базира на ва-лутном паритету. У случају депресијације долази до смањења унутрашње вредности тј. куповне моћи новца, иако је спољашња вредност, тј. ва-лутни паритет остала неизмењена. Ова депресијација, обезвређеност или смањење вредности може настати и деловањем инфлационих кретања. Домаћа валута је у тој ситуацији постала апресирана, прецењена у од-носу на иностране валуте. Међутим, с друге стране она је депресирала у односу на своју унутрашњу вредност. Дакле, депресијација унутрашње вредности валуте води ка апресијацији њене спољашње вредности. Тај раскорак између унутрашње и спољашње вредности националне валуте може се неутралисати антиинфлационом политиком која делује у правцу јачања унутрашње вредности, или девалвацијом која смањује спољашњу вредност тј. валутни паритет доводи на потребни нижи ниво.

2) АПРЕСИЈАЦИЈА И РЕВАЛВАЦИЈА

На исти начин као код депресијације и девалвације може се уочити аналогија и између друга два типа промена девизног курса, интервалутне вредности домаће валуте, али не актом монетарне власти тј. не званичпо од државе, него путем деловања економских законитости понуде и по-тражње на девизном тржишту".[601] Ревалвација, представља „повећање ин-тервалутне вредности, тј. повећање девизног курса домаће валуте у од-носу на валуте других земаља, која се чини актом монетарне влаети".[602]

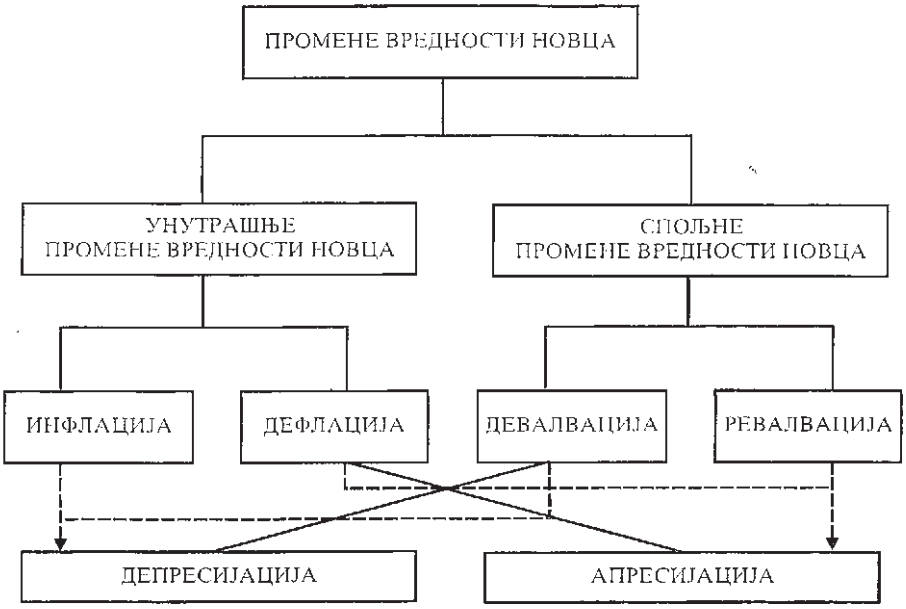
Као што смо то напоменули у случају депресијације, односно девал-вације када је дуготрајна депресираност унутрашње вредности домаће ва-луте резултира девалвацијом, и овде се намеће потреба званичног реаго-вања монетарних власти уколико је апресираност унутрашње вредности домаће

[600] Др С. Комазец. др Ж. Ристић: Међународни фпнансијскн менапмент, Чигоја, Београд, 1497.
[601] Т. Јовановски, оп. цит., стр.61.
[602] Т. Јовановски, оп. цит., стр.61.

валуте дуготрајна. Оно се исказује кроз ревалвацију, официјелну потврду стања које -је већ присутно на девизном тржишту.

Ревалвацијом се уклања подцењеност домаће валуте на спољашњем тржишту и неутралшие јаз који постоји између више, унутрашње и ниже, спољашње вредности новца. Та корекција, као и код девалвације, обавља се на спољашњој вредности новца кроз промену паритета (девизног курса), јер је унутрашња вредност дата величш-іа, одређена куповном моћи иовца.

Напоменуто је да се вредност новца изражава у два облика: преко иитервалутне вредности и преко куповне снаге коју он има на уну-трашњем тржишту. Промене вредности новца, такође смо рекли, оди-гравају се у два смера - повећања или смањења вредности, те говоримо о апресијацији или депресијацији новца. Приказ тих промена, у већ спо-менутој књизи проф. Meichsner-а, дат је кроз следећу схему.[603]



Појаве које су повезане испрекиданим линијама обично иду једна уз другу, некад су и у узрочно-последичној вези нпр. веза ревалвацијс и дефлације, односно девалвације и иифлације, мада то не мора да буде увек случај. Као потврду за ово можемо узети случај ревалвације не-мачке марке крајем седамдесетих година, која као апресијација интер-валутне, дакле спољашње вредности, није изазвала и апресијацију новца у земљи, односно дефлацију већ напротив даљи раст цена у земљи. Ово се дешавало, углавном, због крутости цена и трошкова, отпора синди-ката и предузећа њиховом снижењу. Ипак се може рећи да повезаност између наведених појава постоји као тенденција.

[603] Mcichsner, оп. цит.. стр. 23-24.

3. ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ

У теорији и пракси савременог света егзистирају фиксни девизни курсеви, флексибилни девизни курсеви, флуктуирајући девизни курсеви, руковођени флексибилни девизни курсеви, вишеструки девизни курсеви и равнотежни девизни курсеви, посредством којих се повезује ннво домаћих и светских (страних) цена и исказује рентабилност спољнотрговинских трансакција.[604]

1) ФИКСНИ И ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ

Фиксни и девизни курсеви у начелу репрезентују цену иностраних валута изражених у домаћој валути, која се формира на основу утврђеног односа валута према конвенционално изабраном заједгшчком именитељу. Заједнички именитељ, у том контексту, омогућава изражавање вредности упоредним величннама, на бази ко}их се утврђује цена валута (валутии паритет), која рефлектује стварну куповну моћ валуте (односно стварну вредност). Фиксни девизни курс карактеристичап је по томе што га одређују државни органи на основу утврђеног паритета домаће валуте у односу на другу валуту. „Фнксни девизни курсевн, према томе, постоје када се вредносни одиос између домаћег новца и нпостраних валута одржава стабилним. Та стабилност може бити апсолутна и да се одражава на ауторитативан начин, као када постоји законски курс у режиму девизних ограничења, или при релативно малим осцилацијама око паритета курса. Због карактеристика монетарног система (на пример, чист златни стандард, односно систем златне валуте са златницима у оптицају — Gold Specie Standard), или због начина уређивања система међународних плаћања (на пример, Бретонвудски систем, Међупародног монетарног фонда) фиксни девизнп курсеви називају се курсеви чија је висина константна у односу на друге валуте.”[605]

У пракси, фиксни девизни курсеви имају и негативне и позитивне стране. У негативне особине се обично сврставају следеће карактеристике: (1) механички преноси шокове и поремећаје са међуиародног тржишта на домаћу привреду, (2) ствара услове за вођење субординиране монетарне и економске политике, (3) уноси диспропорцију између понуде и тражње валуте на девизном тржишту. У позитивне особине пак сврставају се следеће карактеристике: (1) фиксни износ репрезентује релативно чврсту основу за пројектовање рентабилног извоза и увоза, (2) фиксни курс рефлектује

[604] Опширније: др П. Јовапоиић — Гавриловнћ, Међународно пословно финансирање. Економски факултст. Београд, 1990. ст. 16–21 и 30–36 и др М. Упковнћ, Међународпа тргопнпска политика, Савремеиа администрација, Београд. 1991. ст. 200–205.

[605] Др Т. Јоваповски, Девизин спстем и девизно пословање, Научиа књига, Београд. 1УКК, ст. 5(1.

поуздано мерило за адекватно уклапање у међународну поделу рада и (3) фиксни курс иоминује валуту која има поверење и углед у међународном промету.

Формирање и одржавање девизних курсева било је изложено оштрим критикама, нарочито после распадања система златпе валуте. „У том правцу, у оквирпма економске мисли, посебно у теорији девизних курсева, чинили су се напори да се смањи зависност домаће монетарне политике од политике одржавања стабилних девизних курсева. Била су предложена два могућа решења. Први предлог водио је ка напуштању фиксних девизних курсева (ради њихове неадекватности) и уместо њих требало је дозволити да се девизни курсеви формирају слободно, путем слободног флуктуирања у коме би се нашла равнотежа између понуде и потражње девиза. Такав начин формирања девизног курса значајно би утицао на реализовање циљева националне монетарне политике. Други предлог полазио је од добрих страна фиксног девизног курса за које се мислило да су од таквог значаја за националну привреду да није потребно да се одбаци фиксни девизни курс. По том предлогу рачунало се да је потребно да се уведу девизна ограничења која увек могу да се прилагоде стању у привреди и поново да се укину када се побољша стање. Ту се, такође, предвиђала и девалвација као крајња мера за регулисање деформација у економским односима са спољним светом.[606]

У систему златне валуте систем фиксних девизних курсева је фуикционисао аутоматски, пошто су важила „правила игре златног важења". Суштина тих „правила нгре" била је да када се одливало злато из земље, каматне стопе су расле, а када се злато враћало у земљу, каматне стопе су опадале. Више каматне стопе су привлачиле иностраии капитал, односно неутралнзоване су силе које су утицале на одзив злата. Када је постојао прилив злата у земљу, каматне стопе су опадале и цео тај поступак се понављао. Према томе, каматие, односно ексоитне стопе и њихове промене биле су индикатор и инструмент регулисања који су билансирали златне резерве у земљи, а тиме и количину новца у земљи јер количина новца у оптицају зависила је од величине златних резерви. Наиме, уколико су златне резерве биле мале, утолико би било мање новца у оптицају, утолико би камате биле веће и постојао би већи интерес иностраног капитала и обрнуто. Стање у билансу плаћања представљало је нужну координацију монетарне политике и праксе, нретпостављало експанзију привредне активности у случају суфицита, односно контракције у случају дефицита у билансу плаћања. Примарни задатак централних и других банака био је заштићивање златних резерви у циљу одржавања конвертибилности фиксних курсева. Када су се смањивале златне резерве, смањиване су каматне стопе. Све се то чинило са циљем да се успостави и одржава равиотежа у билансу плаћања. Свесио неутрализовање кретања златних резерви било је у директној супротности са „правилима игре".[607]

---

[606] Ибидем, ст. 51–52.
[607] Исто. стр. 52.

Са распадањем систем азлатне валуте фактички су се распали сви услови и све претпоставке за аутоматско функционисање система фиксних курсева. Чак и оснивање Међународног монетарног фонда иије помогло у рекреирању услова за реафирмацију система фиксних девизних курсева, пошто се оснивање ММF односило на постизање стабилности девизних курсева, мултилатерализацију међународних плаћања н укидање девизних ограничења. „Сагласно статуту Међународног монетарног фонда, свака земља чланица била је дужна да утврди паритет своје валуте, у сагласности са Фондом и даље да одржава тај паритет. Тачиије, свака земља чланица Фонда била је дужна да девизне курсеве по којима су се обављале промптне девизне трансакције на њеној територији држн у оквирима ужих маржи од 1% изиад или испод одређеног паритета. Касније, ради новонастале ситуације у међународним економским и финансијским кретањима и односима, на бази споразума између иидустријски развијених земаља о прилагођавању курсева њихових валута, Одбор извршних директора Међународног монетарног фоида 18. децембра 1971. године донео је одлуку да се маржа одступања паритета прошири на 2,25% изнад и испод паритета. Такође, било је омогућено земљама чланицама Фонда, уместо паритета валуте, да утврде цеитрални курс своје валуте. Ови потези, који су уследили после укидања коивертибилности долара САД (у августу 1971. године), представљали су почетак функционисања привременог режима који је требало да омогући земљама чланицама Фонда да се максимално придржавају циљева Фонда после новонасталих моиетарних околности. Од фебруара 1973. године, по извршеној другој девалвацији долара САД, већи број земаља члаиица Фонда прихватио је флуктуирајуће девизне курсеве њихових валута. Тиме, систем фиксних паритета, односно фиксних девизних курсева у Међународном монетарном систему био је замењен системом флуктуирајућих девизних курсева.”[608]

2) ФЛЕКСИБИЛНИ ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ

Са егзистенцијом унутрашње и сползашње економске и финансијске неравнотеже и евидентним последицама система фиксних девизних курсева, појавио се систем флексибилних девизних курсева, који се базира на слободном формирању цена валута и девиза према односу понуде и тражње на девизном тржишту. Додуше, слободно формирање цена валута кретало се до одређеног лимита, који је био унапред познат. Постојање већих поремећаја у билансу плаћања условљавало је појаву потреба за интервенцијом у процесу формирања флексибилних девизних курсева, путем које наступа централна банка на девизно тржиште да би стабилизовала девизни курс.

„За разлику од фиксног девизног курса, који при формирању диктира отвореност привреде према иностранству, чиме тера своју земљу да сав свој привредни развој прилагођава кретањима на светском тржишту (које је доста тешко спојиво са политиком стабилизације и пуне запослености),

[608] Др Т. Јоваиопски, оп. цит., стр. 52–53.

при формирању флексибилног девизног курса постоји шири простор за осцилирање девизног курса чиме је земљи омогућено да одреди правце економске политике без непосредне зависности при томе од стања и кретања у билансу плаћања (земља има нешто већу слободу при вођењу домаће економске политике)...

Будући да се флексибилни девизни курс формира на тржишту у ширим распонима у односу на формирање фиксног девизног курса, висина потребних девизних резерви је много мања у односу на потребе девизних резерви при формирању фиксног курса. При формирању и одржавању флексибилног девизног курса висина девизиих резерви зависи, у основи, од степена стабилности на домаћем тржишту, од стања у билансу плаћања, од распона лимита у коме се жели одржавати девизни курс, и од висине, односно реалности иницијалног девизиог курса.

С обзиром на то што је слободно формирани девизни курс осетљив, систем флексибилних девизних курсева обезбеђује стално прилагођавање чиме се избегавају штетни ефекти у дугим периодима неравнотеже. Поступним мењањем девизног курса елиминишу се изненадни шокови и драстична прилагођавања. Формирање флексибилних девизних курсева не елиминишу потребу прилагођавања, то само омогућује да се дође до нужних промена поступно и на време."[609]

3) ФЛУКТУИРАЈУЋИ ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ

Флуктуирајући девизип курсеви не почивају на утврђеиом валутном паритету. пошто се формирају искључиво на бази односа понуде и тражње на девизном тржишту потпуно слободно. Сам чин формирања флуктуирајућих девизних курсева рефлектује стање у билансу плаћања: понуда девиза извире из активе, док тражња девнза извире из пасиве. Због тога се сматра да флуктуирајући девизни курсеви илуструју тачку у којој се фактички изравнава биланс плаћања и отклањају диспропорције између девизних примања и девизиих давања:

„Формирање и одржавање флуктуирајућих девизних курсева може бити тако конципирано да се флуктуирање (пливање) остварује као: ограничеио пливање, регулисано пливање са захватима централне банке на девизном тржишту и потпуно слободно пливање.[610] С обзиром на то да у данашњим условима, када постоји изразити економски интервенционизам и изразито неперфектно функционисање свих врста тржишта, неодрживо је формирање и одржавање слободно флуктуирајућих девизиих курсева (free floating rates); сматра се да је једино изводљива варијанта формирања флуктуирајућих девизних курсева путем регулисаног флуктуирања. То је варијанта код које мопетарне власти не прокламују ограничење кретања девизног курса, али, с времена на време, интервенишу путем продаје или куповине националног

[609] Ибидем, ст. 54.
[610] Др И. Рибникар. Политика девизпог течаја, Подузеће–банке 8/82 ст. 18–21.

новца с циљем да утичу на кретање курса домаће валуте на девизном тржишту."[611]

У теорији и пракси, износе се бројни аргументи у прилог функционисања флуктуирајућих девизних курсева, међу којима се истичу следећи: (1) флуктуирајући девизни курсеви у правилу штите домаћу привреду од спољних притисака и поремећаја, (2) флуктуирајући девизни курсеви онемогућавају често мењање паритета домаће валуте под дејством екстремних шокова и (3) флуктуирајући девизни курсеви омогућавају детерминисање интервалутне вредности домаће валуте (ппр. динара) посредством понуде и тражње домаће валуте у односу на остале валуте. При томе, флуктуирајући девизни курсеви изазивају стање дефлације и отежавају кретање дугорочног капитала. Тржишно прилагођавање девизног курса по правилу се коригује монетарним ннтервенционализмом, који лимитира амилитуде курсних колебања у условима функционисања флуктуирајућег девизног курса.

„Флуктуирајући девизни курсеви имају супротно дејство на привреду и цене од дејства фиксних девизних курсева. Наиме, флуктуирајући девизни курсеви не проузрокују, као непосредни ефекат, промеие цена на домаћем тржишту. Они се јављају само као компензатор разлике између иностраних и домаћих цена. Уколико дође до повећања или падања цена неких роба на спољњем тржишту, онда, да би остале непромењене цене тих роба на домаћем тржишту, промениће се девизни курс. То зпачи да се цене на домаћем тржишту неће мењати (на бази мењања цена на иностраном тржишту), уместо њих флуктуираће девизни курс. Ипак, на дугом року, флуктуирајући девизни курсеви не могу остати без утицаја на домаћем тржишту и на нивоу домаћих цена. Овде треба спомепути то да ниво домаћих цена остаје непромењен само у почетку. јер када се промени ниво девизног курса промењени девизни курс повлачи за собом и промену односа домаћих и светских цена. На пример, када се повећа курс, цене домаћих роба обрачунате у иностраним валутама смањиће се, на бази чега ће се стимулисати извоз, а цене иностраних роба обрачунате у домаћој валути повећаће се и то ће дестимулисати увоз. Промене у ценама, а тиме и у извозу, довешће до успостављања уравнотеженог биланса плаћања." [612]

4) РУКОВОЂЕНИ ФЛЕКСИБИЛНИ ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ

У дискрепанци између слободно флуктуирајућих девизних курсева и ригидних фиксних девизних курсева егзистирају тзв. руковођенн флексибилни девизни курсеви, код којих је метод тржишног прилагођавања супституисан методом званичног прилагођавања курса. „Заједничка карактеристика слободно флуктуирајућег девизног курса и руковођеног флексибилног девизног курса је у томе што се у оба случаја радн о прилагођаваном девизном курсу (adustable exange rate) и то у првом случају (код флуктуирајућег девизног курса) ради се о тржишно прилагођеиом девизном курсу, а у другом

[611] Др Т. Јовановски, оп. цит., ст. 55.
[612] Ибидем, ст. 55.

случају (код руковођеног флексибилног девизног курса) ради се о званично прилагођеном девизном курсу."[613]

Флексибилност код руковођених флексибилних девизиих курсева не осигурава стабилитет девизног курса. Такав девизни курс је, у ствари, стабилан само од „једног" до „другог" прилагођавања. Но, и поред тога, свој тзв. девизног курса је много стабнлнији у одиосу на слободно флуктуирајући девизни курс. „Руковођени флексибилни девизни курс је резултат понуде и тражње девиза и валута на девизном тржишту. Слободно кретање курса око паритета је ограничено лимитима сличним као код флексибилног девизног курса. Интервенција се, ипак, не базира само на девизним резервама и систему лимита, него и на прилагоиђавању паритета у случају повећане напетости у билансу плаћања, али ие у моменту када ће та напетост достићи забрињавајуће оквире. када ће створити низ проблема. Односи понуде и потражње на девизном тржишту са једне стране и кретање цена са друге стране индикатори су за мењање паритета валуте. Померања која се врше у паритету курса су благо ограничена, контролисана и показују тенденцију кретања у правцу курса равнотеже. Зато и утицај који се стиче при формирању и одржавању руковођеног флексибилног девизног курса подсећа на такозване иакнаде девалвације валуте."[614]

5) ВИШЕСТРУКИ ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ

Вишеструки или диференцијални курсеви рефлектују одређивање различитих девизних курсева за увоз и извоз различитих врста роба и услуга, за различита плаћања инопартнерима и за различите трансакцње. Овај тип девизног курса по правилу утврђује држава у паралели са службеним, официјелним девизним курсом. У начелу, вишеструки девизни курсеви јављају се у два облпка: или у форми (диспаритетни курсеви). „Даља карактеристика вишеструких девнзних курсева је та што су то курсеви који се налазе на прелазу између фиксног девизног курса и флуктуирајућег девизпог курса, који улазе у систем девизне контроле (иако не представљају њен пуни израз). Уколико би се реализовала потпуна девизна контрола, она би омогућила спољну вредност домаће валуте тј. да се одржава на траженој висини сагласно усвојеном критеријуму девизног органа. У том случају је довољно само да се повуку девизна средства из слободног промета и њихова расподела централно да се усмери. Може се такође, водити политика девизне контроле која не би била сасвим крута, која не би ограиичавала, иего би само усмеравала размену. Такав тип девизне контроле, која је по својој суштинн либерална могао би се иазвати системом вишеструких девизних курсева. У оквприма система вишеструких девизних курсева, размена са иностранством не ограничава се мерама, као што су, на пример, контингенти, девизне квоте итд., него, уместо тога, за различите групе производа утврђују се различити нивои девизног курса, односно одређују се различити нивои девизног курса

[613] Ибидем, ст. 55.
[614] Ибидем, ст. 55.

у односу на различите врсте валута. Тиме се ствара једна издиференцирана скала девизних курсева.[615]

Са системом вишеструких девизних курсева у пракси се фактички постиже један једини циљ: подстицати или декуражирати робну размену, неробни платни промет и плаћања са ииостранством. Због тога су евидентне и последице у националној привреди: (1) вишеструки девизни курсеви провоцирају диспаритетне односе цена, (2) вишеструки девизии курсеви дистрофирају националне критеријуме иивестирања и производње и (3) вешеструки девизни курсеви подстичу неравномерни привредни развој.

6) РАВНОТЕЖНИ ДЕВИЗНИ КУРСЕВИ

У економској и финансијској теорији и политици равнотежни девизни курс репрезентује такав девизни курс код кога интервалутна вредност домаће валуте, односно спољна вредност новца није прецењена нити потцењена. Прецењени и подцењени девизни курсеви јесу изрази неравнотежних девизних курсева у којима је интервалутна вредност домаће валуте или иа вишем нивоу или на нижем нивоу од економски оправданог нивоа.

У пракси се формира девизни курс који одступа од равнотежног девизног курса, путем прецењивања интервалутне вредности домаће валуте. Прецењени девизни курс изнад равнотежног девизног курса погоршава услове размене, делује дестнмулативно на извоз и претераио стимулише увоз. „Најчешће се прелази на формирање девизног курса националне валуте који је потцењен, тј. на нижем је нивоу од равнотежног девизног курса, са циљем да се утиче на националну привреду да буде експортабилнија и конкурентно способнија на светском тржишту у односу на друге националне привреде. Такав начин формирања девиз – ног курса, који примењују капиталистичке земље у време криза и де – пресивних фаза коњуктурног циклуса, са циљем да се на вештачки начин повећа учешће националног извоза на светском тржишту (чиме би се створиле могућности за повећање домаће производње), најчешће се па – зива валутни дампинг”.[616]

Већ је речено да девнзни курс представља цену девиза. Као и цена сваке друге робе и цена девиза се формира под утнцајем понудс н тражње на тржишту. Однос нзмђу понуде, тражње и цена је двојак, јер с једне стране понуда и тражња које се формирају под утицајем одређених аутономних фактора одређују цену, док с друге странс цена усклађује понуду и тражњу.[617] Тако ће понуда и тражња одређивати девизни курс, али ће и промена девизног курса довести до промепе понуђене односно тражене количине девиза.

Пре разматрања понуде и тражње девиза корисио је дати пар напомена о девизном тржишту. Сучељавање понуде и тражње девиза назива се девизним тржиштем. Ово је појам девизног тржишта у ширем смислу. У ужем смислу када се говори о девизном тржишту мисли се у ствари на девизну берзу, где

[615] Ибидем, ст. 58.
[616] Др Т. Јовановски, оп. цит.. ст. 59.
[617] Пјаиић, др Зораи, (1984), стр. 129.

до сучељавања попуде и тражње долази на тачно одређеном месту, у одређено време и по одређеним правнлима.

Код разматрања понуде, тражње и цена увек се полази од претпоставке постојања слободног тржишта, које искључује било какву иитервенцију, међутим такво девизно тржиште не постоји. Ово је последица чињенице да ни једна земља не може да се одрекне интервенције у области девизних курсева због значаја курса за укупну стабилност привреде. Ипак уколико се држава при тој интервенцији користи тржишним методама, то јест ако се јавља као учесник на тржишту, равноправном са свим осталим учесницима, тада се може говорити о слободном тржишту и слободном формирању курса. Друга је ствар када држава користи круте административне мере и ограничења (као што је на пример прописивање чврстог службеног курса), јер се оваквом интервеицијом суспендује деловање тржишта.

4. МЕЂУНАРОДНИ МОНЕТАРНИ ФОНД И СВЕТСКА БАНКА

Јула 1944. год. на Конференцији у Bretton Woodsu основане су две међународне финансијске институције, и то: Међународни монетарни фонд и Међународна банка за обнову и развој, који су задужени за регулисање међународних плаћања и краткорочно и средњорочно кредитирање међународне трговине (ММF) и за дугорочно финаисирање неразвијених привреда (Светска банка).

Међународни монетарни фонд је основан са почетним капиталом од 7,5 млрд. долара (а Светска банка са почетним капиталом од 10 млрд. долара). У 1944. год. било је учлањено око 44 земље, а у 1990. год. чак 151 земља савременог света.[618]

Фундаментални циљеви ММF односили су се на успостављање слободне трговине и мултилатерализам у међународним плаћањима кроз

1. успостављање и одржавање конвертибилности националних валута,
2. изналажење есрикасног међународног механизма за уравнотежење платних биланса и (3) увођење реалних девизних курсева у међународну привреду.

Чланом VII Статута ММF је предвиђен тзв. конвертибилност. „У овом члану конвертибилност се дефинише као могућност иностраннх лица да своје депозите у националној валути одређене стране земље (било која страна земља са конвертибилном валутом) замењују на међуиародним

[618] Др Т. Јовановскп, оп. цит., стр. 154–155.

девизним тржиштима, или код земље чију валуту поседују, за друге валуте по курсу који се формирају на начин и у оквиру прописаиих распона ММF–а.

При томе се углавном мислило на конвертовање у злато или у америчке доларе, који су постaлн кључна резервна валута у међународном монетарном систему (до 1960. улогу међународне резервне валуте имала је и британску фунту). По правилима ММF свака земља преузела је обавезу спољне конвертибилности. Изузеци важе само ако Фонд неку валуту прогласи ретком (чл. VИ одељак 3), па остале земље чланице могу привремено уводити ограничења за плаћање у тој валути као и када земља задржава или уводи рестрикције из платнобилансних разлога (чл. XIV одељак 2 Статута Фонда). Такође је у чл. VИI одељак 3 написано да ни једна земља чланица неће улазити у дискриминаторне монетарне аранжмане нити примењивати систем вишеструких курсева, а у истом члану у Одељку 4 написано је да ће свака земља–чланица куповати салда своје валуте која држи друга земља чланица, ако земља која тражи откуп докаже:

- да су та салда стечена у текућим трансакцијама; и
- да је њихова конверзија потребна да би се обавила плаћања за текуће трансакције.

Фонд је помагао да се уведе конвертибилност валута у западноевропским земљама 1958, а касније у Јапану и другим развијеним земљама, нажалост мање и у земљама у развоју. Остваривање конвертибилности у будућности биће у функцији конвергенције стопа инфлације у поједшшм земљама; односно у функцији довођења инфлације у нормалне границе у свим земљама које буду тежиле остваривању, најмање, спољне ликвидности своје националне валуте. Поред овог фактора, нормално, неће се моћи запоставити ни значај равнотеже у платном билансу и стање девизних резерви у земљи која жели да уведе конвертибилност своје националне валуте, као и укупних развојних перформанси.[619]

ММF путем образовања тзв. кредита за структурно прилагођавање доприноси успостављању платнобилансних равнотежа између десрицитарних и сусрицитарних земаља. У том смислу, све чланице су обавезне да, у складу са учешћем у међуиародној трговини, уплате утврђену квоту средстава у износу од 25% у конвертибилиим валутама (или у злату до 1971. год.) и 75% у нациоиалној валути (као потражпвање Фоида) код централне банке дотичне земље. „Из ових средстава одобравају се земљама у дефицнту кредити у валути земаља према којима оне тај дефицит имају, а који се, уз одређену каматну стопу, обавезио враћају у конвертибилним валутама. Право вучења средстава од Фодда назнва се траншама које се појединачно одобравају у износу 25% од укупне квоте. Прва, тзв. златна трашна, одобравана је аутоматски јер је имала подлогу у сопственом злату илн конвертибилним валутама које су власпиштво земаља које се задужују. Остале четири транше (до 125% максимума квоте годишње) биле су кредитне, а свака следећа одобравања јс уз ригорознију анализу домаћег привредног развоја и уз предлог мера за усмеравање развоја, којима се условљава могућност повлачења средстава од Фонда. Кредитне

[619] Ибидем.стр. 182–183.

транше се користе или директном куповином страних за домаћу валуту или на основу тзв. stand–by аранжмапа. У овом последњем случају одиосни износ средстава представља оквир у коме чланице, с времена на време. у трајању stand–by аранжмана врши вучење средстава, с тим да се камата плаћа само на искоришћена средства. Прниципп stand–by аранжмана касније се код најзадуженијих и међународпо неликвидних земаља у развоју изродио у обавезно условљавање повлачења средстава са усмеравањем укупног развоја и то кроз тзв. „писмо о намерама", које задужена земља мора ноднети да би користила средства не само код Фонда, него и код банака и влада развијених потражиих земаља. Дуго година важнло је правило да се земља укупно може задужити код Фонда 125% квоте, а средства су одобравана само на рок до 3 године. Међутим, живот је наметао изузетке према најсиромашнијим земљама у развоју. Тако су, прво, 1966. године уведени тзв. компензаторни кредити који су омогућили допунско повољно кредитирање (рок и каматна стопа) да би се омогућило компензирање неповољних односа размене (terms of trade) монокултурним земљама у светској привреди. Компензаторно финансирање посебно је оснажено одлуком ММF из краја 1975. Према овој одлуци земље чланице имају право вучења, у циљу компензирања неповољних извозних флуктуација које су ван контроле земаља чланица, до 75% квоте, наспрам 50% колико су имале по одлуци из 1966. године. Максимум вучења у једној години повећан је са 25 иа 50% квоте."[53]

ММF је финансирање тзв. тампон залиха (bufer–stock) увео током 1969. год у функцији пружања помоћи земаља у развоју у финаисирању залиха сировина у складу са међуиародним робним споразумима и о сировинама. Овај тип фииансирања уствари представља надопуну компеизаторном финансирању.

Током 1973. год. ММF је формирао посебан тзв. Oil Fund као одговор на нафтни шок који погађа земље у развоју. Овај фоид јс давао најповољније кредите земљама у развоју које не производе иафту. Од 1985. год. прилив средстава у овај фонд драстично опада упоредо са смањењем цене нафте.

Са демонетизацијом злата током 1976. год. проширују се и финансијске олакшице ММF. Те године формиран је и тзв. Trust Fund (старатељски фонд) који се алиментирао средствима од продате количине злата (око 150 мил. унци) на јавним аукцијама у циљу пружања помоћи платним билансима земљама у развоју са per capita националним дохотком испод 300 јединица специјалних права вучења. „На оснрву препоруке годишње скупштине ММF–а и Светске банке одржане у Сеулу октобра 1985. године, ММF–а је за период 1986–1990. увео још једну врсту кредната за пружање додатне платнобилансне подршке, под повољним условима, земљама у развоју са ниским дохотком. Услов је да се те земл^е квалификују за коришћење средстава. Међународног удружења за развој (IDA), односно да се суочавају са озбиљним продуженим платнобилансним проблемима и имају потребу за таквом помоћи. Нова олакшица се зове „олакшица за структурно прилагођавање — SAL". У оквиру ове олакшице кредити ће се давати сиромашним земљама које су прихватиле обавезу да спроводе средњорочне (трогодишње) програме структуриог прилагођавања, што значи да односна земља треба да „утврди" оквир

политике у којој су садржани циљеви и главни потези економске политике и средстава за остваривање тих циљева. Почетно финансирање у износу од 2,7 милнјарди специјалних права вучења, обезбеђено је из отплата коришћених средстава тзв. Старатељског фонда, који је ранијих година био намењен пружању помоћи најсиромашнијим земљама.

Циљ ове нове структурне олакшице је да се помогне најсиромашнијим земљама у стварању услова за привредни раст и консолидацију платних биланса. Највећи износ кредита у оквиру ове олакшице износи 63,5% квоте и исплаћује се у трогодишњем периоду. Ови кредити носе беиефицирану камату од свега 0,5 процената годишње, а периодом мировања од 5 година и полугодишњим отплатама у следећих 5 година. У оквиру исте олакшице значајна је била иницијатива директора ММF Мишел Камдесија (Michel Camdecy) да се у периоду 1988–1990. троструко увећају средства. Извршни одбор директора ММF усвојио је крајем 1987. Одлуку о формирању посебне проширене олакшице за структурно прилагођавање (ESAF) за 62 најсиромашније земље (са бруто друштвеним производом од 750 долара) које користе помоћ IDA (изузете су Кина и Индија).

Одобрена су средства у износу од 8,4 милијарди специјалних права вучења (око 11 милијарди долара) за трогодишњи период 1988–1990. година. Средства се могу користити до висине 250% од квоте. Главни су контрибутори ових средстава земље са високим суфицитом у платном билансу (Јапан, СР Немачка, Француска и сл.), а средства се додељују из буџета поменутих земаља. У последње време, код одобравања помоћи земљама у развоју, карактеристична је све тешња сарадња Међународног монетарног фонда и Светске банке, што је и овде случај. Процес сарадње Фонда са Светском банком се огледа у заједничком раду у формирању оквирног документа економске политике одређене земље, као и финансирање тога програма и делом средстава од стране Банке, посебно у облику SAL кредита.

Са низом ових олакшица повећала се и максимална могућност задуживања код Међународног монетарног фонда, као и рок одобрених кредита. Према утврђеној политици ММF–а чланице, у нормалгшм условима, могу да вуку 125% квоте годишње, односно максимално 37% квоте током трогодишњег периода. Са ннзом поменутих олакшица и изузетака Фонд може, наравно уз максималну условљеност, одобрити иекој земљи и до 440% квоте. Имајући у виду проблеме презадужености мпогнх земаља у развоју и улогу ММF–а у решавању ових проблема, Извршпи одбор директора ММF–а увео је флексибилнији прилаз у односу на поједине земље мланице, тако да правила о максималним износима задужења у односу на квоту више нису тако стриктне као раније.”[620]

Увођење реалних девизних курсева јесте трајан задатак ММF, који се остварује на два начина, који посебно важи за тзв. коивертибилне валуте и посебно за меке валуте. ММF је обавезао све земље члапице да пропишу фиксни паритет своје валуте или према злату или нрема одабраној конвертибилној валути, с тим што је Фонд контролисао пријављени курс и

[620] Ибидем.стр. 184–185.

курсне промене. Код меких валута, које се не котирају на девизном тржишту, прилагођавање девизног курса врши се путем тзв. курсних промена у виду девалвације за коју ММF даје сагласност. нарочито ако девалвација износи више од 10%. За тзв. конвертибилнс валуте. које котирају на међународном девизном тржишту, девизни курсеви су били стриктно фиксни уз могућу осцилацију са дозвољеном маржом од ± 1%.

„Године 1971. укинута је коивертибилност долара у злато. а тиме је и политика фиксног курса дошла у кризу. Од пролећа 1973. године дошло је до преласка готово свих важнијих светских валута на тзв. „пливајуће" (тј. флуктуирајуће) девизне курсеве, формално невезане за бнло какву валуту иити маршу осцилација, али ипак усмераване интервепцијама централних банака на девизним тржиштима на основу одређених интервентних критеријума и усаглашавање монетарних полнтика између развијених земаља. Од тада је курсна политика потпуно нрепуштена иационалним владама, без мешања Фонда. Сматра се да је Фонд тада запао у другу озбиљнију кризу, изгубио је контролу, над девизиим курсевима иако је њему дато право да прати и анализира кретање девизних курсева и предлаже одговарајуће међународне мере за њихову стабилизацију.

Ове промене су формално и потврђене у Кингстону (.Гамајка) јануара 1976. године. Тада је промењен члаи IV. Статута Фонда, а главпе промене биле су следеће:

- земље чланице остају у обавези да сарађују са Фопдом у циљу успостављања погодних аранжмана за девизне курсеве,
- оставља се на вољу свакој земљи да изабере један од три пачина одређивања парнтета: било везиван>ем своје националне валуте за специјална права вучења, било везивањсм за једну или више одабраних валута друтих земал>а (тзв. корпа валута), било, пак, избором пеког трећег иачина за одређнвање вредиости своје валуте (изричито је речепо да злато внше није светски новац. па везивање за злато не долази у обзир).
- Фонду се оставља могућност надзора над политиком девизних курсева који би се засннвали на чврстим али прилагодљивим паритетима (оваква одлука иије обавезујућа за земље чланице уколико јс свака одређена чланица унапред не прихвати). Девизни курс задржао јс улогу изједначавања домаћих и иностраних цена и уравнотежења платних биланса, а зависи од ииза фактора у одређеној домаћој и иностраним привредама, односа цена, релативне продуктивности рада, понуде и тражње девиза, стања платних биланса, расположивих девизних резерви и слично. Ово је била тзв. Друга реформа ММF–а."[621]

У последњој деценији, главна преокупација ММF односи се на повратак на валутии паритет и на фиксне девизне курсеве из Bretlon Woodsa, с тим да се паритет изражава кроз специјална права вучења чнја је укупна емисија нарасла на 1% светског извоза и на 15% укупних светских монетарних (девнзиих) резерви (где спадају валуте, девизе, моиетарно злато,

[621] Ибидем,стр. 186–187.

хартије од вредности централних и пословних банака земаља, специјална права вучења и квоте земаља чланица Фонда). Но, у савременом свету је свега 60 земаља остварила валутну конвертибилност. а специјална права вучења (SPV) нису успела да потисну долар па путу стварања светског новца нити су могла да постану једино средство међународне ликвидности. То показује да и договорени супституттивии начин конвертовања чврстих валута у специјална права вучења у ММF (постепено). Због тога се и даље вредност SPV (или SDR) мери према корпи валута од пет валута: УСА долар са 42%, ДМ са 19% и ФрФрс, енглеска фунта и јапански јен са по 13%, што зиачи да позиција SPV зависи од позиције долара. Међународни монетарни фонд се зато (због америчке економске и финансијске политике) окренуо према политици тзв. кондиционалности, политици преструктурирања и политицн стендбај аранжмани, које су нарочито ригорозне према задуженим земљама у развоју.

Светска баика је отпочела са радом јуна 1946. год. са истим чланством које је условљено чланством у ММФ. Банка има статус правног лица чије је последње регулисано нормама међународног јавног права. Банка се увек јавља у улози кредитора, гаранта и организатора инвестиционих аранжмана, с тим што је њена делатност базирана на пачелима комерцијалног пословања. Банка прикупља капитал прилозима својих чланица и зајмовима на међународним тржиштима капитала (нод повољнијим условима). Зато банчини зајмови имају петогодишњи период одложених плаћања (grace period) и повољније услове пласирања капитала.

„Светску банку сачињавају три основне институције: Међународна банка за обнову и развој (IBRD), Међународно удружење за развој (IDA) и Међународна финансијска корпорација (IFC). Заједнички циљ ових институција је пружање помоћи у подизању стандарда живота у земљама у развоју, кроз каналисање финансијских средстава из развијених земаља у земље у развоју. Према члану 1. Статута банка има следеће циљеве: да помаже обнову и развитак земаља чланица, олакшавајући инвестирање капитала у производне сврхе и подстицање развоја производннх могућности и природних богатстава у неразвијеним земљама: да подстиче приватне инвестиције у иностранству, дајући своје гаранције или учествујући у зајмовима и другим врстама приватних инвестиција; да за мењује приватне инвестиције обезбеђујући новчана средства за производне сврхе из сопственог капитала, када приватпи капитал imје приступачан под повољним условима; да плански помаже на дужи рок, равномерно развијање међународне трговгше и подржава равпотежу у билапсним плаћањима. подстицање међупародиих ипвестиција ради развпјања производних извора земаља — члаиица. доприносећп на тај начпн порасту продуктивности, животном стандарду и побољшању услова рада; да у годпнама после рата помогне у постепеном преласку са ратне на мирнодопску привреду.”[622]

Светска банка је током 1981—J 990. год. модификовала своју пословну политику. Наиме, од 1982. год. Светска банка спроводи политику градације

[622] Ибидем. стр. 187–188.

у давању зајмова у зависности од висине нацпоналног дохотка по главн становника.

По тој логици, земља са дохотком од преко 3.010 долара по становнику не може више користити средства зајма Банке.

Од јула 1982. год. Светска банка одобрава зајмове са варијабилном каматном стопом, која се мења на сваких шест месеци. Ова камата је у 1990. год. износила 8.5%.

Светска банка за потребе структурног прилагођавања земаља чланица одобрава зајмове (SAL) у изиосу од 40% укупног потенцијала банке.

Светска банка је, исто тако, повећала учешће у суфинансирању пројеката у земљама у развоју и учешће комерцијалшгх банака у пројектима које финансира банка.

Банка даје средства владама земаља чланица са гаранцијом владе земље зајмопримца, као покрпће, и са оценом: способиости зајмопримца да се зајам редовно отплаћује.

„У новије време при Светској банци отворен је тзв. „трећи шалтер". То је у ствари, новн канал за финансирање развоја најсиромашнијих земаља у развоју (са испод 425 долара дохотка по стаповнику). Каматна стопа на зајмове који се одобравају нреко овог шалтера износи 4–4,5%. Покриће разлика у каматама Банка врши средствима које прикупља на добровољној основи. Такође и Банка одобрава кредите за структурно прилагођавање (SAL кредите)...

Основни проблем у коришћењу Федстава банке је што и Банка. попут Међународног монетарног фонда, све више условљава коришћење њеиих средстава мешањем у комплетну развојну политику земаља којима средства одобрава. Она се све више идентификује са интереспма развијених земаља мада јој то пије нн функција ни намена. Због тога ће се у том делу политике Банке морати извршити нужне промеие јер је Банка основана као хумана институција да помаже оне који се на други начин не би могли развијати, а не да следи политику пајразвијеиијих земаља на светском плану."[623]

Југославија јесте чланица Светске банке од њеног осиивања са учешћем од 150,9 милиопа специјалних права вучења у укупном капиталу банке. Југославије је, као чланпца Светске банке. користила укуппо 81 зајам у вредности од 4,5 млрд. долара у периоду од самог оснивања Банке па све до краја 1985. год. У псриоду 1986–1990. год. Југославија је користила још 5 зајмова у укупној вредности од 1.159,6 млрд долара. Но. Југославија, због непоштовања правила игре, у правилу користи између 50% и 60% одобрених средстава годишње чиме је практичиои отворен проблем спорог повлачења одобрених средстава.

[623] Ибидем.стр. 188–189.

5. МЕЂУНАРОДНО УДРУЖЕЊЕ ЗА РАЗВОЈ И МЕЂУНАРОДНА ФИНАНСИЈСКА КОРПОРАЦИЈА

Међународно удружење за разврј (IDA) основано је током 1960. године, као афилијација Светске банке у циљу прикупљања средстава за додељивање зајмова најсиромашнијим земљама. Средства се прикупљају из добровољних доприноса развијеиих земаља ради давања зајмова под изузетно повољним условима земљама чланицама Светске банке.

„Основни циљ који се жели постићи путем Међународног удружења за развој јесте да се кредитирањем омогући бржи развој производних предузећа земаља чланица, укључујући финансирање инвестиционих објеката (железнице, путеве, иригационе објекте и сл.) који не стварају непосредну добит (профит). Удружење финансира објекте у земљама у развоју за које су услови кредитирања Међународне банке неприхватљиви. Постоје две групе земаља чланица Удружења: развијене земље и земље у развоју, при чему обе групе земаља морају 10% од својих удела да уплате у злату или у конвертибилним валутама. Осталих 90% морају да уплате развијене земље исто тако у злату или у конвертибилиим валутама, а земље у развоју у својој националној валути.

На заседању Бретонвудскнх иституција у септембру 1986. договорено је да се капитал IDA повећава на 12 милијарди долара, што значи да ће IDA моћи одобравати 3–4 милијарди долара годишње најсиромашнијим земљама у развоју. Иначе, удружење даје веома повољне кредите, са роком враћања чак и до 50 годииа (на поменутом састанку је договорено да максимални рок буде 40 година), период почетка отплате 10 година и каматном стопом од свега 0,75%. Приликом давања кредита води се рачуна о регионалном критеријуму, као и о томе да предности имају најсиромашније земље. У 1986. средства су могле користити земље са дохотком испод 791 долара по глави становника. Због нивоа развоја Југославије није, нити моиже користити средства IDS, али уредно даје своје финансијске доприносе за несметан рад ове светске финансијске институције.[624]

Међународна финансијска корнорација (IFC) је, исто тако афилијација Светске банке, која је почела са радом јуна 1956. год. пружањем финансијске потпоре приватним предузећима у земљама у развоју у функцији убрзаног привредног развоја. Практично, Међународна финансијска корпорација надопуњује финансијску активност Светске банке.

Све чланице Светске банке могу бити и чланице корпорације. До сада се у корпорацију учланило 127 земаља чланица Светске банке.

---

[624] Ибидем.стр. 189–190.

IFC, као афилијација Светске банке, има три функције, и то: (1) да изналази могућност заједничког инвестирања домаћег и страног капитала, (2) да учешћем нли зајмовима инвестира у привредпа предузећа са приватним и комерцијалним карактером, али без јемства владс зсмлзс чланице и (3) да проиалази начине стимулисања различитнх форми нрилива домаћег и страног капитала у продуктивно инвестирање. „Корпорацнја одобрава сопствене кредите само оида ако се од приватног капитала не могу добити одговарајући кредити под умереиим условима. Креднти које је одобрила Корпорација не морају се користити на тернторији земље где се налази седиште предузећа — дужника. Одобрепи кредит не може бити већи од 50% вредиости иивестиционог објекта чијн је изградња финансирапа из средстава Корпорацијс. Другу половину средстава морају да обезбеде корисиици кредита.

Корпорацнја има сопствени каиитал, који се формира уплатом акција од стране земаља — чланица, има право да се код Међупародне банке задужи до четвороструког износа основног капитала. Поред тога, у средства Корпорације улазе и износи добијени по основу камате на одобрене кредите, као и износи отплата самих кредита или заједничких улагања. Средином 1968. године Југославија је постала чланнца Корпорације са уписаним капиталом од 591.000 долара. У писани капитал Југославије на дан 30. јуна 1985. године Корпорација је одобрила 21 кредит Југославији у укупном износу од 428.3 милиона долара, укључујући 2 милиопа долара са којима Корпорација учествује у капиталу Међународне иивестиционе корпорације за .Тугославију (ИСУ). У новој пословној 1985/86. години између ЈСорпорације и Југобанке, Удрулсене банке, потписан је 24. септембра 1985. године Уговор о кредиту у износу од 87,7 милиоиа ДМ у циљу финансирања 15 пројеката наших радних организација, од којих се очекује знатно повећање производње и извоза на конвертибилно подручје. Кредит је одобрен ан 10 година уз фиксну камату од 9,357%.”

ГЛАВА ДРУГА

СПОЉНОТРГОВИНСКО И ДЕВИЗНО ПОСЛОВАЊЕ

1. ЗАКОН О СПОЉНОТРГОВИНСКОМ ПОСЛОВАЊУ[625]

(1) Овим законом уређује се спољнотрговинско пословање, у складу са правилима Светске трговинске организације и прописима Европске уније.

(2) Законом се може, у складу са правилима Светске трговинске организације и прописима Европске уније, уредити спољна трговина појединим врстом робе или услуга.

(1) Спољна трговина је прекогранични промет робе и услуга.

(2) Директно улагање у иностранству, у смислу овог закона, је оснивање предузећа у иностранству, огранка или представништва у иностранству, куповина удела или акција у капиталу страног предузећа, докапитализација страног предузећа и сваки други облик улагања домаћег лица у капитал страног правног лица, са циљем да се укључи у управљање пословима страног лица.

(3) Инвестициони радови у иностранству су пројектантски, грађевински и занатски радови, инжењеринг послови и други радови и услуге на објектима у иностранству.

(1) Спољна трговина слободна је и без ограничења.

(2) Директна улагања у иностранству и извођење инвестиционих радова у иностранству слободни су и без ограничења.

(3) Промет робе која се налази у иностранству, као и пружање услуга у иностранству, у којима учествује домаће лице, слободни су.

---

625 „Службени гласник РС”, број 101 од 21. новембра 2005. године.

(4) Ограничење, у смислу овог закона, је свако нарушавање слободе спољне трговине, а нарочито забрана, количинско ограничење, услов или дозвола (неновчано ограничење), као и сваки други правни акт или поступак државног органа који има такав циљ или последицу, укључујући и додатно новчано оптерећење спољне трговине (новчано ограничење), али не и увозне дажбине прописане царинским прописима.

(5) Слобода спољне трговине, директних улагања у иностранству и извођења инвестиционих радова у иностранству може да се ограничи само под условима прописаним овим законом.

(6) Правна лица и предузетници, у обављању спољнотрговинских послова из овог члана, имају једнако право пословања као и у домаћем правном промету (трговинска способност).

(7) Физичка лица, у обављању спољнотрговинских послова из овог члана, имају једнака права као и у домаћем правном промету.

(8) Пренос права својине на роби која је под царинским надзором слободан је и не утиче на обавезу плаћања увозних дажбина и друге обавезе које произлазе из царинских прописа.

(9) Правна лица, предузетници и физичка лица, у обављању спољнотрговинских послова, слободни су да своје односе уреде по својој вољи, у складу са правом меродавним за њихов однос и прописима чија се примена не може избећи избором права (о заштити конкуренције, заштити потрошача и др.).

(1) Дозвољена ограничења спољне трговине прописују се, примењују и тумаче у складу са пра – вилима Светске трговинске организације и пропи – сима Европске уније.

(2) Правни акти који нису у складу са овим законом а који имају за циљ или за последицу ограничење слободе спољне трговине, односно заштиту домаће робе, услуга или лица, ништави су.

(3) Ограничење спољне трговине дозвољено је само ако:

1. је изричито прописано овим законом;
2. је неопходно за постизање циљева ограничења предвиђених овим законом, и
3. су степен, обим и трајање ограничења сразмерни циљевима ограничења, односно ако су сведени на најмању меру неопходну за постизање циљева ограничења дозвољених овим законом.

(4) Ограничења дозвољена овим законом не смеју да имају за циљ или за последицу нарушавање конкуренције између учесника у спољној трговини.

(5) Неновчано ограничење прописује се или примењује само ако се новчаним ограничењем не може постићи циљ ограничења прописан овим законом.

Влада Републике Србије (у даљем тексту: Влада), на предлог министарства надлежног за економске односе са иностранством (у даљем тексту: Министарство), уводи ограничења.

(1) Влада одређује робу и услуге које подлежу ограничењима.

(2) Списак робе и услуга објављује се у „Службеном гласнику Републике Србије”.

(3) Министарство, на захтев заинтересованог лица, даје информације о примени одредаба овог закона.

(1) Домаће лице, у смислу овог закона, је правно лице које, у складу са прописима Републике Србије (у даљем тексту: Република), има седиште у Републици, односно физичко лице које има пребивалиште у Републици.

(2) Страно лице, у смислу овог закона, је:

1. правно лице са седиштем у иностранству;
2. страно физичко лице, и
3. домаћи држављанин са пребивалиштем, односно боравиштем у иностранству дужим од годину дана.

(1) Третман најповлашћеније нације је примена најповољнијих услова у спољној трговини у складу са чланом I Општег споразума о царинама и трговини (GATT), са државом која ужива такав третман на основу међународног споразума или одлуке Владе.

(2) Најповољнији услови не укључују и услове који су одобрени ради олакшавања пограничног промета или на основу споразума о слободној трговини или царинској унији, као и на основу прелазних споразума о формирању зоне слободне трговине или царинске уније.

(1) Огранак и представништво страног правног лица, односно другог привредног субјекта (у даљем тексту: оснивач) уписује се, на захтев оснивача, у регистар у који се уписују правна лица, односно привредна друштва, у складу са прописима Репу – блике који уређују упис у такав регистар.

(2) У смислу овог закона:

1. огранак је издвојен, правно зависан организациони део оснивача, који на територији Републике трајно обавља делатности за које је оснивач регистрован у земљи седишта. Огранак не може имати ширу пословну способност од оснивача, а мора пословати у складу са прописима Републике и има третман домаћег лица;
2. представништво је издвојен, правно зависан организациони део оснивача који на територији Републике обавља претходне и припремне радње у вези са закључењем уговора и који не може да закључује уговоре, осим за сопствене потребе.

Страна лица на територији Републике пружају услуге у складу са прописима који уређују пружање појединих врста услуга.

(1) На поступак доношења појединачних управних аката, у смислу овог закона, примењују се одредбе закона које уређују општи управни поступак, осим ако овим законом није другачије прописано.

(1) Подаци прибављени у складу са овим законом сматрају се службеном тајном.

(2) Подаци не могу да се објављују нити саопштавају трећим лицима без изричите писмене сагласности лица на које се односе, осим кад је надлежни орган обавезан да то учини, у складу са законом.

(1) Влада, на предлог Министарства, може да пропише административну накнаду за административне услуге које органи, односно лица којима су законом поверена јавна овлашћења, пружају лицима у спољној трговини, само ако је то неопходно ради накнаде трошкова за стварно пружене административне услуге.

(2) Износ административне накнаде не може да:

1. буде виши од стварних трошкова за пружене услуге;
2. представља посредну заштиту домаћих лица, робе или услуга.

(3) Средства наплаћена у складу са одредбама овог члана приход су буџета Републике.

(1) Извоз робе је изношење, слање, односно испорука робе са територије Републике на територију друге државе, у складу са царинским прописима Републике.

(2) Увоз робе је уношење, допремање, односно испорука робе са територије друге државе на територију Републике, у складу са царинским прописима Републике.

(1) На страна лица која на територију Републике увозе, односно која са територије Републике извозе робу, примењују се прописи који се примењују на домаћа лица.

(2) На увезену робу примењују се прописи који се примењују на домаћу робу, осим прописа којима се утврђује домаће порекло робе.

(3) Домаћа роба јесте роба пореклом из Републике, у смислу прописа о пореклу робе.

(1) Количинско ограничење је највећи укупан обим поједине робе, одређен по вредности или по количини, који може да се увезе или извезе у одређеном року, укључујући и забрану увоза или извоза.

(2) Количинско ограничење се расподељује на квоте.

(3) Квота је удео у количинском ограничењу додељен одређеном лицу или групи лица.

(1) Количинско ограничење извоза може да се уведе само:

1. у случају критичне несташице битне робе или потребе за отклањањем последица такве несташице, или
2. ради заштите необновљивих природних богатстава, ако се ограничавање извоза примењује упоредо са ограничавањем домаће производње или потрошње.

(3) Количинско ограничење увоза може да се уведе као мера заштите:

1. од прекомерног увоза
2. платног биланса,

(1) Министарство, на основу јавног позива за подношење захтева за доделу квота, додељује кво – те појединим лицима, у складу са условима који укључују нарочито:

1. економски оправдану количину робе обухваћену квотом;
2. степен искоришћености раније додељених квота, и
3. могућност доделе квоте лицима којима раније нису додељиване квоте.

(4) Квоте се додељују према редоследу пријема захтева за доделу квота, у року који не може да буде дужи од 15 дана од дана када је подносилац захтева поднео прописану документацију.

(5) Одлука о додели квоте садржи услове под којима се квота додељује, као и рок у коме се квота може искористити, који не може бити дужи од шест месеци и начин обавештавања Министарства о коришћењу квоте.

(6) Број испорука током рока у коме се квота може искористити није ограничен.

(7) Ако лице не користи квоту у складу са условима Министарство може да:

1. стави ван снаге одлуку о додели квоте, и
2. додели квоту наредном лицу које се према редоследу пријема захтева одазвало јавном позиву, а коме квота није додељена.

(3) Влада може да пропише ближе услове за расподелу квота.

(1) Додељена квота је непреносива.

(2) Лице коме квота није додељена не може да користи квоту која је додељена другом лицу.

Дозвола је исправа која се издаје, на захтев подносиоца, за увоз, транзит или извоз поједине робе.

Дозвола за увоз робе може да се уведе само ради:

1. заштите јавног морала;
2. заштите живота и здравља људи, животиња и биљака;
3. заштите националне безбедности;
4. заштите животне средине и природних богатстава, или
5. примене посебних правила трговине златом и сребром.

Дозвола за транзит робе може да се уведе само ради:

1. заштите живота и здравља људи, животиња и биљака;
2. заштите националне безбедности, или
3. заштите животне средине.

Дозвола за извоз робе може да се уведе само ради:

1. заштите уметничког, историјског и археолошког блага;
2. заштите природних реткости и угрожених биљних и животињских врста;
3. заштите националне безбедности;

4. заштите необновљивих природних богатстава, или
5. примене посебних правила трговине златом и сребром.

(1) Захтев за издавање дозволе подноси се Министарству.

(2) Уз захтев подноси се:

1. извод из регистра, односно извод о регистрованом податку ако подносилац подлеже обавези регистрације, и
2. докази о испуњењу прописаних услова за добијање дозволе.

(3) Захтев за издавање дозволе не може да буде одбијен због небитних недостатака у документацији који не утичу на основне податке садржане у захтеву.

(4) Влада може да пропише ближе услове за поступак издавања дозвола, у складу са правилима Светске трговинске организације и прописима Европске уније.

(1) Министарство одлучује о захтеву за издавање дозволе.

(2) Министарство, ако је потребно, прибавља мишљење других органа, организација, установа и удружења, који су дужни да доставе мишљење у року који одреди Министарство.

(3) Изузетно од одредбе

1. министарство надлежно за заштиту здравља људи одлучује о захтеву за издавање дозволе за увоз или извоз опојних дрога, медицинских средстава и лекова;
2. министарство надлежно за заштиту животне средине одлучује о захтеву за издавање дозволе за увоз или извоз супстанци које оштећују озонски омотач, угрожених и заштићених врста дивље флоре и фауне, дозволе за увоз, извоз или транзит опасних материја, отпада и извора јонизујућих зрачења;
3. министарство надлежно за заштиту здравља биљака и животиња одлучује о захтеву за издавање дозволе за увоз животиња, робе биљног и животињског порекла, као и робе која може бити преносилац штеточина или болести на људе, животиње или биљке;
4. министарство надлежно за послове културе одлучује о захтеву за издавање дозволе за извоз предмета од уметничког, историјског и археолошког значаја.

(5) Одлука о захтеву за издавање дозволе доноси се према редоследу пријема захтева, у року који не може да буде дужи од 15 дана од дана када је подно – силац захтева поднео прописану документацију.

(6) Изузетно дозвола за увоз и извоз отпада издаје се у року који не може да буде дужи од 60 дана од дана када је подносилац захтева поднео прописану документацију.

(1) Дозвола садржи изреку и образложење и издаје се за једну или више врста робе.

(2) Изузетно од одредбе:

1. за робу биљног и животињског порекла, биљке и животиње и другу робу која може да буде преносилац болести или штеточи.на које могу да угрозе живот и здравље људи, биљака и животиња, дозвола се издаје само за једну врсту робе;
2. за робу уметничког, историјског и археолошког значаја, дозвола се издаје за сваки поједини предмет; ако више предмета чини јединствену пошиљку, може да се изда једна дозвола у којој је сваки од предмета наведен и описан.

(1) Влада може да уведе мере заштите, и то:

1. антидампиншке мере;
2. компензаторне мере;
3. мере за заштиту од прекомерног увоза;
4. мере за заштиту равнотеже платног биланса.

(2) Антидампиншка, односно компензаторна мера, у смислу овог закона, је антидампиншка, од – носно компензаторна дажбина и свака друга мера у складу са Споразумом о примени Члана VI Општег споразума о царинама и трговини (GATT) и Спора – зумом Светске трговинске организације о субвен – цијама и компензаторним мерама (Agreement on Subsidies and Countervailing Measures).

(3) Влада може да пропише ближе услове за примену мера заштите, у складу са правилима Светске трговинске организације и прописима Европске уније.

(1) Антидампиншка дажбина је посебна дажбина на увоз робе која се уводи ради отклањања последица дампинга.

(2) Дампинг, у смислу овог закона, је увоз робе у Републику по цени нижој од нормалне вредности те робе, који:

1. изазива или прети да изазове знатну штету постојећој домаћој производњи, или
2. знатно успорава стварање домаће производње.

(3) У смислу овог закона:

1. „нормална вредност” је цена исте или сличне робе на тржишту државе из које се извози, која је одређена у уобичајеном току трговине у тој држави и која укључује производне, административне, продајне и опште трошкове;
2. „домаћа производња” је укупна заједничка производња домаћих произвођача исте или сличне робе, која представља претежни део укупне домаће производње те робе;
3. „слична роба” је роба која није у потпуности иста али чија су својства битно слична својствима робе која је предмет увоза, односно роба која је према својствима у битној мери замењива са робом која је предмет увоза.

(4) Ако се роба не прода – је на тржишту државе из које се извози, нормална вредност одређује се упоређивањем са:

1. ценом такве робе која се на истом степену производње или продаје, у приближно истом временском периоду, извози у трећу државу чији тржишни услови су упоредиви са тржишним условима у Републици, или
2. производном ценом такве робе у земљи порекла, ако је таква цена репрезентативна, увећаном за разуман износ уобичајених административних, продајних и општих трошкова и просрита.

(5) Приликом утврђивања постојања дампинга и одређивања нормалне вредности, узимају се у об – зир све разлике у условима продаје, укључујући и све разлике које утичу на структуру цена.

(1) Стопа антидампиншке дажбине уводи се у висини која је потребна да се отклони штета али која не може да буде виша од дампиншке марже.

(2) Дампиншка маржа је разлика између нормалне вредности робе и цене по којој се та роба извози у Републику.

(1) Компензаторна дажбина је посебна дажбина на увоз робе која се уводи ради отклањања последица субвенције коју држава порекла, односно извоза робе, посредно или непосредно одобрава за производњу или за извоз те робе у Републику.

(2) Субвенција, у смислу овог закона, је посебан, посредан или непосредан, финансијски допринос државе порекла, односно извоза робе, у корист лица које производи или посредно или непосредно извози ту робу у Републику.

(3) Финансијски допринос је нарочито:

1. непосредни пренос државних средстава (донације, зајмови, увећање акцијског капитала и сл.) или непосредно преузимање обавеза (преузимање дугова, давање гаранције за зајмове и сл.);
2. одрицање државе од доспелог јавног прихода или ненаплаћивање таквог прихода (царина, порез, порески подстицаји и сл.);
3. државни допринос фондовима за унапређивање извоза;
4. производња или набавка робе или пружање услуга, од стране државе, осим за потребе опште инфраструктуре (изградња путева, гасификација и др.);
5. поверавање или налог другим лицима да изврше неку од радњи;
6. подстицај условљен извозним успехом или коришћењем домаће уместо увозне робе у производњи.

(4) Финансијски допринос сматра се посебним ако се одобрава:

1. само појединoм лицу или групи лица, укључујући и финансијски допринос који се одобрава само појединoм лицу или групи лица на основу географског положаја тих лица, али не и допринос који се аутоматски одобрава свим лицима на основу законом прописаних критеријума;
2. само одређеном броју лица на основу законом прописаних критеријума, или

3. у највећој мери само одређеном броју лица на основу законом прописаних критеријума (у пракси).

(5) Ослобађање робе намењене извозу од пореза коме подлеже таква роба када је намењена домаћем тржишту или повраћај тог пореза, није субвенција у смислу овог закона.

Стопа компензаторне дажбине утврђује се у висини која је потребна да се отклоне последице увоза предметне робе али не може да буде виша од пуног износа субвенције.

(1) Влада може да уведе обавезу плаћања антидампиншке, односно компензаторне дажбине ако је, након поступка испитивања спроведеног у складу са овим законом, на основу доказа утврђено да постоји:

1. дампинг или субвенција,
2. знатна штета нанета домаћој производњи или опасност да дође до такве штете, и
3. узрочна веза између дампинга или субвенци – је на једној страни, и знатне штете или опасности да дође до знатне штете, на другој страни.

(2) Знатна штета или опасност да дође до такве штете;

1. постоји ако је увоз предметне робе довео, односно ако може да доведе, до стварног или могућег пада домаће производње, пада продаје домаће робе, удела на тржишту, профита, продуктивности, прихода од инвестиција, искоришћености капацитета, стварног или могућег утицаја на промет, до пада залиха, запослености, зараде, привредног раста, као и до пада могућности прибављања капитала или инвестиција;
2. утврђује се на основу свих економских чинилаца, а нарочито на основу смањења или могућег смањења количине продате робе, добити, удела на тржишту, продуктивности, исплативости улагања, искоришћености производних капацитета, протока новца, улагања, запослености, привредног раста, финансијске способности, цена, као увећавања дампиншке марже.

(3) Узрочна веза постоји нарочито ако:

1. је увоз робе која је предмет дампинга или субвенције знатно повећан у односу на просечан увоз у периоду од три године који претходи периоду у коме се обавља увоз робе која је предмет дампинга или субвенције, односно за период за који постоје подаци, и
2. су цене такве увозне робе знатно ниже од цена сличне домаће робе и када је такав увоз утицао на смањење цена сличне домаће робе у значајној мери, односно када је спречио повећање цена домаће робе до кога би иначе дошло.

(3) Ако се у поступку испитивања утврди да знатна штета настаје и због других узрока, а не искључиво због дампиншког, односно субвенционисаног увоза, штета настала из других узрока не може да буде основ за увођење компензаторних, односно антидампиншких дажбина.

(4) Други узроци укључују нарочито:

1. количину и цену увезене робе која није предмет субвенције или дампинга;
2. смањење тражње или промене у облицима потрошње;
3. нарушавање конкуренције између домаћих и страних произвођача;
4. развој технологије произвођача увезене робе;
5. извозни учинак и продуктивност домаће про – изводње.

(6) Ако је увоз одређене врсте робе из више др – жава истовремено предмет поступка испитивања, могу да се процене кумулативни ефекти таквог увоза ако се утврди да је:

1. дампиншка маржа, односно финансијски допринос, из сваке појединe државе, мањи од два процента у односу на извозну цену робе;
2. удео увоза из сваке појединe државе већи од три процента у односу на укупан увоз исте или сличне робе у Републику или ако је укупан удео увоза те робе из тих држава већи од седам процената у односу на укупан увоз исте или сличне робе у Републику, и
3. процена кумулативног ефекта таквог увоза примерена условима конкуренције између произвођача исте или сличне увезене робе и условима конкуренције између произвођача исте или сличне увезене робе и домаће робе.

2. ЗАКОН О ДЕВИЗНОМ ПОСЛОВАЊУ*

Овим законом уређују се:

1. плаћања, наплаћивања и преноси између резидената и нерезидената у страним средствима плаћања и у динарима;
2. плаћања, наплаћивања и преноси између резидената у страним средствима плаћања;
3. куповина и продаја средстава плаћања између резидената и нерезидената, као и куповина и продаја страних средстава плаћања између резидената;
4. једнострани преноси средстава плаћања из Републике Србије (у даљем тексту: Република) и у Републику који немају обележја извршења посла између резидената и нерезидената;
5. текући и депозитни рачуни резидената у иностранству и резидената и нерезидената у Републици;

6. кредитни послови у Републици, и то између банака и резидената у девизама и између банака и нерезидената у динарима, као и кредитни послови са иностранством.

Овим законом образује се Девизни инспекторат као орган управе у саставу министарства надлежног за послове финансија и утврђују његова надлежност и организација.

У смислу овог закона:

(1) РезиденШи су:

1. правно лице које је регистровано и има седиште у Републици;
2. предузетник — физичко лице које је регистровано у Републици и које ради стицања добити, у виду занимања, обавља законом дозвољену делатност;
3. огранак страног правног лица уписан у регистар код надлежног органа у Републици;
4. физичко лице које има пребивалиште у Републици, осим физичког лица које има боравак у иностранству дужи од годину дана;
5. физичко лице — страни држављанин који на основу дозволе за боравак, односно радне визе борави у Републици дуже од годину дана;
6. државни орган и организација, корисници буџетских средстава Републике, корисници средстава организација обавезног социјалног осигурања и корисници буџетских средстава локалне власти;
7. дипломатско, конзуларно и друго представништво у иностранству које се финансира из буџета Републике и домаћи држављани запослени у тим представништвима, као и чланови њихових породица.

(2) Нерезиденти су сва лица која нису наведена у тачки (1) овог члана.

(3) Банка је акционарско друштво са седиштем у Републици, које има дозволу за рад Народне банке Србије и обавља депозитне послове и кредитне послове а може обављати и друге послове у складу са законом.

Под банком, у смислу овог закона, сматра се и банка која има овлашћење Народне банке Србије за обављање послова платног промета и кредитних послова са иностранством.

(4) Средства плаћања су динар и страна средства плаћања.

(5) Страна средства плаћања су:

1. девизе — потраживања у иностранству која гласе на страну валуту;
2. ефективни страни новац — потраживања у готовини, односно папирни или ковани новац који гласи на страну валуту.

(6) Инструменти плаћања су: чекови, менице, акредитиви, дознаке, платне картице и други инструменти плаћања — потраживања од издаваоца — нерезидента, која гласе на страну валуту и могу се уновчити у страну валуту.

(7) Хартије од вредности су хартије од вредности одређене законом који уређује тржиште хартија од вредности и других финансијских инструмената.

(8) Домаће хартије og вредности су хартије од вредности које емитује резидент на домаћем и страном тржишту, а могу гласити и на страну валуту ако је то прописано посебним законом.

(9) Стране хартије од вредности су хартије од вредности које емитује нерезидент и које гласе на страну валуту.

(10) Дугорочне хартије og вредности су дужничке хартије од вредности, са роком доспећа дужим од једне године.

(11) Краткорочне хартије од вредности су дужничке хартије од вредности, са роком доспећа до годину дана.

(12) Финансијски деривати су финансијски инструменти у смислу закона који уређује тржиште хартија од вредности и других финансијских инструмената.

(13) Девизно тржиште је тржиште на коме се купују и продају девизе и ефективни страни новац.

(14) Мењачки послови су послови куповине од физичких лица и продаје тим лицима ефективног страног новца и чекова који гласе на страну валуту.

(15) Текући послови су послови закључени између резидената и нерезидената чија намена није пренос капитала.

(16) КапиШални послови су послови између резидената и нерезидената чија је намена пренос капитала.

Капитални послови из става 1. ове тачке су:

- директне инвестиције,
- улагања у некретнине,
- послови са хартијама од вредности,
- послови са инвестиционим и добровољним пензијским фондовима,
- кредитни послови,
- депозитни послови,
- послови по основу уговора о осигурању у складу са законом који уређује осигурање,
- једнострани преноси средстава плаћања (лични и физички).

(17) ДирекШне инвесШиције су улагања резидента у иностранству и нерезидента у Републици у правно лице са циљем да се укључи у управљање пословима тог правног лица.

Под улагањем сматра се: оснивање правног лица, огранка или представништва, куповина удела или акција у капиталу правног лица, докапитализација правног лица као и сваки други облик улагања којим улагач стиче најмање 10% учешћа у основном капиталу, односно најмање 10% гласачких права, у року не дужем од годину дана од дана првог улагања

у то правно лице у случају сукцесивних улагања (ради достизања прага од 10%).

Под улагањем у смислу става 1. ове тачке сматрају се и кредити са роком доспећа од пет година или дужим уколико имају природу подређеног потраживања (субординирани кредити).

(18) Послови са хартијама од вредности су послови са дугорочним и краткорочним хартијама од вредности, власничким хартијама од вредности и финансијским дериватима.

(19) Кредитни послови су кредитни послови у Републици и кредитни послови са иностранством.

(20) Кредитни послови у Републици су послови којима банка одобрава:

- резиденту кредит у девизама и
- нерезиденту кредит у динарима.

(21) Кредитни послови са иностранством су кре – дити и зајмови између резидента и нерезидента закљу – чени у девизама.

Кредити су послови између:

- банке и нерезидента, којима банка узима од нерезидента кредит, односно даје нерезиденту кредит и
- резидента и стране банке, којима резидент узима кредит.

Зајмови су послови између резидента и нерезидента, којима резидент узима од нерезидента или даје нерезиденту зајам.

Кредитни послови обухватају нарочито:

- комерцијалне кредите,
- робне кредите,
- финансијске кредите,
- краткорочне орочене банкарске депозите,
- краткорочне банкарске кредитне линије.

Кредитним пословима са иностранством сматрају се и:

- банкарске гаранције, које банке дају у корист нерезидента по кредитним пословима са иностранством и кредитним пословима између два нерезидента у иностранству и
- јемства и друга средства обезбеђења која у складу са овим законом резиденти — правна лица дају у корист нерезидента — кредитора по кредитним пословима са иностранством и кредитним пословима између два нерезидента у иностранству.

(22) Депозитни послови, у смислу овог закона, јесу послови на основу уговора о депозиту између нерезидента и банке, као и између резидента и банке у иностранству.

(23) Послови по основу уговора о осигурању обухватају плаћања премија и осигураних износа на основу уговора између осигуравајућег друштва — нерезидента и резидента као осигураника као и између осигуравајућег друштва — резидента и нерезидента као осигураника, у складу са законом који уређује осигурање.

(24) Валутна клаузула је уговарање вредности обавезе у девизама (валута обавезе) у Републици с тим што се плаћање и наплаћивање по тим уговорима врши у динарима (валута исплате).

(25) Лични пренос средстава плаћања је пренос средства из Републике у иностранство или из иностранства у Републику који се не заснива на извршењу посла — врши се између резидента физичког лица и нерезидента, укључује поклоне и помоћ, наследства, ренте, подмирење дуга усељеника и средстава која износе исељеници.

(26) Физички пренос средстава плаћања је сваки пре – нос готовине у динарима, као и пренос ефективног страног новца и хартија од вредности из Републике и у Републику.

Плаћање, наплаћивање и пренос по текућим пословима између резидената и нерезидената врши се слободно, у складу са овим законом.

Плаћања и преноси по основу текућих послова обухватају, без ограничења:

1. плаћања по основу спољнотрговинских послова и по другим текућим пословима са иностранством у смислу закона који уређује спољнотрговинско пословање;
2. плаћања по основу отплате дела главнице и камата на кредите;
3. повраћај средстава уложених у инвестиције, као и пренос у иностранство и унос добити по основу директних инвестиција;
4. преносе у корист физичких лица по основу: пензија, инвалиднина и осталих социјалних примања, преносе по основу пореза и такси, међудржавне сарадње, ликвидираних штета по основу уговора о осигурању, преносе по основу правноснажних и извршних одлука, преносе по основу добитака у играма на срећу, накнада за концесије, чланарина и казни (пенала) и друге преносе, као и преносе по основу износа трошкова потребних за издржавања породице.

Резидент средства плаћања по основу извоза робе или услуге, уноси у Републику у року до 180 дана од дана извозног царињења робе, односно од дана извршења услуге.

Посао извоза робе или услуге са уговореним роком наплате дужим од 180 дана од дана извозног царињења робе, односно од дана извршења услуге, као и посао извоза робе или услуге који није наплаћен у року из става 1. овог члана, сматра се кредитним послом са иностранством.

Резидент средства плаћања остварена по основу продаје плаћене робе која се налази у иностранству и непосредно испоручује у иностранство, уноси у Републику у року до 180 дана од дана извршеног плаћања.

Народна банка Србије на предлог министарства надлежног за послове финансија прописује услове и начин евидентирања послова из става 2. овог члана.

Резидент унапред плаћену робу или услугу увози у Републику у року до 180 дана од дана извршеног плаћања робе или услуге.

Резидент који не увезе робу или услугу у року из става 1. овог члана врши повраћај унапред плаћеног износа одмах, а најкасније у року од пет дана од дана истека рока из става 1. овог члана.

Посао увоза унапред плаћене робе или услуге са уговореним роком увоза дужим од 180 дана од дана извршеног плаћања сматра се кредитним послом са иностранством.

Резидент — правно лице може реализован посао извоза робе и услуга изузетно наплатити реализованим увозом робе и услуга само под условима и на начин који пропише Влада.

Банке, односно резиденти, осим резиденатафизичких лица, могу куповати или продавати, односно платити или наплатити потраживања и дуговања која су настала по спољнотрговинским пословима резидената.

Банке су дужне да о пословима известе Народну банку Србије на начин и у роковима које она пропише.

Влада прописује резидентима ближе услове, начин обављања и извештавања Девизног инспектората о пословима.

Нерезиденти могу куповати потраживања и дуговања по основу спољнотрговинских послова само под условима и на начин које пропише Влада.

Резидент не може извршити наплату, плаћање или издати налог за плаћање, односно извршити пренос нерезиденту, на основу уговора у којем није наведена стварна цена или на основу неистините исправе.

Добит остварену у иностранству по основу извођења инвестиционих радова као и девизе које је, у складу с гарантним роковима, наручилац инвестиционих радова задржао као гаранцију за исправност извршених радова, резидент уноси у земљу по завршетку извођења инвестиционих радова, односно истеку гарантног рока.

Резидент о добити коју оствари обављањем привредне делатности у иностранству извештава Девизни инспекторат.

Влада прописује ближе услове, рокове и начин извештавања из овог члана.

Плаћање, наплаћивање и пренос по капиталним пословима између резидената и нерезидената врше се слободно, осим ако овим законом није друкчије прописано.

Плаћање и пренос кагштала по основу директних инвестиција резидената — правних лица, предузетника и физичких лица у иностранство врши се слободно, у складу са законом који уређује спољнотрговинско пословање.

Плаћање и пренос капитала по основу директних инвестиција нерезидената у Републици врши се слободно, у складу са законом који уређује страна улагања.

Плаћање ради стицања својине на непокретностима резидента у иностранству и нерезидената у Републици врши се слободно, у складу са законом који уређује својинско правне односе.

Народна банка Србије прописује рокове и начин извештавања о пословима из овог члана.

Резиденти — правна лица, предузетници и физичка лица могу вршити плаћање ради куповине у иностранству власничких хартија од вредности које нису директне инвестиције, као и дужничких дугорочних хартија од вредности чији су издаваоци државе чланице ОЕЦД и међународне финансијске организације.

Резиденти могу вршити плаћање ради куповине и других дужничких дугорочних хартија од вредности у иностранству чији степен ризика (рејтинг) и земљу издаваоца може прописати Народна банка Србије.

Резиденти могу вршити плаћање ради куповине домаћих хартија од вредности које гласе на страну валуту, а издају се у иностранству.

Народна банка Србије прописује услове, рокове и начин извештавања о пословима из овог члана.

Нерезиденти могу вршити плаћање ради куповине у Републици дугорочних дужничких као и власничких хартија од вредности, у складу са законом који уређује тржиште хартија од вредности.

Народна банка Србије прописује рокове и начин извештавања о пословима.

Плаћање ради куповине страних краткорочних хартија од вредности на страном и домаћем тржишту врши Народна банка Србије, а банке – под условима и на начин који пропише Народна банка Србије.

Резиденти, осим резидената не могу вршити плаћања ради куповине иностраних краткорочних хартија од вредности.

Нерезиденти не могу вршити плаћања ради куповине домаћих краткорочних хартија од вредности.

Плаћање ради куповине финансијских деривата на организованом тржишту у иностранству могу вршити Народна банка Србије и банке.

Народна банка Србије прописује банкама услове за вршење послова као и начин извештавања.

Резиденти, осим резидената могу вршити плаћање ради куповине финансијских деривата у иностранству, под условима и на начин који пропише Народна банка Србије.

Плаћање ради куповине финансијских деривата у Републици нерезиденти могу вршити само под условима које прогшше Народна банка Србије.

Резиденти — друштва за управљање инвестиционим и добровољним пензијским фондовима могу да врше плаћања ради улагања у иностранство, у складу са одредбама закона који уређују послове са инвестиционим и добровољним пензијским фондовима.

Нерезиденти могу вршити плаћање ради улагања у инвестиционе фондове и добровољне пензијске фондове у Републици у складу са одредбама закона који уређују послове са инвестиционим и добровољним пензијским фондовима.

Кредитни послови закључују се у писменом облику.

Банке могу закључивати кредитне послове са иностранством у своје име и за свој рачун, у своје име и за туђ рачун и у туђе име и за туђ рачун.

Резиденти — правна лица могу узимати кредите из иностранства у своје име и за свој рачун, а резиденти – правна лица која се сматрају повезаним друштвима у складу са прописом који уређује оснивање привредних друштава и у своје име и за туђ рачун.

Резиденти — правна лица могу у своје име и за свој рачун одобравати нерезидентима комерцијалне и робне кредите, кредите, као и финансијске кредите под условима.

Резиденти — предузетници могу у своје име и за свој рачун узимати кредите из иностранства, а одобравати нерезиденту комерцијалне и робне кредите, као и кредите.

Кредитне послове са иностранством не могу закључивати резидент — физичко лице које није предузетник и резидент — огранак страног правног лица.

За извршавање обавеза из закљученог уговора о кредитном послу са иностранством одговоран је резидент који закључи уговор, као и резидент по чијем овлашћењу и за чији рачун је уговор закључен, односно банка и резидент — правно лице које од тог резидента купи потраживање, односно преузме дуг према нерезиденту по основу кредитног посла са иностранством.

Република и Народна банка Србије не гарантују за извршење обавеза по кредитном послу са иностранством, осим у случајевима предвиђеним законом.

Уговор о кредитном послу са иностранством је ништав ако је закључен супротно одредбама става 2. овог члана.

Банка, као и резидент — правно лице могу куповати од резидента потраживање по основу кредита одобреног нерезиденту, као и преузимати дуг резидента према нерезиденту по основу кредитног посла са иностранством.

Послови могу се вршити само на основу уговора закљученог у писменој форми између свих учесника у послу.

Нерезиденти могу од резидената куповати потраживања и дуговања по основу кредитних послова са иностранством само под условима и на начин који пропише Народна банка Србије.

Финансијски кредити узети из иностранства могу се користити за плаћање увоза робе и услуга и финансирање извођења инвестиционих радова у иностранству, које резиденти закључују у оквиру обављања своје делатности, као и за отплату раније коришћених кредита из иностранства (рефинансирање).

Резиденти могу финансијске кредите из иностранства узимати и за друге намене на начин и под условима које утврди Народна банка Србије.

Народна банка Србије може утврдити обим и услове под којима банке могу да узму краткорочне орочене банкарске депозите и краткорочне банкарске кредитне линије од страних банака.

Резиденти — правна лица могу нерезидентима одобравати финансијске кредите из добити коју резиденти остваре пословањем у иностранству и то под условом да је нерезидент — дужник по кредитном послу у већинском власништву резидента.

Под условима резиденти – правна лица могу давати и јемства по кредитним пословима између два нерезидента у иностранству.

При обављању кредитних послова са иностранством резидент — правно лице дужно је да уговори и од нерезидента прибави инструменте обезбеђења наплате.

Одредба примењује се и на банку која одобрава кредит страном лицу или даје банкарску гаранцију по кредитном послу између два нерезидента у иностранству.

Народна банка Србије може да пропише начин и услове под којима банке и резиденти — правна лица могу одобравати финансијске кредите нерезидентима и давати банкарске гаранције и јемства по кредитним пословима између два нерезидента у иностранству.

Народна банка Србије прописује начин, рокове и обрасце за евидентирање кредитних послова са иностранством.

Банка може резиденту — правном лицу и предузетнику одобрити кредит у девизама за плаћање увоза робе и услуга из иностранства.

Банка може резиденту — физичком лицу одобрити кредит у девизама ради куповине непокретности у земљи.

Банка може одобрити нерезиденту кредит у динарима у Републици, на начин и под условима које пропише Народна банка Србије.

Банка, без ограничења, држи девизе и на рачунима код банака у иностранству.

Резиденти могу држати девизе на рачуну код банке у иностранству под условима и на начин који пропише Народна банка Србије.

Нерезидент може на рачуну код банке држати девизе и динаре без ограничења, у складу са овим законом.

Народна банка Србије прописује услове под којима банке могу да отварају рачуне нерезидентима и начин вођења тих рачуна.

Нерезидент, као и резидент — огранак страног правног лица који послује преко нерезидентног рачуна врши пренос са тог рачуна у иностранство под условом да је претходно измирио пореске обавезе из тог посла према Републици.

Пренос средстава у иностранство са штедног девизног и динарског рачуна нерезидента код банке врши се слободно.

Резиденти — друштва за осигурање могу да врше плаћања ради депоновања и улагања у иностранство, у складу са одредбама закона који уређује послове осигурања.

Резидент може плаћати премије осигурања на основу уговора о осигурању који је закључен са нерезидентом — осигуравајућим друштвом,

под условом да је такав уговор дозвољен законом који уређује послове осигурања.

Народна банка Србије прописује ближе услове за личне и физичке преносе средстава плаћања у иностранство и из иностранства.

Платни промет са иностранством обавља се у девизама и у динарима преко банке.

Резиденти платни промет са иностранством обављају преко Народне банке Србије.

Банка може вршити платни промет по кредитним пословима са иностранством, осим послова само на основу потврде Народне банке Србије да је тај кредитни посао евидентиран у складу са прописом.

Народна банка Србије прописује ближе услове и начин обављања платног промета са иностранством по текућим и капиталним пословима.

Резидент може извршити наплату, односно плаћање и другом нерезиденту, а не нерезиденту коме дугује, односно од кога потражује, по текућем или капиталном послу, под условом да је тај посао дозвољен овим законом.

Послови могу се вршити само на основу уговора закљученог у писменој форми, између свих учесника у послу.

Банке о пословима дужне су да известе Народну банку Србије, на начин и у роковима које она пропише, а резиденти – Девизни инспекторат под условима, на начин и у роковима које пропише Влада.

Резиденти и нерезиденти користе девизе за плаћање иностранству, ако овим законом није друкчије одређено.

Плаћање, наплаћивање и пренос између резидената и између резидената и нерезидената у Републици врше се у динарима.

Дозвољено је уговарање у девизама у Републици с тим што се плаћање и наплаћивање по тим уговорима врши у динарима.

Изузетно плаћање, наплаћивање и пренос средстава у Републици могу се вршити и у девизама по основу:

1. девизног кредитирања у земљи за намене из члана 25. овог закона;
2. уплате депозита као средства обезбеђења;
3. куповине потраживања и дуговања на основу уговора;
4. премија осигурања и преноса по основу осигурања живота;
5. по основу продаје и давања у закуп непокретности.

Плаћање, наплаћивање и пренос се вршити и по пословима који су уређени законима који уређују тржиште хартија од вредности и других финансијских инструмената и осигурање депозита, као и у другим случајевима прописаним законом.

Народна банка Србије прописује у којим случајевима се плаћање, наплаћивање, уплате и исплате могу вршити и у ефективном страном новцу.

Банка држи девизе и код друге банке, односно код Народне банке Србије.

Резидентправно лице и предузетник држи девизе на девизном рачуну код банке или их продаје тој банци.

Народна банка Србије прописује услове под којима банке отварају девизне рачуне и начин вођења тих рачуна и девизних штедних улога резидената.

Висина, начин обрачуна и плаћања камате, као и валута у којој се плаћају камате и главница, утврђују се уговором између банке и резидента.

Резиденти — државни органи и организације, корисници буџетских средстава Републике, корисници средстава организација обавезног социјалног осигурања и корисници буџетских средстава локалне власти, могу имати девизне рачуне само код Народне банке Србије, осим ако посебним законом или међународним уговором није друкчије прописано, а девизе и ефективни страни новац које остваре у свом пословању могу да продају Народној банци Србије.

Народна банка Србије прописује резидентима обавезу извештавања о плаћању, наплаћивању и преносу по пословима платног промета.

Народна банка Србије, на основу података из извештаја, израђује пројекггију платног биланса Реггублике као аналитичку подлогу за утврђивање циљева и задатака монетарне политике и прати остваривање те пројекције.

Девизе и ефективни страни новац могу се куповати и продавати само на девизном тржишту, за намене које су дозвољене овим законом.

Куповина и продаја девиза и ефективног страног новца на девизном тржишту у Републици врши се:

1. непосредно:
- између банака и резидената, као и између банака и, нерезидената;
- између банака;
- између банака и Народне банке Србије;
- између резидената који имају овлашћење за обављање мењачких послова и Народне банке Србије;
- између банака и резидената који имају овлашћење за обављање мењачких послова;
- између резидената и Народне банке Србије;
2. на састанку међубанкарског девизног тржишта:
- између банака;
- између банака и Народне банке Србије.

Куповину и продају ефективног страног новца на девизном тржишту обавља банка, Народна банка Србије, као и други резиденти који у складу са овим законом обављају мењачке послове.

Народна банка Србије прописује услове и начин рада девизног тржишта.

Мењачке послове могу да обављају: банке, Народна банка Србије и резиденти — правна лица и предузетници који имају овлашћење Народне банке Србије.

Народна банка Србије прописује услове и начин обављања мењачких послова и поступак контроле мењачких послова.

Народна банка Србије ако су испуњени прописани услови, доноси решење:

- о привременом обустављању обављања мењачких послова у периоду до 30 радних дана;
- о налозима за отклањање утврђених неправилности;
- о одузимању овлашћења за контролисано мењачко место или за сва мењачка места;
- о одузимању овлашћења за обављање мењачких послова.

Решење Народне банке Србије је коначно.

Курс динара према страним валутама на девизном тржишту формира се слободно, у складу са понудом и тражњом девиза.

Званични средњи курс динара формира се на начин утврђен прописом Народне банке Србије.

За потребе књиговодства и статистике примењује се званични средњи курс динара.

За обрачун царине и других увозних дажбина примењује се званични средњи курс динара утврђен последњег радног дана у недељи која претходи недељи у којој се утврђује износ царине и других увозних дажбина, у складу са законом који уређује царине.

3. ЗАКОН О ФИНАНСИЈСКОМ ЛИЗИНГУ

Овим законом уређују се по.сао финансијског лизинга, утовор о финансијском лизингу, права и обавезе субјеката у послу финансијског лизинга и регистар финансијског лизинга.

Посао финансијског лизинга, у смислу овог закона, је посао у коме давалац лизинга:

1. са испоручиоцем предмета лизинга одређеним од стране примаоца лизинга закључује утовор на основу кога стиче право својине на предмету лизинга, према спецификацији примаоца лизинга и под условима које, уколико се односе на интересе примаоца лизинга, одобрава прималац лизинга (у даљем тексту: утовор о испоруци);
2. са примаоцем лизинга закључује уговор о финансијском лизингу којим се обавезује да на примаоца лизинга пренесе овлашћење држања и коришћења предмета лизинга на уговорено време, а

прималац лизинга се обавезује да му за то плаћа утоворену накнаду у уговореним ратама (у даљем тексту: утовор о лизингу).

Предмет финансијског лизинга је покретна непотрошна ствар (опрема, постројења, возила и сл.).

Давалац лизинга дужан је да обавести испоручиоца предмета лизинга да предмет лизинга прибавља ради извршења уговора о лизингу и да означи лице које у том уговору има својство примаоца лизинга.

Уговор о лизингу обавезно садржи: прецизно одређење предмета лизинга, износ накнаде коју плаћа прималац лизинга, износ појединих рата накнаде, њихов број и време плаћања, као и рок на који је уговор закључен.

Поред елемената из става 1. овог члана, уговор о лизингу може да садржи и следеће елементе: место, време и начин испоруке предмета лизинга, својина на предмету лизинга, страна која је обавезна да осигура предмет лизинга и ризици од којих треба да буде осигуран, начин престанка уговора, опција куповине или продужења уговора, трошкови транспорта предмета лизинга, његова монтажа, демонтажа и текуће одржавање, замена делова, сервис и техничко–технолошко унапређење, обучавање особља примаоца лизинга за коришћење предмета лизинга и друге елементе о којима уговорне стране постигну сагласност.

Накнада коју прималац лизинга плаћа даваоцу лизинга за коришћење предмета лизинга (у даљем тексту: лизинг накнада) утврђује се првенствено на основу амортизације целине или најбитнијег дела вредности предмета лизинга.

Уговор о лизингу закључује се у складу са овим законом и законом којим се уређују облигациони односи.

Субјекти у послу финансијског лизинга су: давалац лизинга, прималац лизинга и испоручилац предмета лизинга.

Давалац лизинга је лице које, уз задржавање права својине на предмету лизинга, преноси на примаоца лизинга овлашћење држања и коришћења на предмету лизинга, на утоворено време и уз уговорену накнаду.

Лице јесте привредно друштво, основано у складу са законом којим се уређује правни положај привредних друштава, чији новчани део основног капитала не може бити мањи од 100.000 евра у динарској противвредности по средњем курсу Народне банке Србије на дан уплате и које је добило дозволу Народне банке Србије за обављање послова финансијског лизинга у складу са овим законом.

Давалац лизинга може да обавља само делатност финансијског лизинга.

Прималац лизинга, у смислу овог закона, је правно или физичко лице на кога давалац лизинга преноси овлашћење држања и коришћења предмета лизинга, на уговорено време и уз утоворену накнаду.

Испоручилац предмета лизинга (у даљем тексту: испоручилац), у смислу овог закона, је правно или физичко лице које на даваоца лизинга преноси право својине на предмету лизинга, ради његове предаје примаоцу

лизинга на држање и коришћење, на уговорено време и уз уговорену накнаду.

Захтев за издавање дозволе за обављање послова финансијског лизинга оснивачи привредног друштва подносе Народној банци Србије.

Уз захтев из става 1. овог члана подноси се следећа документација:

1. оснивачки акт друштва;
2. доказ да је на привремени рачун код банке уплаћен новчани део основног капитала
3. доказ о кадровској и техничкој оспособљености за обављање послова финансијског лизинга;
4. програм рада привредног друштва за период од три године;
5. списак лица предложених за чланове органа управљања, односно предложених лица с посебним овлашћењима и одговорностима, препоруке о стручним и професионалним квалитетима тих лица, доказ да та лица нису осуђивана за кривична дела која их чине неподобним за обављање ових функција, као и доказ да им није изречена мера забране обављања делатности.

При разматрању захтева и документације Народна банка Србије оцењује и пословну репутацију оснивача привредног друштва и предложених чланова органа управљања, односно лица с посебним овлашћењима и одговорностима и прописује критеријуме за оцену пословне репутације.

По захтеву Народна банка Србије доноси решење у року од 30 дана од дана пријема захтева. Решење из става 1. овог члана је коначно.

Ако Народна банка Србије одбије захтев дужна је да у решењу наведе разлоге за одбијање захтева.

Оснивачи привредног друштва дужни су да пријаву за регистрацију у регистар привредних субјеката, са решењем којим се издаје дозвола за обављање послова финансијског лизинга, поднесу Регистратору у року од седам дана од дана пријема тог решења.

Давалац лизинга је дужан да:

1. Народној банци Србије доставља годишњи извештај о пословању, са финансијским извештајем и мишљењем овлашћеног ревизора;
2. Народну банку Србије обавести о статусним и другим променама које се региструју у регистар привредних субјеката;
3. доставља и друге податке на захтев Народне банке Србије.

Давалац лизинга је дужан да Народној банци Србије поднесе захтев за давање сагласности на одлуку о именовању чланова органа управљања, односно лица са посебним овлашћењима и одговорностима.

Народна банка Србије прописује документацију коју је давалац лизинга дужан да достави уз захтев.

Народна банка Србије може да пропише обавезу даваоцима лизин. ..га да на посебно отвореном рачуну код банке држе средства резерве.

Ако Народна банка пропише обавезу истим актом прописаће и висину средстава резерви, стопу издвајања тих средстава, као и начин и услове њиховог коришћења.

Средства резерве не могу бити предмет принудне наплате.

Народна банка Србије прописује минималне услове на основу којих давалац лизинга закључује уговоре о лизингу у складу са овим законом, као и начин исказивања лизинг накнаде и других трошкова који настају закључењем уговора о лизингу.

Надзор над обављањем послова даваоца лизинга врши Народна банка Србије на основу налога гувернера Народне банке Србије или лица које он овласти.

Надзор обухвата:

1. посредну контролу извештаја и друге документације, као и других података које давалац лизинга доставља Народној банци Србије, односно којима Народна банка Србије располаже;
2. непосредан увид у пословне књиге и другу документацију даваоца лизинга.
3. давалац лизинга не омогући вршење надзора над његовим пословањем;
4. се утврди да је новчани део основног капитала даваоца лизинга мањи од оног који је прописан овим законом;
5. у остављеном року давалац лизинга није спровео мере које му је наложила Народна банка Србије, односно ако није отклонио разлоге за увођење тих мера.

Народна банка Србије доноси решење о одузимању дозволе за обављање послова финансијског лизинга, ако:

1. давалац лизинга престане да испуњава услове потребне за издавање те дозволе;
2. давалац лизинга не доставља прописане извештаје, документацију и друге податке о свом пословању на прописани начин и у прописаним роковима;

Давалац лизинга је дужан да према спецификацији примаоца лизинга прибави предмет лизинга од испоручиоца кога је одредио прималац лизинга.

У случају стечаја примаоца лизинга, давалац лизинга има право на издвајање предмета лизинга (излучно право) из стечајне масе примаоца лизинга, у складу са законом којим се уређује стечајни поступак.

Прималац лизинга дужан је да преузме предмет лизинга на начин, у време и на месту предвиђеном уговором.

Ако испоручилац примаоцу лизинга не испоручи предмет лизинга, ако га испоручи са доцњом, или ако предмет лизинга има материјални недостатак, прималац лизинга може, у складу са законом којим се уређују облигациони односи, одбити пријем испоруке или раскинути уговор о лизингу и има право на накнаду штете.

До испуњења обавезе испоруке која је у свему у складу са уговором о лизингу, прималац лизинга има право да обустави исплату накнаде коју би, на основу уговора о лизингу, био дужан да плаћа даваоцу лизинга.

Ако раскине уговор, прималац лизинга има право на повраћај накнаде коју је платио у складу са уговором о лизингу, умањену за износ који представља накнаду за корист коју је прималац лизинга имао од предмета лизинга (разуман износ).

Прималац лизинга дужан је да користи предмет лизинга са пажњом доброг привредника, односно доброг домаћина.

Прималац лизинга дужан је да користи предмет лизинга у складу са уговором или наменом предмета лизинга.

Прималац лизинга одговара за штету проузроковану коришћењем предмета лизинга противно уговору или намени предмета лизинга, без обзира да ли је предмет лизинга користио он, лице које ради по његовом налогу или друго лице коме је он омогућио да користи предмет лизинга.

Прималац лизинга је дужан да одржава предмет лизинга у исправном стању и врши потребне поправке на предмету лизинга.

Прималац лизинга одговара за штету проузроковану неодржавањем предмета лизинга у исправном стању.

Прималац лизинга дужан је да даваоцу лизинга плаћа лизинг накнаду у износима, роковима и на начин који су предвиђени уговором о лизингу.

Давалац лизинга може да раскине уговор ако прималац лизинга задоцни са исплатом прве рате.

Ако после исплате прве рате прималац лизинга задоцни са исплатом једне или више узастопних рата чији укупан износ достиже четвртину укупне накнаде, давалац лизинга може да раскине уговор или да захтева од примаоца лизинга исплату остатка накнаде заједно са каматом.

Ако прималац лизинга не испуни обавезу плаћања лизинг накнаде о доспелости у складу са уговором и даваоцу лизинга не преда добровољно предмет лизинга, давалац лизинга може суду поднети захтев за доношење решења о одузимању предмета лизинга од примаоца лизинга или лица у чијој се државини предмет лизинга налази и предаји тог предмета даваоцу лизинга у државину.

Накнада штете проузроковане неплаћањем лизинг накнаде треба даваоца лизинга да доведе у положај у коме би се налазио да је прималац лизинга испунио своју обавезу у складу са уговором.

Ризик за случајну пропаст или оштећење предмета лизинга сноси прималац лизинга.

Ризик прелази на примаоца лизинга у тренутку преузимања предмета лизинга, ако друкчије није предвиђено уговором.

Прималац лизинга је дужан да, по престанку уговора, неоштећен предмет лизинга заједно са припацима врати даваоцу лизинга или лицу које је давалац лизинга одредио, осим ако уговором није предвиђено право примаоца лизинга да откупи предмет лизинга или да продужи уговор о лизингу.

Прималац лизинга не одговара за истрошеност предмета лизинга која настане његовом редовном употребом или за промене на њему које су извршене у споразуму са даваоцем лизинга.

Прималац лизинга је дужан да осигура предмет лизинга од ризика који су предвиђени уговором, ако друкчије није предвиђено уговором.

Прималац лизинга може предмет лизинга, у целини или појединим деловима, дати на коришћење трећем лицу уз писмену сагласност даваоца лизинга.

Давалац лизинга може да раскине утовор и да захтева накнаду штете ако је прималац лизинга, без његове писмене сагласности, предао предмет лизинга на коришћење трећем лицу.

ПредаЈа предмета лизинга на коришћење трећем лицу не ослооађа примаоца лизинга обавеза које из уговора о лизингу има према даваоцу лизинга.

Предаја предмета лизинга на коришћење трећем лицу може се уговором искључити или друкчије предвидети.

Испоручилац је дужан да предмет лизинга испоручи цримаоцу лизинга у исправном стању, заједно са припацима, на начин, у време и на месту који су предвиђени уговором о испоруци, осим ако је уговором о лизингу предвиђено да предмет лизинга испоручи давалац лизинга.

Ако се прималац лизинга сагласио са садржином уговора закљученог између даваоца лизинга и испоручиоца, на основу којег је давалац лизинга стекао право својине на предмету лизинга, накнадне измене тог уговора неће производити дејство према примаоцу лизинга, осим ако он на њих не пристане.

Ако испоручилац предмет лизинга не испоручи примаоцу лизинга, ако га испоручи са доцњом, или ако предмет лизинга има материјални недостатак, прималац лизинга има према испоручиоцу права која би, према закону којим се уређују облигациони односи, имао да је био страна у уговору са испоручиоцем.

Ако је давалац лизинга извршио избор испоручиоца, солидарно са њим одговара примаоцу лизинга ако предмет лизинга није испоручен примаоцу лизинга, ако је испоручен са доцњом, или ако предмет лизинга има материјални недостатак.

Уговор о лизингу престаје протеком рока на који је закључен. Пропаст предмета лизнпга услод вишс сме

Уговор о лизингу престаје ако предмет лизинга буде уништен неким случајем више силе.

Предмет лизинга не прелази у својину примаоца лизинга протеком рока на који је уговор о лизингу закључен.

Уговором о лизингу може се предвидети право примаоца лизинга да, по протеку рока на који је уговор закључен, откупи предмет лизинга по цени која је уговором одређена или да продужи уговор о лизингу (право опције).

Прималац лизинга је дужан да даваоца лизинга обавести о својој одлуци да откупи предмет лизинга или да продужи уговор о лизингу, најкасније месец дана пре истека рока на који је уговор закључен.

Регистар финансијског лизинга је јавни регистар у који се, у складу са овим законом, уписују подаци о уговорима о лизингу закљученим између физичких и правних лица.

Регистар финансијског лизинга (у даљем тексту: регистар) је јединствена електронска база података, чија је основа централна база података у којој се чувају сви подаци унети у регистар.

Локалне јединице регистра формирају се на територији Републике Србије.

Централна база података је доступна путем локалних јединица регистра, ради уписа у регистар и претраживања.

Регистар води Агенција за привредне регистре (у даљем тексту: Агенција), преко Регистратора.

Регистратора именује и разрешава Управни одбор Агенције, уз претходну сагласност Владе Републике Србије.

Регистратор се именује на период од четири године, с тим што исто лице може бити поново именовано.

Регистратор може бити разрешен пре истека периода на који је именован, и то:

1. на захтев Регистратора;
2. ако Регистратор не обавља своју функцију у складу са законом;
3. из других разлога утврђених законом.

Регистратор има овлашћења и обавезе да:

1. се стара о законитом, систематичном и ажурном вођењу Регистра;
2. блшке одређује начин вођења Регистра;
3. доноси одлуке по захтеву за упис;
4. прописује форму и садржину образаца за упис;
5. предузима друге радње неопходне за несметано и правилно функционисање Регистра у складу са законом.

Регистратор је независан у раду на појединачним предметима, у оквиру овлашћења утврђених овим законом, односно другим прописом.

4. ЗАКОН О СЛОБОДНИМ ЗОНАМА

Овим законом утврдују се услови за одређивање подручја и рад слободне зоне, делатности које се могу обављати у слободној зони, услови за обављање тих делатности и услови за престанак рада слободне зоне, као и оснивање, правни статус и надлежност Управе за слободне зоне.

Поједини изрази употребљени у овом закону имају следеће значење:

1. слободна зона је део територије Републике Србије (у даљем тексту: Србија) који је посебно ограђен и означен, на коме се обављају делатности под условима утврђеним овим законом (у даљем тексту: зона);
2. оснивач зоне је орган локалне самоуправе, привредно друштво, односно предузетник, који је донео одиуку или закључио уговор са другим оснивачем о оснивању зоне, а који преко привредног друштва за управљање зоном подноси захтев за давање сагласности за одређивање подручја;
3. привредно друштво з,а управљање зоном је привредно друштво које обезбеђује услове за несметано обављање делатности у зони;
4. повезано лице је лице које има својство повезаног лица у смислу закона који уређује порез на добит предузећа;
5. корисник зоне је правно и физичко лице које обавља делатност у зони;
6. оснивање зоне је доношење одлуке надлежног органа локалне самоуправе, привредног друштва, односно предузетника, или закључењеуговора о оснивању зоне између органа локалне самоуправе, привредног друштва, односно предузетника;
7. сагласност Владе је акт којим Влада одређује подручје зоне;
8. подручје зоне је земљиште које је одређено катастарским парцелама и површином исказаном у одговарајућим мерним јединицама.

Права оснивача зоне, привредног друштва за управљање зоном и корисника зоне, утврђена овим законом, не могу се умањити другим законом или другим прописом.

Подручје зоне се одређује давањем сагласности Владе.

Захтев за давање сагласности за одређивање подручја зоне привредно друштво за управљање зоном подноси Влади преко министарства надлежног за посиове финансија.

Привредно друштво за управљање зоном може поднети захтев из члана 4. овог закона, под условом:

1. да су оснивачи привредног друштва за управљање зоном оснивачизоне.

Оснивачи зоне могу бити оснивачи само једног привредног друштва за управљање зоном;

2. да је регистровано у Регистру привредних субјеката за обављање делатности управљања зоном;
3. да одговорно лице оснивача зоне, односно одговорно лице привредног друштва за управљање зоном није правоснажно осуђивано за кривична дела против привреде, имовине, недозвољене трговине и против службене дужности.

Услови из става 1. ове тачке односе се на повезано лице са привредним друштвом за управљање зоном, као и на правно лице чији је правни следбеник привредно друштво за управљање зоном;

4. да одговорно лице привредног друштва за управљање зоном упоследње три године није било члан управе, надзорног одбора или носилацпосебних овлашћења у правном лицу над којим је спроведен поступакликвидације, односно стечаја;
5. да оснивач зоне није био оснивач предузећа за управљање слободном зоном којем је одлуком Владе престало важење сагласности за оснивање слободне зоне.

Овај услов не односи се на орган локалне самоуправе.

Захтев садржи:

1. назив, седиште и ПИБ оснивача зоне;
2. назив, седиште и ПИБ привредног друштва за управљање зоном;
3. податке о оснивачком капиталу привредног друштва за управљање зоном ;
4. назив зоне и подручје зоне са дефинисаним границама;
5. податке о реструктурирању, ако се на подручју зоне налази привредни субјекат који је у поступку реструктурирања;
6. елаборат о постојању економске оправданости за одређивање подручја зоне са посебним освртом на процену страних улагања, процену очекиваних ефеката, а нарочито у погледу производње робе и пружању услуга, запошљавања и трансфера савремених технологија, уз навођење делатности које ће се обављати у зони;
7. друге податке које подносилац захтева сматра битним за доношење одлуке.

Уз захтев из става 1. овог члана прилажу се следећи докази:

1. одлука органа управљања, уговор или други акт оснивача зоне ооснивању зоне, који садржи:

- назив оснивача зоне;
- назив зоне;

2. регистар у којем је привредно друштво за управљање зоном регистровано, односно оверени превод извода из регистра;

3. уверење о неосуђиваности одговорних лица за кривична дела које не може бити старије од 30 дана од дана подношења захтева;
4. доказ да оснивачи зоне имају право својине, односно закупа или право коришћења на земљишту на коме се одређује подручје зоне;
5. доказ да ће се обезбедити просторни, грађевински, енергетски, организациони и технички услови, услови у погледу заштите животне средине, и други услови за обављање делатности у зони;
6. мишљење органа локалне самоуправе о оправданости оснивања зоне.

Ако орган локалне самоуправе усвоји мере за подстицај развоја зоне, уз захтев подносе се и одлуке органа локалне самоуправе о томе.

Министарство надлежно за послове финансија оцењује економску оправданост поднетог захтева и своје мишљење доставља Влади.

Одређивање подручја зоне је економслд оправдано ако се на основу приложеног елабората и других приложених доказа може оценити да ће се постићи позитивни ефекти у погледу привлачења страног капитала, производње робе и пружања услуга, запошљавања, трансфера савремених технологија, привредног реструктурирања, и ако ће пословање у зони допринети остварењу стратегије развоја и мера економске политике Владе.

Влада утврђује ближе критеријуме за оцену економске оправданости одређивања подручја зоне.

Виада даје сагласност за одређивање подручја зоне у року од 30 дана од дана уредно поднесеног предлога.

У акту наводи се нарочито, назив зоне, површина зоне, као и назив и седиште привредног друштва за управљање зоном.

Акт престаје да важи ако зона не почне са радом у року од две године од дана ступања на снагу тог акта.

На проширење зоне примењују се одредбе овог закона о давању сагласности за одређивање подручја зоне.

Зоном управља привредно друштво за управљање зоном регистровано за управљање зоном.

Зоном може управљати само једно привредно друштво за управљање зоном.

Привредно друштво за управљање зоном утврђује организационе и техничке услове за обављање делатности у зони.

Актом уредује се радно време зоне, кретање лица и робе у зони, обавезе привредног друштва за управљање зоном у вези осигурања просторних, техничких и организацијских услова коришћења зоне, мере заштите на раду у зони и мере заштите животне средине, права и обавезе корисника зоне у односу на оснивача зоне и сл.

Привредно друштво за управљање зоном је дужно да акт достави на сагласност Управи за слободне зоне.

Привредно друштво за управљање зоном закључује уговоре са корисницима зоне о међусобним правима и обавезама.

Привредно друштво за управљање зоном је дужно да у року од 90 дана по истеку календарске године достави Управи за слободне зоне извештај о пословању у зони.

Извештај о пословању у зони садржи следеће податке:

- приход привредног друштва за управљање зоном;
- број корисника и делатност коју обављају;
- укупну вредност произведене робе и пружених услуга у зони;
- укупан обим увоза и извоза у зони;
- износ улога страног капитала;
- број лица запослених код привредног друштва за управљање зоном и број лица запослених код корисника.

Министар надлежан за послове финансија прописује облик и садржину извештај

Министарство надлежно за послове финансија подноси Влади једном годишње извештај о пословању у свим зонама у Србији, са предлогом мера.

Ако оцени да се пословањем у зони не постижу циљеви предвидени елаборатом о постојању економске оправданости за одређивање подручја зоне, ако привредно друштво за управљање зоном учини прекршај, као и ако се утврди да привредно друштво за управљање зоном није предузело мере за раскид уговора са корисником зоне који се не придржава услова пословања у зони, Ш који је учинио прекршај или нелд од прекршаја предвиђених законом који уредује царинслд систем и царински поступак, министарство надлежно за послове финансија може предложити Влади да укине сагласност за одређивање подручја зоне.

Корисници зоне могу бити оснивач зоне, привредно друштво за управИјање зоном, као и друга домаћа и страна правна и физичка лица (у даљем тексту: корисници).

Корисници обављају привредну делатност у зони у складу са прописима, а на основу уговора којим су регулисана међусобна права и обавезе са привредним друштвом за управљање зоном.

Корисници су дужни да воде књиговодство за пословање у зони или одвојено књиговодство за део свога пословања које обављају у зони.

Корисници су дужни да на захтев Управе за слободне зоне достављају тој управи податке о свом пословању.

Зона мора бити ограђена, видљиво обележена и означена као слободна зона, на улазима и излазима из зоне, као и с речне стране.

Зона се може састојати из више делова под условом да они чине функционалну целину.

Зона или њен део, ако се зона састоји од више делова, мора бити ограђена, обележена и уређена тако да се промет робе и лица у зону или из ње може одвијати само кроз одредене излазе или улазе зоне.

Ограда, улази и излази морају бити одговарајуће уређени, осигурани и ноћу осветљени.

Привредно друштво за управљање зоном мора обезбедити просторије за рад царинске службе.

На робу која се уноси и износи из зоне, као и на робу смештену у зони, примењују се мере царинског надзора и контроле у складу са одредбама закона који уређује царински систем и царинслд поступак.

Испуњеност услова за почетак рада зоне утврђује министар надлежан за послове финансија, на предлог комисије коју образује од представника надлежних органа.

Комисија утврђује да ли су испуњени просторни и енергетслд услови, услови заштите животне околине и други технички услови за рад зоне, услови за рад царинске службе, као и услови у погледу спровођења мера царинског надзора.

Министар надлежан за послове финансија у року од 30 дана од дана добијања предлога комисије доноси решење.

На поступак доношења решења примењује се Закон који уређује општи управни поступак.

Решење је коначно у управном поступку.

Дан доношења решења сматра се даном почетка рада зоне.

Корисник може, у складу са овим законом и уговором са привредним друштвом за управљање зоном, у зони обављати производњу и пружати услуге, у складу са прописима.

Обављањем делатности и пружањем услуга у зони не сме се угрожавати животна средина, здравље људи, материјална добра и безбедност земље.

Спољнотрговинско пословање у зони врши се слободно, у складу са уговором.

Извоз робе и услуга из зоне и увоз робе и услуга у зону су слободни и не подлежу квантитативним ограничењима, нити се на тај увоз и извоз примењују мере комерцијалне политике.

У зону се не може увозити, нити се из зоне може извозити роба чији је увоз, односно извоз забрањен.

Роба која се уноси и износи из зоне, као и роба смештена у зони, има третман царинске робе.

Изношење, односно уношење робе корисник пријављује надлежној царинарници.

Корисник може привремено изнети робу из зоне на други део територије Србије, односно унети робу у зону са другог дела територије Србије ради стављања у поступак активног, односно пасивног оплемењивања.

Корисник може привремено изнети робу из зоне на други део територије Србије и унети робу у зону са другог дела територије Србије ради испитивања, атестирања, оправке и маркетиншког презентирања.

Надлежан царински орган одобрава царински дозвољено поступање са робом у складу са законом који уређује царинслд систем и царински поступак.

Уверење да је роба произведена у зони издаје царински орган који врши надзор у тој зони, под прописаним условима.

На увоз робе намењене обављању делатности и изградњи објеката у зони не плаћа се царина и друге увозне дажбине.

Роба која се из зоне ставља у промет на територију Србије подлеже обавези плаћања царине и других увозних дажбина.

Лице које робу ставља у промет на територију Србије дужно је да ту робу пријави царинарници, ради спровођења одговарајућег царинског поступка.

Обавеза плаћања царине и других увозних дажбина за робу , настаје на дан када је роба прешла из зоне на територију Србије.

Износ царине и других увозних дажбина за робу утврђује се према стању робе и по прописима који важе на дан прихватања царинске декларације.

Царинска вредност робе, као и износ царинског дуга утврђује се у складу са одредбама закона који уређује царински систем и царински поступак.

Корисник је дужан да омогући спровођење мера царинског надзора и контроле и води прописану евиденцију о роби која се увози, односно уноси у зону, извози, односно износи из зоне и користи у зони.

Плаћање, наплаћивање, пренос, куповина и продаја у страним средствима плаћања и у динарима у зони врши се у складу са прописима о девизном пословању.

Оснивање и пословање банака у зони врши се у складу са прописима о банкама.

Обављање делатности осигурања у зони врши се у складу са прописима о осигурању.

Радни односи између запослених и послодаваца (корисника) у зони уређују се уговором о раду, у складу са прописима који уређују рад и радне односе.

На унос добара у зону и пружање услуга у зони примењују се одредбе закона који уређује порез на додату вредност.

Корисник, односно привредно друштво за управљање зоном, може имати пореске олакшице у складу са прописима који уређују порез на добит предузећа, порезе на имовину и порез на доходак грађана.

ГЛАВА ТРЕЋА

ПЛАТНИ БИЛАНС

1. ПОЈАМ И ЗНАЧАЈ ПЛАТНОГ БИЛАНСА

Платни биланс уобичајено прихватамо као однос вредиости свих потраживања и дуговања једне земље према иностранству, у одређеном временском периоду. Платни биланс у овом значењу релативно је новијег датума, међутим по својој суштини ова категорија датира још из доба меркантилизма.

У време меркантилиста међународие трансакције су се углавном састојале од извоза и увоза роба, тако да се онда могло говорити само о трговинском билансу. Меркантилисте је овај биланс интересовао пре свега зато што је од таквих међународних трансакција зависило кретање племенитих метала који су служили као средство плаћања али и представљали оличење богатства једне државе које је требало стално увећавати. Меркантилистима је било познато да постоје и друге врсте трансакција које изазивају кретање племенитих метала, али су и њих уврстили у трговински биланс. Међутим, у тај биланс нису улазиле оне трансакције које нису изазивале плаћања. То је значило да у биланс нису улазили бесплатан извоз и увоз, али јесте прилив новца (племенитих метала) из иностранства иако он није био резултат кретања робе из земље у иностранство. Стога, меркантилистички трговински биланс не моижемо посматрати искључиво као приказ кретања робе, како би се то могло закључити из самог назива, већ је то биланс плаћања која су се обавила између земље и иностранства у току одређеног временског периода. Нас овај биланс интересује због тога што је он претеча платног биланса у данашњем смислу.

Развојем капитализма и међународних економских односа, када су се све више почели јављати и кредитни послови, дотадашњи меркантилистички схваћен трговински биланс није више давао комплетан приказ финансијског ефекта пословања земље са иностранством. Појавила се дилема: или треба бележити кретање роба или евидентирати плаћања. Поред тога, сложенијим

економским односима допринеле су и чисто финансијске трансакције које нису имале непосредне везе са прометом роба и услуга (најчешће дугорочни и краткорочни зајмови).

Уколико се жели сагледати потпуна слика економских трансакција између земље и иностранства, биланс мора регистровати све послове земље са иностранством без обзира како се они, и да ли се уопште финансијски ликвидирају. Као други услов, он мора приказати и начин финансијске ликвидације тих послова. Дакле, такав захтев билансу значи да он мора пратити како кретања друштвеног производа, тако и кретања новца.

То даље води ка прерастању дотадашњег трговииског билапса у шири, општији појам платног биланса чији постаје део, али и промеип карактера трговинског биланса. У ужем смислу он остаје приказ материјалнго кретања робе (видљиви извоз и увоз), а у ширем смислу то иије само приказ кретања робе, већ и услуга. Уколико би извоз био већм од увоза трговински биланс био би активан и супротно, ако би увоз био већи од извоза постојала би пасивност трговинског биланса, али се из овог не може закључити да ли су и каква су плаћања изазвале робие трансакције.

Сам израз „платни биланс" није довољно прецизан, јер то иије систематски попис имовинске активе и пасиве неког субјекта утврђених на одређени дан, већ је то попис трансакција утврђених у току једног временског периода, по праивлу, једне годнне".[626]

Преко платног биланса можемо пратити степен развоја пеке земље у међународним оквирима, обим и структуру производње, односио капацитета националне привреде и њену финансијску моћ. Једном речју, платни биланс омогућује да сагледамо стабилост иационалне привреде, у чему је његов велики значај.

Салдо платног биланса утиче на формирање националног дохтока и представља разлику између укушших инвестиција и домаће штедње, одиосно представља разлику између вредности укупне производње и потрошње.[627]

Званична дефиниција платног биланса Међународног монетарног сронда гласи: „Платни бнланс је статистички преглед за одређеии период који исказује (а) трансакције робом, услугама и дохотком између једне привреде и осталог света, (б) промене власништва и друге промене у монетарном злату и специјалним правима вучења које дата привреда поседује, промене у потраживањима и обавезама према осталом свету, и (ц) једностране трансфере и противставке које су потребне за уравнотежење, у рачуноводственом смислу, свих ставки по оним поменутим трансакцијама које се међусобно ие потиру[628]

Према томе, у стручном објашњењу Међународног моиетарног сронда платни биланс се дефинише као систематски преглед целокупних трансакција које резиденти дотичне земље остваре у одређеном временском

---

[626] Проф. V. Meischsner „Проблеми међуиародпих плаМаља" — пздап.е, „Ипформатор" — оагрео. 1980. г. стр. fi().

[627] Др Оскар Копач: Платпи биланс и мсђуиародпе финансије, Cesinecon. Београд. 1994. г. стр. 27.

[628] Ибид. стр. 42. Приручнпк платног Гшлапса. IMF, 1977. глава И. параграф I (i.

периоду са резидентима осталих земаља. Под резидентима се подразумевају сва физичка и правна лица која се јављају у међународном промету као носиоци трансакција. У агрегатном стању, платни биланс јесте рефлексија упоредих дуговања и укупних потраживања једне земл>е у посматраном временском периоду.

2. СТРУКТУРА И ШЕМА ПЛАТНОГ БИЛАНСА

Биланс плаћања схвата се као однос вредности свих потраживања и свих дуговања једне земље према иностранству у одређеном времеиском периоду. Биланс плаћања, као економска категорија, репрезентује укупиост економских трансакција између националне привреде и иностранства, односно систематски преглед свих економских трансакција, свих новчаних примања и свих новчаних плаћања у одређеиом времеиском периоду (у трајању од годину дана). Званични биланс плаћања обично се израђује у виду шеме и методологије, коју прописује MMF.

„Биланс плаћања (као систематски попис економских трансакција између земље и иностранства, између домаћих и страних лица) обухвата: увоз и извоз робе, обавезе једне земље према иностранству и обавезе иностранства према земљи на бази осигурања, транспортних и других услуга, ануитета датих и примљених зајмова и кредита као и вредности самих зајмова и кредита; неробни прилив и одлив где спада туризам, прходи и расходи дипломатских представништава, исељеничке дознаке, прилив и одлив у односу на наслеђе, пензије и слично, као и прилив и одлив злата. У билансу плаћања пописа трансакција врши се по принципу двојног књпговодства, али тако да се кредитна страпа налази па левој страни, а дебитна страна на десној страни (разлози таквог поступка су историјског карактера). На кредитној страни (лева страна) бележе се све трансакције које, по правилу, проузрокују неко примање из иностранства, на пример, извоз, услуге направљене у иностранству или за иностранство, продаја вредносних папира у иностранство, продаја злата и валуте, повећање задуживања према иностранству, смањење потражњн из иностранства. Супротне трансакције јављају се на дебитној страни (десној страни), јер по правилу, изазивају неко давање у иностраиству.

Ради двојног књижења сваке трансакције извоз ће се јавнти као реална трансакција на кредитној (левоП страни, а девизе примл$_3$ене за тај извоз јавиће се на дебитној (десној) страни. Односно, ако је роба извезена на кредит, на кредитној (левој) страни јавиће се повећање потраживања (под претпоставком да потраживање не буде наплаћено до краја године). При

одобравању дугорочног зајма иностранству повећање потраживања јавља се на десној страни, а за девизе које су дате за то смањиће се краткорочно потраживање на левој страни. На бази таквог евидентирања сваки биланс плаћања нужно се поравнава и то ex posl поравнање је теоретски постулат за сваки биланс плаћања као статистичка категорија."

Све економске трансакције, које компонују биланс плаћања, генерално се сврставају у два фундаментална дела биланса тако да се целокупни биланс плаћања хоризонтално дели на текући рачун и па рачун капитала. „Први део обухвата текуће трансакције и назива се билаис (рачун) текућих трансакција. Ту улазе сви приходи и расходи који нроизлазе из размене роба и услуга из неких других текућих операција. У оквирима биланса текућих трансакција могли бисмо да издвојнмо следеће билансе (што су у суштини подбиланси): а) трговински билапс, који обухвата вредност извоза и увоза земље у одређеном временском периоду; б) билаис услуга, где улазе приходи и расходи које чини једна земља иностранству, односно друге земље земљи о којој је реч. Поред осталих ту улазе следеће врсте услуга: обављање транспортних услуга на мору, копну и ваздуху, остале услуге (ауторска права) итд.; ц) билаис кретања становништва, где улазе приходи и расходи који се разликују од туризма, железничких дознака итд.; д) биланс државних прихода и расхода, где улазе издаци ісоје чине владе и друге административне установе у вези са издржавањем амбасада, посланстава, конзулата, и то примања у вези са трошењем иностраних административних установа у оквирима земље, о којој се врши састављање тог биланса; и е) биланс прихода и расхода по служби зајмова, где се на активној страни бележе приходи који произлазе из кредита датих (пласираних) у нностранству. а на пасивној страии бележе се расходи које плаћа земља у вези узстих зајмова из иностранства. Други део обухвата трансакције међупародног финансирања, односно рачун капитала и монетарног злата. У састав тог биланса, односно рачуна улазе: а) биланс краткорочних зајмова, који обухвата све краткорочне извозне и увозне кредите као и салдо клириншких рачуна; б) биланс дугорочиих зајмова, који обухвата па активној страни ве дугорочне зајмове, које је земља примила, а на пасивној страни све дугорочне зајмове дате другим земљама; ц) биланс економске помоћи, где се бележе сви облици економске помоћи без обзира па то да ли се ради о помоћи јавног или приватног карактера; д) билаис репарација и реституција, (где улазе накиаде о направљеној штети и свс реституције враћене стога што су их одређене стране примиле по оспову правног основа без важности, на пример враћање више уплаћене царине, више уплаћеног пореза итд; е) биланс куповања и продавања монетарног злата, који обухвата сва куповања злата и девиза за повећање резервног фонда домаће емисионе банке."[629]

Платни биланс најчешће се приказује у два дела. Трансакције робом и услугама, као и бесплатне (једностране) трансакције, сврставамо у тзв. „текући рачун" (current account) платног биланса. Други део платног билаиса назива се „рачуном капитала" и у њему се приказују промеие у финансијским

[629] Др Т. Јоваиовскн, Дсвизнн систем и девизно ноеловап.е. Научпа књнга, Бсоград. I9cs8. стр. 116–118.

односима између земље и иностранства (кретање девиза, дугорочног и краткорочног капитала без обзира да ли се ради о финансијском капиталу — creditor capital или учешћу у страној имовини — equity capital, кретање залиха монетарног злата). Оба ова рачуиа сачињавају категорију платног биланса у данашњем значењу.

Проблематика приказивања платног биланса није иимало једноставна, о чему говори чињеница да је Међународни монетарнн фонд почевши од објављивања првог Прнручника за састављање платиих биланса (Balance of Payments Manual) 1948. године и првог Годишњака о платним билансима (Balance of Payments Yearbook) 1949. године, у више наврата мењао начин приказивања платних биланса све до данас, са циљем да се дође до таквих података који би били употребљнви у економско–политичке сврхе.

Међутим, у праксн савременог света егзистира шема бнлаиса плаћања Међународног монетарног фонда у форми међународиог агрегатног приказа промета. Ову шему можемо показати на следећи начин:[630]

А. Салдо текућег промета (1,2,3,4)

Извоз робе ср.о.б.

Увоз робе. ф.о.б.

1. Салдо робне размене

Извоз услуга и наплаћене камате

- превоз робе и остали превоз
- туризам
- наплаћене камате
- остало

Увоз услуга и плаћене камате

- лучки и слични трошкови
- туризам
- плаћене камате
- остало

2. Салдо услуга и камата

3. Приватни трансфери

- дознаке радника
- остало

4. Званични трансфери

Б. Директне инвсстицијс и остали дугорочни канитал, нето Директне инвестиције Хартије од вредности Остали дугорочни капитал

- државни сектор, нето
- овлашћене банке, нето
- остали сектори (радне организације), нето

Укупно А + Б

Ц. Краткорочни капитал, нето

- државни сектор, нето

[630] Ибидем.стр. 118–121.

- овлашћене банке, нето
- остали сектори (радне организације), нето

Д. Грешке и пропусти, нето

Укупно (А + Б + Ц + Д)

Е. Ставке изравнања, нето

Монетизација (демонетизација) злата Алокација (поништавање) SPV

Промене вредности девизних резерви због измењених међувалутних односа

Укупно (А + Б + Ц + Д + Е)

Ф. Ванредно финансирање, нето

Кредити овлашћених банака, нето

Укупно (А + Б + Ц + Д + Е + Ф)

Г. Обавезе које представљају девизне резерве страних монетарних власти

Свега (А до Г)

Х. Укупне промене девизних резерви

- Монетарно злато
- SPV
- Резервна позиција код MMF
- Девизе
- Остала потраживања
- Кредити MMF, нето

Курс за конверзију нациоиалне валуте у SPV.

1) ШЕМА БИЛАНСА ПЛАЋАЊА ЈУГОСЛАВИЈЕ (АГРЕГАТНИ ПРИКАЗ ПРОМЕТА):

I Текуће трансакције (Салдо 6–7)

1. Салдо робне размене (1.1 — 1.2)
   - 1.1. Извоз
   - – од тога на кредит
   - 1.2. Увоз
   - – од тога на кредит
   - 1.2.1. Репродукција
   - 1.2.2. Опрема
   - 1.2.3. Роба широке потрошње
2. Салдо услуга (2.1 – 2.2)
   - 2.1. Приходи
   - 2.1.1. Туризам
   - 2.1.2. Саобраћај
   - 2.1.3. Инвестициони радови
   - 2.1.4. Заступничка провизија
   - 2.1.5. Дорада и прерада робе
   - 2.1.6. Остало
   - 2.2. Расходи

2.2.1. Саобраћај
2.2.2. Службена путовања
2.2.3. Привредна представништва
2.2.4. Остало
3. Салдо робе и услуга (3.1. — 3.2)
3.1. Извоз роба и услуга
3.2. Увоз роба и услуга
4. Салдо дозиака (4.1 — 4.2)
4.1. Прилив — дознака радника н исељеника
4.2. Одлив — подигнута ефектива са дев. рачуна грађана
5. Салдо камата (5.1 — 5.2)
5.1. Наплаћене камате
5.2. Плаћене камате

6. Укупни приходи
7. Укупни расходи
И Кредитно–финансијске трансакције. Салдо
1. Коришћење средњорочних и дугорочних зајмова и кредита
1.1. Финансијски
1.1.1. Готовинска средства, MMF. Svetska banka i dr.)
1.1.2. Кредити за рефинанспрање (од влада и комерцијалних банака)

1.2. Кредити за опрему (у томе: кредити Светске банке)
1.3. Кредити за репродукцњу
2. Отплате главнице дуга по средњорочним и дугорочним зајмовима и кредитима
2.1. Готовинска плаћања
2.2. Рефинансирање (према владама и комерцијалним банкама)
3. Краткорочни кредити и депозити, нето
4. Кредитирање иностранству. Салдо
4.1. Кредити дати иностранству
4.2. Наплате по датим кредитима

5. Прелазне позиције (остало)
6. Промене девизних резерви

6.1. Конвертибилне девизе
6.2. Клириншка средства

Ову шему биланса плаћања Међународног монетарног фонда прихватиле су готово све земље савременог света.

3. БИЛАНСИ СА ИНОСТРАНСТВОМ

У теорији и пракси егзистирају четири врсте биланса, и то: (1) спољнотрговински биланс, (2) биланс трансакција, (3) девизни биланс и (4) обрачунски биланс.

1) СПОЉНОТРГОВИНСКИ БИЛАНС

Спољнотрговински биланс јесте значајан сегмент платног биланса, који англобира све куповине и продаје, односно извоз и увоз. Спољно–трговински биланс, према томе, репрезентује укупну вредност увоза роба и укупну вредност извоза роба у току једне фискалне године. Квантптативно поклапање вредности увоза и вредности извоза рефлексија је уравнотеженог (еквилибрисаног) спољнотрговинског биланса. Но, спољнотрговински биланс може бити и дефицитаран и суфицитаран. Дефицитаран спољнотрговински биланс показује већу вредност извоза. Суфицитаран спољнотрговински биланс показује већу вредност извоза. Суфицитаран спољнотрговински биланс показује пак већу вредност извоза од вредности увоза роба.

Према томе, под спољнотрговинским билансом подразумева се преглед укупне вредности извоза и увоза робе једне земље у одређеном временском периоду (по правилу у једној години) без обзира на време паплате, односно плаћања.

Робне ставке по вредности представљају највећи део вредности економских трансакција са иностранством. Међутим, у последње време вредност тих ставки се смањује да би се повећало учешће вредности услуга. Може се рећи да је степен развијености једне земље од утицаја на структуру биланса економских односа са иностранством. Тако развијена земља има, углавном, тенденцију повећања неробних ставки у извозу, код мање развијене земље имају изразито доминантну улогу извоза робе у укупном извозу. У овом случају мора се изузети запошљавање радне снаге у иностранству.

2) БИЛАНС ТРАНСАКЦИЈА

„Билаис трансакција садржи преглед свих економских трансакција одређене земље извршених са свим другим земљама у одређеној години, изражегшх у новцу. Он се дели на два дела: текући биланс и капитални биланс. У текући биланс (биланс текућих трансакција) улазе сва дуговања и потраживања по основу извоза и увоза робе (трговински биланс), међународног промета услуга (тзв. биланс невидљиве размене) и

међународног кретања фактора производње (тзв. биланс невидљиве размепе) и међународног кретања фактора производње (тзв. биланс трансфера).” По концепцији ММF плаћања за текуће трансакције представљају плаћања која немају за основу трансфер капитала, као што су плаћања у вези са спољном трговином и другим текућим пословима, укључујући и услуге и краткорочне банкарске и кредитне трансакције, плаћања у вези са каматама на зајмове и нето приходима из других инвестиција, плаћања умереног износа на име отплате и директних инвестиција, н плаћања у вези издржавања породице (чл. XIX ММF). „Под трансферима у текућем билансу подразумевају се дохоци радника запослених у иностранству који се трансформишу у земљу, добити (издаци) од међународног улагања капитала и прихода (расходи) по основу коришћења других фактора производње између земаља. У капитални биланс улазе дуговања и потраживања по основу преноса капитала у виду кредита, зајмова, портфолио пласмана, директних улагања и једностране економске помоћи, те девизне резерве земље.”[631]

3) ДЕВИЗНИ БИЛАНС

Поред биланса трансакција егзистира и девизни биланс, који иикорпорише све компоненте биланса трансакција и који индукује ликвидност земље прем аиностранству. „Са аспекта девизног биланса нису битне само фактички извршене трансакције, него је битан и моменат наплате (плаћања). Овај моменат наплате (плаћања) и чини девизни биланс различитим од биланса трансакција. У девизни биланс улазе само они токови из пословних односа са иностраиством који представљају девизни приход — расход одређене земље у одређеној години. Овде, дакле, није битно да ли је трансакција извршена и када је извршена, него је битио да ли је трансакција наплаћена (плаћена) у одређеној години. Овај биланс показује способност земље да извршава своје текуће обавезе према страним повериоцима у моменту када оне доспевају, па се назива и биланс спољне ликвидности. Он је иајуже ослоњен на биланс трансакција и из њега произилази, јер ако иешто није извршено или се не памерава извршити, не може ни да се наплати, односно плати. У питању је, дакле, само временска разлика између извршених и наплаћених (плаћених) извозних и увозних операција.

За спољни свет, као повериоце овај биланс је најзначајнији, а ништа мање није значајан и за националну привреду сваке земље. Наиме. ако се не биј водило рачуна, па земља западне у трајнију неликвидност према иностранству, последице би биле тешке и катастросралне.”

Те последице огледале би се у обустави коришћења одобрених кредита иноповерилаца, у захтеву за наплату свих доспелих обавеза према иностранству, у прекиду економских односа са спољним светом, у смањењу прилива на девизним рачунима по основу дознака наших радника на привременом раду у иностранству, у заплени националне имовине у иностранству, у губљењу

[631] Др МИлорадУ11ковић:Мсђупарод1Штрго1111нскаполнтика,Савреме11аадми11мстрацнја, Београд. 1991. стр. 143.

кредитне способности у свету, у немогућности увоза репроматеријала и опреме из иностранства, у увођењу ригорозних административних мера у области економских и кредитних односа с иностранством, итд.

Девизни биланс се. такође. састоји из четири основна поглавља:

- прилива и одлива девиза по основу кретања услуга са иностранством (услуге туризма, саобраћајне услуге, осигурање и др.);
- прилива и одлива по основу трансфера, тј. коришћења и уступања фактора производње између земаља:
- прилива и одлива капитала и промене стања девизних резерви.

Трансакције у вези са увозом и извозом робе, услуга и трансфера

називају се једним именом — текуће трансакције. По основу текућих трансакција долази до преношења друштвеног производа из једне земље у другу. Салдо настао по основу тих трансакција представл^а суфнцпт, односно дефицит једне земље.

Капиталне трансакције (које могу бити дугорочне или краткорочне) представљају промене у дужничко–поверилачким односима између земље и иностранства. Капитални биланс показује како је његов суфицит употребљен. Саставну компоненту капиталног биланса чине н девизне резерве.

С обзиром на то да девизни биланс представља одраз текућих кретања оперативнији је од платног биланса и због тога представља основ за извођење закључака у циљу доношења одлука о мерама које се предузимају у оквиру (монетарне) политике и политике слојнофинансијске ликвидности.

Девизни биланс може, такође, да буде активан, пасиван или уравнотежен.

Девизни биланс обухвата према томе све делове биланса трансакција само је начин посматрања различит. Наиме девизни биланс показује ликвидност земље према иностранству. Са аспекта девизног биланса није битно када је трансакција извршена, већ је значајно да ли је трансакција наплаћена односно плаћен ау одређеној посматраној години. Према томе, девизни биланс показује способност и намере националне привреде да изврши своје текуће обавезе према иностранству односно да наплати своја потраживања од страних дужника кад оне доспевају па се назива и билансом спољне ликвидности.[632]

Девизни биланс, као извештај о свим међународним плаћањима и наплатама са иностранством у одређеном перноду. Његов значај је велики, јер тачно показује девизни одлив земље, односно стање међународне ликвидности земље. Девизни биланс је повезан са рачунима новчаних токова, јер његова промена представља један од токова формирања новчане масе.

[632] Др Ммлорад Унковић, нбпд. стр. 176.

4. ОБРАЧУНСКИ БИЛАНС

Биланс који показује дугорочније стање дуговања и потраживања једне земље према свим другим земљама у свету. То је обрачунски биланс.

Обрачунски биланс показује стање укупних дуговања и потраживања (у капиталу) једне земље према другим земљама на одређени дан (на пример, стање дуговања и потраживања, као и њихов нето салдо тог стања Југославије према иностранству на дан 31. XII 1990. године).

Поред стања обрачунски биланс показује и структуру дуговања и потраживања (на пример, краткорочни и дугорочни капитал, клириншка и конвертибилна дуговања и потраживања, као и структуру по врстама кредита, робни финансијски и сл.).[633]

За анализу ликвидности земље и економског положаја земље у међународној привреди и трговини од посебне важности је и обрачунски биланс, који рефлектује стање и структуру кретања капитала са иностранством у форми задужености и потраживања. У ствари, обрачунски биланс симултанои репрезентује структуру и дуговања према иностранству и потраживања из иностранства по врсти валуте (клириншке и конвертибилне). по субјектима (предузећа, банке, држава), по намерама (робни кредит, финансијски кредити), по року отплате (краткорочни, средњорочни, дугорочни), по кредитима (OECD, EU. бивше социјалистичке земље источне Европе), по условима задуживања. по року наплате, по доспелости дугова за отплату и потраживања за наплату итд.

Обрачунски биланс показује стање међународних обавеза и потраживања земље у једном временском моменту.

У литератури се обрачунски биланс често назива и билансом међународне актнве и пасиве или билансом задужености.

Обрачунски биланс као преглед међународног дужничко–поверилачког положаја сваке земље одражава степен задужености и међународне кредитне способности због чега се често назива билансом међународног инвестиционог положаја земље.

[633] Др Милорад Унковић. и мр Будимир Стакић: Спољно трговипски u девнзни систем СФРЈ, Југославија публик. Београд. 1986. стр. 281–284.

ШЕСТИ ДЕО

ЕКОЛОШКИ МЕНАЏМЕНТ

1. ЕКОНОМИЈА ПРИРОДЕ

Нови талас забринутости за човеково окружење наступио је током 90-тих година лансирањем тврдње да су еколошки проблеми глобалног карактера. Наиме, више није довољно да једна земља води правилну еколошку политику. Загађеном ваздуху не можете наредити да не прелази државну границу нити међународној реци саопштили да не протиће коритом кроз све земље којима вековима тече. Нова сазнања о оштећењу озонског омотача у 90—им годинама нису ни саопштена светској јавности због страха од последица за читаво човечанство, јер се тачно не зна колико је векова потребно за обнављање отпада, У В. Британији нису довољно отрезнили креаторе еколошке политике, лоше вођене политике (националне и међународне) и заштите окружења. Чак, и проблем "киселих киша" у Немачкој, "ефекат стакленика" у САД и "учинак отпада" у В. Британиј и нису довољно отрезнили креаторе еколошке политике који никако да схвате да тржиште није способно да одреди цену ресурса, као што су вода, ваздух, чисто окружење и леп поглед, и да је, стога, неопходна државна интервенција, као комп1ементатор, кој и доприноси побољшању функционисања тржишта . Цаирнцросс и ту нуди два решења, и то: (1) неопходно је да се зна ко је титулар одређеног природног ресурса и (2) неопходно је да се произвођачи и потрошачи приморају да плате стварне трошкове сразмерно свом уделу у загађењу околине. У првом случају, власник и потенцијални загађивач могли би да преговарају, јер ако је приватни рибњак у питању онда би власник водио рачуна да не дође до претераног риболова, У другом случају, пак, заједничкћи калкулација произвођача и потрошача би у цену бензина укључила и трошкове санације штетних ефеката издувних гасова. У том контексту, задатак економиста састојао би се у томе да одреде цену окружења, као цену било кога ресурса, како би економска политика била разумна у погледу официјелног постављања државе према садашњим и потенцијалним загађивачима по принципу цост-бенефит анализе. Међутим, владе за сада раде обрнуто; подстичу потрошњу енергије субвенционирањем цена. Субвенционирањем пољопривреде подстиче се употреба пестицида и вештачких ђубрива. Трајно укопани лобији у своје интересе не брину зашто САД субенционишу државну индустрију, зашто Немачка субвенционира руднике угља, зашто В. Британија субвенционише употребу возила која су власништво предузећа итд. То пак показује да економски компромис између субвенција и еколошких трошкова није постигнут. Још мање је рађено на проблематици формулисања развоја који допушта ограничено искоришћавање постојећих ресурса (са идејом "субстаинабле девелопмент"). А ради се о одрживом који не исцрпљује резерве како би дотичне резерве остале за будуће генерације. Дакле, ради се о односу према садашњици, као

етичком питању у склопу садашње политике заштите околине. Зато је за већину људи данас најважније еколошко питање у тржишној економији са комбиновањем интереса приватног сектора и државне регулативе:"оставити потомству свет који је ако не бољи, а оно барем онакав каквог су га садашње генерације наследиле" .

За логистичке предузетнике поузданост је важнија од брзине. Са економске тачке гледишта ради се о томе да се нека роба у право време нађе на правом месту, а са еколошког аспекта то треба да буде изведено уз најмање могуће оптерећење околине '. Критериј "брзина" није више од прворазредног значаја. Прелаз на спорије, али еколошки повољније транспортно средство, је сасвим прихватљив у тзв.екологистици. Комбинација екологије, економије и логистичког знања у структурној пројекцији екологистике наводи савремено друштво да реши проблем међусобног усклађивања друмског, железничког, ваздушног и воденог саобраћаја како саобраћајни проблем не би постао кочница привредног раста. У структури масовног превоза сада ваља бирати еколошки најповољнији вид саобраћаја, поготову ако дође до увођења накнаде за тешке превозе, повећања пореза на минерална горива и увођења пореза на емисију угљендиоксида. Екологистика већ сада пледира на значајно смањење трошкова путем већег ослањања на брод и железницу, који осигуравају еколошки, бољи третман робе и еколошки поузданији превоз .

2.УПРАВЉАЊЕ ''ЗЕЛЕНОМ* ЕКОНОМИЈОМ

Циљ ИИ конференције УН о животној средини и развоју (у Бразилу од 1. до 12.јуна 1992.године) био је успостављање интеракције између привредне и човекове околине и уравнотежење економских и еколошких циљева у оквиру економског одлучивања и пословног менаџмента. Ове идеје нису нове, јер је њихова интелектуална основа формулисана већ давне 1971.године у Швајцарској која је послужила за припрему тзв. Стокхолмске конференције. Тада је, ипак, драматично истакнуто да је сиромаштво главни извор загађења животне околине из разлога што је она милијарда светске популације, која живи у сиромаштву, беди и оскудици, присиљена из очаја на јуриш на своје окружење само да би људи из те масе преживеи и опстали. Кумулативни ефекти русилачких налета појединаца на природу су велики и опасни, поготову када се комбинују деструкција и сиромаштво. Због тога је и Брундланд комисија одбацила тзв. нулти раст, пошто је нулти раст последица развоја деструктивних процеса по окружење. А да би се задовољила

потреба за растом концепцијски се прелази на тзв. одрживи развој у оквиру Конференције УН (под називом ЕКО '92.). Концепт одрживег развоја имплицира измену климе, прекогранично ширење је загађености ваздуха, менаџмент отпада, заштиту и управљање земљишним ресурсима, конзервацију и биолошке разноврсности, заштиту океана и обалских подручја, и квалитет снабдевања слатководним ресурсима. Глобални ризици у области биолошких и генетских ресурса управо приморавају на убрзани прелазак не уравнотежени развој, који мора бити изведен путем подстицаја и регулационих мера. То пак у тржишној економији подразумева да се трошкови животне околине уграђују у цене производа који индукују раст трошкова. А то је тај тзв. принцип "загађивач плаћа". Решење кроз регулисане мере подразумева формирање еколошких фондова у којима се концентришу средства намењена строго за санацију животне околине. Циљ је јасан да се мере заштите животне средине интегришу у економски раст. и пословни менаџмент и да се формулише економска основа за кооперативну глобалну алијансу уколико се тежи да ЗЕМЉА остане сигуран дом за хумане форме живота и за заједничку будућност.

Да би се токови светске размене вратили у здраве односе, уграђивање еколошко—заштитног механизма у међународну трговину је неминовно. У том склопу, појефтињење аграрних производа није централни циљ уколико се то дешава на рачун природе. Стога, смањење субвенција "зелених производа" не мора да значи пожељну политику редукције наслеђеног протекционизма уколико еколошка супстанца није уграђена у структури тржишних цена. Трошкови производње еколошки здраве хране не могу више бити заобилазни, пошто већ чине структурну реалност. Уосталом, тржишно конкурентне цене у међународној размени не могу да заштите националне природне ресурсе. Због тога је за заштиту околине потребно дугорочно финансијско и технолошко инвестирање које ће се управо највише исплатити у сфери еколошки здраве аграрне производње.

Комисија ЕЗ је, после двогодишњег претреса торбице, предложила увођење пореза на енергију чији би основ (предмет опорезивања) био "садржај угљеника у гориву". Циљ новог пореза, по предлогу, јесте да се емисије угљендиоксида стабилизују на нивоу из 1990.године, али и подстицање ефикасности енергије и стабилности снабдевања.

Институционално посматрано, Европска заједница нема право на увођење пореза, јер нема фискални суверенитет (изворни), Зато порез на енергију могу да уведу само чланице ЕЗ у форми националног пореза, који се укључује у политику фискалне хармонизације. Али, фискални (и економски) је такав да ново повећање пореских терета не долази у обзир. Решење је, стога, нађено у смањењу "других" пореза.

3. ЕКОЛОГИЈА И ЕКОНОМИЈА

Зелени економисти већ израђују моделе за валоризацију еколошких трошкова и добити у националним економијама како би биланси националног дохотка приказивали и промене у природним богатствима. Дејства трошења природних ресурса треба емпиријски верификовати и кроз измену СНА (Система националних рачуна и методлогије УН) у концепт националног дохотка, укључујући и оне природне изворе који су под контролом човека. Циљ је, дакле, да биланси националног дохотка "позелене" како се не би више биљке и животиње третирали различито ("повећање сточног фонда једне земље се урачунава онда када се оно појави, али се прираст комерцијалних шума бележи онда када се оне посеку)" У садашњем обрачуну често се национални доходак надувава укључивањем трошкова за спречавање загађивања. То пак значи да се загађивање не рачуна као губитак од друштвеног производа. Исто тако, и пад вредности природних ресурса приказује се као ставка која преувеличава нето национални производ. Јасно је, при томе, да је изузетно тешко рећи колико кошта идила. Али, уништење шума према тржишним критеријумима засигурно представља збир губитака вредности непосеченог дрвећа и прихода од дрвене грађе који су могли бити остварени . Но, и тај критериј не укључује вредност коју шуме имају као станишта животињског света и као простор за рекреацију људи. Због тога је важно да се израда националног биланса прилагоди потребама заштите човекове околине. У почетном стадијуму ваљало би изграђи-вати тзв.билансе сателите у форми паралелних биланса (поред званичних, официјелних). Ти "нови" биланси би укључивали и промену квалитета природне околине (на пример пораст загађености ваздуха, изумирање одређених врста биљног и животињског света), али и вредновање штете која се наноси природним ресурсима који нису тржишно вредновани. Код ресурса, који немају тржишну вредност, контроверзно је питање шта треба мерити (а) да ли трошак рестаурације природне средине у првобитно стање или (б) суму коју би потрошачи били склони да потроше ради побољшања квалитета животне средине. Све у свему, конвенционалне моделе за одређивање богатства ваља проширити и обогатити како би се дали адекватни одговори "зеленима" који популарише нове калкулације и обрачуне. Економисти из Одељења за унапредјење руралних области Универзитета у Њукастлу већ су направили модел обрачуна за британску пољопривреду и шумарство, "Одвојити за задовољство које пружају зелени појасеви и национални паркови, додати нешто за садњу дрвећа уз ефекат упијања грејача планете - уг1јенмоноксида, и, овакав подржани нето производ је 25% већи него нето производ" . Ниске цене у рударству, накарадна економија обима и националне субвенције

имају негативне импликације на екологију. Наменска продаја државне (јавне) земље рударским компанијама у бесцење (12 долара по хектару), јавно финансирање резултата рударских истраживања и пореске олакшице, које редукују реалне трошкове у рударству у САД су значајно допринели деградацији екоравнотеже. Јапан нуди широк спектар подстицаја (од зајмова и субвенција, па све до пореских олакшица) за истраживање и експлоатацију рудних резерви. Исто ради Канада и Аустралија. Немачка и Француска влада гарантују помоћ и директна финансијска улагања, а субвенционирају и пројекте у иностранству домаћих рударских компанија . Чак и Светска банка финансира повећање рударске производње путем давања зајмова под повољнијим условима. Таква политика експлоатације природних ресурса представља озбиљну еколошку претњу, јер су стварни трошкови светског рударства скривени како у обимним произвођачким субвенцијама тако и у непризнатим еколошким штетама . Ниске цене? руда данас одсликавају екстракционо—дистрибуциону економију, за коју не постоје трошкови обнављања огољених шума, еродиране земље, уништених или загађених река". Примана ригорозних еколошких закона сугерише каналисање дела средстава прикупљених пореским путем из индустријски развијених земаља у рударске земље трећег света. Тај механизам потпомогла би Светска банка путем провизије на зајмове, који би се условијава ли очувањем природе. Виши степен рециклаже сировина и њихова супституција мање "малигним" материјалима, дугорочно посматрано, јесту додајни механизми у редукцији тражње која еколошки посрће. Постепена замена комуникационих бакарних каблова ефикаснијим оптичким влакнима израђених од стакла репрезентује, исто тако, будућност, коју ваља подржати пореским наградама (а не само елементарним субвенционирањем рударства).Оснивање нових фирми за сортирање отпада и фирми за термичке обраде и изградњу система уређаја за спаљивање отпада и система погона за производњу амбалажа за рециклажу јесу нови изазов министарства за екологију, која путем пореских бенефиција, поседује инструменте од министарства за финансије. И постављање зелених тачкица на нове производе треба алиментирати из буџета државе.

У економској и еколошкој теорији и пракси сматра се да највећи део природних богатстава има регенеративни карактер: рационално коришћење може обнављати богатство, а ефикасно коришћење може и повећати богатство у укупном обиму. Минералне сировине или сировине минералног порекла "откопане из одређеног лежишта или рудног тела" не могу се регенерисати нити се могу формирати друге концентрације минерала. Код минеалних сировина, дакле, може се користити само оно од природе створено на непоновљиви начин. Због тога, пажњу треба усредсредити на економске мере у циљу заштите човекове околине у филозофији одрживог развоја. Економски инструменти, у функцији заштите животне средине користе се као ефикасан облик замене регулативе и као комплимент законској регулативи, пошто законска регулатива не може увек утицати на рационално коришћење ресурса и на ефикасну заштиту од загађивања .

Принцип "загађивач плаћа" заправо рефлекује потребу инситутционализације еколошких пореза и такса (накнада), и тос (1)

диференцирано опорезивање бензина са и без олова, (2) диференцирани порез на промет и царине на увоз аутомобила и теретних возила са већом потрошњом у односу на аутомобиле са нижом потрошњом и употребом безоловног бензина, (3) диференцирани порез на промет производа са амбалажом коју је могуће рециклирати, (4) додатни порез на промет и царине на цигарете, (5) порез на промет и царине на увоз вештачких ђубрива, детерџената и пестицида, (6) селективно опорезивање производа (с циљем да се успоставе такви односи цена који ће стимулисати потрошњу производа чија производња и употреба мање загађује околину), (7) ослобођење од пореза на добит предузећа (за загађиваче и произвођаче који новом технологијом смањују емисију и употребу загађујућих материјала) (8) ослобађања од пореза на додату вредност и увођење пореза на коришћење природних ресурса путем пореза на добит уз укидање пореза на промет секундарних сировина (како би се подстакло прикупљање и прерада отпадних материја), (9) увођење таксе за загађивање, као накнаде за трошкове испуштених отпадних материја, (10) увођење такса за произвођаче чији производи у процесу производње или употребе загађују околину, (11) увођењу казни за загађиваче које треба присилити на увођење нове технологије, (12) постојање субвенција као помоћ при инвестирању у чисту технологију и (13) увођење накнаде за загађивање, за коришћење депонија, за коришћење природних извора и простора (које би се примењивале за испуштање загађујућих материја у ваздух, воду и земљиште, за одлагање чврстих и опасних отпадака по депонијама, и за покриће трошкова санације природних извора и простора).

У целини посматрано, у готово свим земљама савременог света траже се и изналазе инструменти и механизми за спровођење тзв. Беганске декларације о одрживом развоју (из 1990.године), која инсистира на економском респектовању обавеза на основу узимања из природе - тзв. дуг према природи. У индустријски развијеним земљама већ су уведене тзв. накнаде за рудно благо, накнаде за минералне сировине и рудничке накнаде, што у суштини рефлектује издвајања дела средстава (обрачунатих по јединици производа) као накнаду за обнову расположивог природног богатства, за узето из расположивих природних фондова резерви и за враћање дуга за природе. Али, песак и шљунак имају готово сви региони света, а нафте и дијаманата имају само “неки” региони (због неравномерног распореда минералних сировина). Због тога је економски оправдано постојарање тзв. накнаде за минералне сировине на селективним основама у зависности од врсте минералне сировине .Ова издвајања би улазила у цену коштања јединица производа, а користила би се за отплату дугова према приоди. Дуг за природу би инкорпорирао накнаду за коришћење минералне сировине и накнаду за штете нанете средини.

4. ЕКОЛОШКИ ПОРЕЗИ

Порези у тржишним привредама све више постају инструмент политике заштите човекове околине упркос интенција креатора фискалних политика о неутралности пореза у земљама ОЕЦД и ЕУ. Наиме, у фискалној пракси се показало да су порези мање ефикасни кроз принцип неутралости, поготову ако су произвођачке и потрошачке активности генератори деградације екоравнотеже. Због тога, увођење модерног еколошког пореза ваља схватити као фискални притисак на понашање актера који загађују околину у смислу очувања животне околине, рестаурације човекове средине и смањења штетних импликација произвођача и потрошача по природни амбијент. У тржишно оријентисаним пореским системима увођење еколошких пореза нема за задатак повећање прихода државног буџета већ обогаћивање механизма управљања "зеленом економијом" и диверси-фикацију инструментарија еколошког менаџента. Додуше, и пре институционалног аранжирање еколошких пореза у тржишним економијама земаља ОЕЦД егзистирале су пореске погодности у систему индиректног и директног опорезивања у функцији заштите човекове околине и контроле загађености. Еколошки порески подстицај и нарочито су се користили при обрачунутзв. убрзане амортизације за опрему која штити животну околину од загађености. Њих је надопуњавао систем посебних пореских дажбина, које су оптерећивале моторна горива, одређене моторе и поједине облике енергије. Ове дажбине су уведене из нееколошких разлога, али су током 80—их година (када су извршене релативно радикалније пореске реформе у земљама ОЕЦД) попримиле еколошку димензију (порези на употребу моторних возила, порези на енергију, порези на пластичне кесе, порези на ђубрива и др.)

Порези на моторна горива подразумевају опорезивање по вишим стопама или опорезивање додатних порезима (таксама). Данас се у готово свим земљама Европе различитим пореским стопама опорезују различите врсте моторних горива. Нижа стопа важи за дизел горива за моторна возила која се користе у пословне сврхе. Више пореске стопе примењују се на бензин, безоловни бензин и дизел гориво, који се не користе у пословне сврхе. Но, и опорезивање осталих извора енергије је различито по земљама, нарочито када су у питању еколошки порези на енергетске изворе и тзв. карбонски порези. Карбонски порез на фосилна горива (у зависности од садржаја угљеника у њима) прва је увела Финска. Ослобођење сумпора при сагоревању уља, угља и тресета је, такође, предмет опорезивања у зависности од количине сумпора. Шведска је, за разлику од Финске,увела више пореза на угљеник. У енергетском сектору уведен је еколошки порез на уља, угаљ, природан гас

и течни петролеј гас, док је у сектору транспорта уведен еколошки порез на бензин и дизел гориво. На помолу је и увођење еколошког опорезивања домаћег ваздушног саобраћаја. Коначно, значајно је поменути и увођење директних пореских дажбина на ослобођење H0x у великим пећима са годишњом производњом од најмање 50ГWx .

Опорезивање моторних возила у земљама ОЕЦД је, исто тако, са еколошким циљем темпирано, али не у форми нових пореза већ као додатни на већ постојећи општи порез на промет, односно потрошњу. У правилу, порез на промет ових моторних возила је виши од пореза на промет било ког производа (који, наравно, не спада у домен Луксуза). Холандија, као чланица ЕУ увела је систем различитог опорезивања моторних возила. Висина пореске стопе зависи од еколошких карактеристика возила. Једино су таксе за регистрацију возила нешто ниже. Промет моторних возила у Великој Британији опорезован је порезом на додатну вредност (са стандардном стопом од 15%) и специјалним порезом на моторна возила (са стопом од 10% на пет шестина вредности новог возила). Норвешка пак практикује различит систем пореза на моторна возила. Порески подстицаји су уграђени у систем опорезивања моторних возила са катализатором, али и за возила која упо- требљавају безоловни бензин и за возила која користе гас као покретачку снагу. И у Финској је систем пореза на промет возила различит. Он зависи од тога да ли је возило снабдевено каталитичким конвертором. Иначе, за моторна горива су повећане по реске стопе од 1990. године из еколошких разлога. Коначно, у Грчкој су институционално уграђени порески подстицаји као награда за убрзано искључивање старих модела моторних возила из употребе. Различите пореске стопе су усвојене током 1990. год и не на промет моторних возила. Критеријум за диференцијацију пореских стопа полази од еколошких карактеристика возила. Стандарди о пречишчавању издувних гасова јесу додатни критеријуми. Но, порез на промет моторних возила прате годишње дажбине при регистрацији моторних возила, које су, такође, различите у зависности од еколошких особина возила. Ове таксе су веће за возила која се користе у пословен сврхе и зависе од капацитета машине. У Великој Британији годишње таксе за регистрацију плаћају се у форми акција. У осталим земљама ЕУ оне фигурирају или као дажбине или као таксе са фиксном сумом.

У земљама ОЕЦД из еколошких разлога егзистира специјално опорезивање одређених производа и то: (а) у Шведској, Данској, Финској и Норвешкој опорезује се продаја пића у контејнерима и кутијама (поготову ако се кутије бацају у смеће), (б) у Шведској и Норвешкој се опорезују акумулатори и батерије (поготову еколошки штетни акумулатори који “вуку” више пореске стопе), (ц) у САД, Данској и Финској ЦФСс јесте предмет тзв. еколошког опорезивања, (д) у Италији је уведено опорезивање пластичних кеса (поготову кеса које се не распадају бактериолошким путем), (е) у Данској се одређени производи, у зависности од еколошких карактеристика, опорезују ВАТ-ом са диференцираним пореским стопама од 6 до 20%.

У земљама ОЕЦД присутно је и тзв. опорезивање пољопривредних инпута и то: (1) у Финској је уведено опорезивање фосфатних ђубрива (током

1990. године), а на помолу је и опорезивање састојака нитрогена, (2) у Шведској је уведено 5%-тно еколошко опорезивање продајне цене ђубирва чију структуру компонују фосфати и нитрогени, (3) у Аустрији је уведено пореско захватање употребијених количина ђубрива већ у току 80—их година, (4) у Норвешкој је уведено 7%—тно еколошко опорезивање великопродајне цене ђубрива и (5) у Шведској је уведено пореско сторнирање терета на свакој еколошкој иновацији на производима.

Коначно, у готово свим земљама ОЕЦД и ЕУ еколошка пореска компонента присутна је и код директних пореза, а нарочито код опорезивања добити корпорација. Инвестиције у чисте технологије и еколошку опрему "вуку" релативно значајне пореске привилегије у виду специјалних подстицаја. Убрзана амортизација и порески кредит, као додатни стимуланси пореске политике, веома прате замену старије (висе загађујуће) капиталне опреме, али и нова домаћа и инострана улагања у еколошку сферу репродукције.

5. ЕКОЛОШКО ОПОРЕЗИВАЊЕ

Еколошки се порези данас сматрају једним од привлачнијих инструмената политике заштите животне средине. Њихова основна идеја јесте промена цена природних добара у складу с њиховом оскудношћу, што одговара основном постулату тржишне економије. Еколошким порезима желе се кориговати, ублажити или уклонити дисекономије и други пропусти и неуспеси нерегулисаног тржишта. Мотивација за њихово увођење је у ствари прикладно еколошко управљање ресурсима. Претпоставља се, да ће еколошки порези у висини штета које изазивају одређене економске активности подстаћи загађиваче да ове штете урачунају у своје произвођачке и потрошачке одлуке. Дакле, екстерналије (дисекономије) би биле интернализоване, резултирајући са прикладном контролом загађивања и еколошких штета.

Овај традиционални приступ управљања одрживим развојем изискује државну регулацију оптималне нивое емисија, будући да не постоји уобичајена тржишна интеракција понуде и потражње између оних који осигуравају (нуде) смањење емисија (у циљу његовог оптималног нивоа) и оних који захтевају (потражују) чисту животну средину. Ако дакле држава може посредовати (интервенисати) и одредити "корективну цену" за емисију, тржишне би интеракције требале резултовати оптималним нивоом емисија. Ово је, наравно, крајње поједностављено објашњење, које је у практичној примени врло комплексно. У свему се овоме мора примењивати начело загађивач плаћа, при чему су еколошки порези испостава рачуна за еколошке

штете. Успркос вишедеценијској подршци еколошким порезима међу економистима, њихова привлачна снага, за креаторе економске политике, је примећена тек у новије време. Међутим, савремени су креатори економске политике наглашено склони тумачењу еколошких пореза као извора преко потребних државних прихода, више него што су експлицитни у прихватању комплексније мотивације економске теорије. Чак су склони и објашњењима како би се еколошким порезима смањили други мучнији порези. Тако се могућност прибављања пореских прихода у процесима заштите животне средине креаторима економске политике (првенствено у развијеним земљама) чини неодољиво изазовном. Па ипак се ови приступи у пракси још увек недовољно примењују. Један од разлога њиховог заобилажења у примени приписује се незнању о њихову деловању и предностима, али и некомпетенцији (неодређености и колебљивости) легалне власти у примени подстицајних система у подручју животне средине и познатог начела загађивач плаћа. Други се сет узрока приписује: сумњама да се еколошким порезима могу задовољити потребе практичне политике одрживог развоја; пристраним поређењима о предностима примене других регулационих мера; конфликтима у примени начела непристрасног прикупљања пореских прихода и комплексних циљева политике одрживог развоја; конфликтима између практичне политике животне средине и циљева корективног опорезивања и великим практичним тешкоћама у примени начела правичности увођењем корективних пореза. Очигледно је да увођење еколошких пореза у будућности може рачунати на ширу и делотворнију примену ако се за регулаторе и загађиваче осигурају већа реална очекивања у побољшању животне средине од њиховог увођења у односу на остале облике регулације.

Најважнији елемент приликом доношења економских одлука о производњи и потрошњи јесте цена. У тржишној привреди цене одражавају односе понуде и тражње. Међутим, понуда и тражња по правилу не узимају у обзир утицај тог производа на животну средину. Основна питања су на који начин би то еколошки порез могао учинити, који се проблеми притом појављују и како их решити. Чињеница је да упркос бројним предностима економских инструмената, посебно еколошких пореза, њихова примена је још увек ограничена и у већини земаља и надаље превладавају наредбодавно-надзорни инструменти. Еколошки порези су ипак релативно комплексни инструменти - морају се свладати њихови технички, економски и правни аспекти, а државна управа мора непрекидно балансирати између различитих захтева које поставља економика животне средине, јавне финансије и политичко извођење целог пројекта. Поред тога, још увек недостаје свеобухватно искуство у примени еколошких пореза, а коначно они се у примени такмиче са једноставнијим и традиционалнијим инструментима заштите животне средине.

У уџбеничком смислу појам еколошки порез односи се на порез који интернализује екстерне трошкове животне средине (тзв. Пигоуов порез). Значење појма може се и проширити, што су учинили Баумол и Оатес, накнадама и стандардима квалитета животне средине, при чему државна управа одређује стандард квалитета и уводи накнаду ради постизања тог стандарда.

Појам се може проширити и на начин да обухвати било који порезни облик који има позитиван учинак на животну средину. О економској делотворности је написано много теоријских радова. Међутим, при уобличавању неког инструмента то је само један од елемената о којем треба водити бригу. Када се креатори политике одлучују у разматрање укључити и остале аспекте инструмената, то најчешће чине на штету економске делотворности. Наведени проблеми показују да увођење еколошког пореза није једноставан задатак. С једне стране чини се да постоје велики потенцијали за увођење еколошких пореза у многим земљама, а с друге стране снажни су отпори њиховом увођењу. Ипак, последњих су година понуђена многа практична и теоријска решења, а све је више позитивних примера увођења различитих облика еколошких пореза, посебно у скандинавским земљама.

Теоријски посматрано, уколико се пође од претпоставке да на тржишту постоји перфектна конкуренција за производима предузећа-загађивача и одсуство било какве државне интервенције, тржишна тражња одражава маргиналну друштвену корисност. Међутим, тржишна понуда без државне регулације одражава само маргиналне приватне трошкове. Игнорисањем екстерних трошкова, понуда и тражња ће бити у равнотежи на нивоу производње са равнотежном ценом по јединици производа. Будући да предузеће - загађивач својом производњом ствара трошкове за које не сноси никакву одговорност, тржишна цена не одражава укупне трошкове поменуте производње. Приватни трошак производње повећава елементе укупног трошка за износ који се представља кретањем криве понуде, тј. путањом од маргиналног приватног трошка до маргиналног друштвеног трошка.

Очигледно је да уколико производња једног предузећа проузрокује штету другим субјектима и не даје могућност тржишне компензације, маргинални друштвени трошак производње је виши од маргиналног приватног трошка производње. Овај раскорак трошкова указује да се Парето оптимум не може применити на дату ситуацију. Према Пигоувој економији благостања, једини начин достизања Парето оптимума је путем неутралисања постојећег јаза, односно наметањем пореза или надокнада загађивачу у вредности која је једнака разлици између друштвеног и приватног трошка. Интернализација екстерналија, као "вантржишни феномен", се врши плаћањем одређене цене за нанету штету. Стога, цена произведеног добра је једнака маргиналном друштвеном трошку тог добра, који је једнак збиру маргиналног приватног трошка и пореза. Ово решење је познато под именом порез на емисије (Пигоуов порез) и даље подржано и заокружено од стране J. E. Меадеа, W. Бецкермана, J. Буцханана, Д. Пиерцеа и других. Међутим, у Пигоуово време такав порез се сматрао само академским приступом и готово да није имао никакав практичан значај. Поред класичног Пигоуовог пореза, код кога се висина пореског оптерећења одређује према јединици емитованог загађења, у фискалној теорији се прави разлика између још две групе пореза који се користе у еколошке сврхе: пара-пигоувијански порези и двострано корисни порези. Пара-пигоувијански порези су посредни порези попут царине, општег пореза на промет и акциза. С друге стране, двострано корисни порези подразумевају да се на производе чијом производњом или

потрошњом се узрокује загађење примењују различите пореске стопе. На тај начин прикупљена средства се користе за финансирање еколошких издатака, те корист од њиховог плаћања имају сви чланови друштвене заједнице.

Данас се у литератури срећу различити термини за обележавање пореза на екстерналије: "еколошки порез", "еко-порез", "порез на загађење", "зелени порез" (ецологицал тах, ецо-тах, поллутион тах, греен тах) и други. Иако сам појам еколошких пореза званично није дефинисан, Европска комисија, Еуростат и ОЕЦД еколошке порезе дефинишу са аспекта пореске основице. У складу с тим, еколошки порез је сваки порески облик код кога је пореска основица изражена у физичким јединицама супстанце, односно материје које имају доказан негативни утицај на окружење. Уопштено посматрано, за све врсте еколошких пореза је карактеристично да поред интернализације екстерналија, имају подстицајну и фискалну улогу. Еколошки порези имају за циљ да, путем корекције цена одређених добара и услуга, постигну оптималну алокацију ресурса. Сваки порез утиче на понашање пореских обвезника. Пошто је суочен са смањењем свог расположивог дохотка, обвезник реагује на новонасталу ситуацију. У случају дисторзивних пореза, обвезник предузима одређене акције у циљу смањења или потпуног ослобађања од своје пореске обавезе. У тој ситуацији, присутан је ефекат дохотка (доходак обвезника се смањује за износ пореза) и ефекат супституције (обвезник се, у циљу смањења своје пореске обавезе, преусмерава ка блаже опорезованим, односно неопорезованим добрима).

У савременим пореским системима, готово сви порези су дисторзивног карактера и као такви доводе до озбиљних поремећаја у алокацији ресурса и смањују економско благостање. Дисторзивни порези, не само да представљају допунски терет за пореског обвезника, што утиче на модалитет понашања обвезника на тржишту, него ни не повећавају пореске приходе. Другим речима, долази до сувишног пореског оптерећења (ехцесс бурден), што значи да је укупно пореско оптерећење веће од прикупљених јавних прихода. Из тог разлога, треба тражити друга решења, односно успоставити такву структуру пореских облика који ће минимизирати сувишно оптерећење (чиме би се увећало друштвено благостање), а да у исто време задрже пореске приходе на истом нивоу.

Подстицајна улога еколошких пореза се огледа у томе да они стимулишу произвођаче и потрошаче да ефикасније употребљавају оскудне природне ресурсе. Опорезивањем еколошки неподобних производа (фосилна горива, вештачка ђубрива и сл.), њихова релативна цена се увећава, тако да се охрабрује употреба адекватних супститута који су са еколошког становишта пожељни. Такође, постоји континуиран подстицај да се развијају и унапређују нове и ефикасније технологије са мањим степеном загађења. Међутим, подстицајна улога пореза је ограничена, уколико је тражња за производом ценовно нееластична и/или када постоји само неколико расположивих супститута.

Еколошки порези, доприносе извесном повећању укупних јавних прихода у земљи и могу се користити за смањење терета осталих, по правилу,

дисторзивних пореза, чиме се постиже феномен двоструке дивиденде. При томе се разликују “блажи” и “чвршћи” облик двоструке дивиденде. Први облик полази од тога да еколошки порези представљају додатне јавне приходе, који могу бити употребљени за смањивање дисторзивних пореза у пореском систему, и као такви су ефикаснији од других инструмента који не обезбеђују приходе за државни буџет (нпр. иницијална бесплатна расподела трансферабилних дозвола). С друге стране, концепт двоструке дивиденде у “чврстој” форми се односи не само на побољшање квалитета животне средине, него и на постизање неких не-еколошких користи. Наиме, увођење нових еколошких пореза би требало да има за последицу редуковање броја осталих пореза, како би укупно пореско оптерећење остало на истом нивоу. Међутим, често се фискална улога еколошких пореза наводи као злоупотреба овог инструмента, јер ерозирају своју примарну улогу - смањење загађења. У том смислу, еколошки порези се могу двојако посматрати. С једне стране, они неоправдано носе атрибут “еколошки” јер се првенствено уводе из других циљева - нпр. фискални разлози, потреба да се смањи велика зависност од увозних енергената и сл. С друге стране, неки изворно еколошки порези се превасходно посматрају као цена за коришћење одређеног јавног добра, што указује да је реч о накнадама. Имајући у виду све наведено, извршена је подела еколошких пореза у две групе: еколошки порези у ширем смислу и еколошки порези у ужем смислу.

Еколошки порези у ширем смислу подразумевају разне врсте накнада и друге сличне дажбине (нпр. регистрационе таксе). Међу фискалним инструментима накнаде су до сада биле много присутније него порези, мада је између њих тешко направити строгу дистинкцију. Наиме, оба инструмента представљају цену која се плаћа за испуштање штетних материја у окружење. Исто тако, код оба фискална инструмента је присутан елемент принудности и одсуство непосредне противуслуге. Најчешћи облици накнада са еколошким карактеристикама су: накнаде за коришћење добара од општег интереса, накнаде на производе који се оцењују као еколошки неподобни и накнаде за загађење. Накнада за коришћење добара од општег интереса је јавни приход и плаћа се као цена за коришћење одређеног јавног добра. Накнада за загађење има неколико модалитета: накнада за загађење воде, ваздуха, земљишта, накнада за отпад, накнада за појачану буку и накнада за стварање непријатних мириса. Иако је главна функција накнада за загађење подстицајна, оне имају и доста ограничења. Пре свега, накнаде за загађење имају прилично сложену и компликовану структуру, која често захтева формирање посебног надзорног тела, што подразумева релативно високе административне трошкове. Увођење ових накнада још више појачава разлике које и иначе постоје између националних пореских законодавстава, што отежава њихову хармонизацију и покреће питање међународне конкурентности, док проблем везан за мерење емисије и даље остаје. Међународна сарадња и координација мера за спречавање/ублажавање загађења је нарочигледно битно код одређеног типа еколошких екстерналија које не познају националне границе (нпр. глобално загревање).

Еколошки порези у ужем смислу подразумевају порезе на емисије, порезе на производе или инпуте и диференцирано опорезивање. Порези на емисије (емиссион тах) представљају класичан пигоувијански порез код кога се висина пореског оптерећења одређује према јединици емитованог загађења. Ови порези се непосредно заснивају на мерењу штетне емисије, односно на процени квантитета и квалитета испуштене материје, и као такви имају за циљ да опорезују све активности које проузрокују загађење. У еколошком смислу, најефикасније решење би било опорезивање самог извора емисије. Међутим, мерење штетних емисија је тешко изводљиво и повезано са релативно високим трошковима. Разлози за то су бројни, почев од недовољно развијених техника мерења, сложености поступка мерења, немогућности локализовања емисије, као и због чињенице да се упоредо са развојем индустрије увек јављају нове штетне материје. Порези на емисије су погодан инструмент у ситуацији када се штетне емисије врше из релативно немобилних извора загађења. Ситуација је, међутим, битно другачија уколико постоје бројни и дифузни извори загађење, као у случају ЦО 2, па је веома тешко и скупо остварити контролу над сваким појединачним извором емисије.

6. ЕКОЛОШКИ МЕНАЏМЕНТ

Амерички економисти већ се залажу за нов начин израчунавања националног благостања и то не само преко бруто националног дохотка. По Роберту Констанзи и Лајзи Вајгнер нова рачуница треба да укључи допринос природе економији. Они наводе пример да друштвени производ узима у обзир само вредност дрвета посеченог у шуми, али не и то што шума чува земљиште, чисти ваздух и воду, омогућава живот дивљачи, пружа рекреацију и забаву. Због тога се Констанза и Вајгнер залажу да се у економску рачуницу укључи природно богатство, као што је земљиште и атмосфера, биљна и животињска биомаса. Они су, у том контексту, израчунали да вредност хектара мочварног земљишта уз обалу Луизијане није 1.250 долара (за колико се продаје), већ између 6.250 и 42.500 долара кад се узме у обзир то што су посетиоци спемни да плате за комерцијални риболов, лов, рекреацију и заштиту од олуја. Као основ узели су податке о томе колико корисници плаћају пут у то подручје и додали су вредност сунчеве енергије акумулиране у биљакама које су база за рибе и дивљач, чија се економска вредност може мерити.

У теорији и пракси на помолу је нова комбинација екологије и маркетинга у форми понуде нове серије производа ослобођених штетних

супстанци. Пропаганде и промотивне компаније сада избацују етикете здравог и зеленог, што више није само проблем маркетинга, већ и судова части. Тако се пристигло и до зеленог маркетинга као нове гране маркетиншке теорије и праксе односно сврсисходне коалације маркетинга и екологије. Креатори зеленог маркетинга еколошко уништавање природе упоређују мајсторски са опаким болестима које не боле, али које неприметно односе људске животе. У еколошком маркетингу обично се наглашава да природне благодети нису на располагању у неограниченим количинама. Зато ваља водити рачуна да "нови и нови" производи не оптерећују околину кроз еколошки неконтролисану производњу, чији су менаџери често профитерски заслепљени. Технолошки менаџмент из незнања економије природе креира нове технологије које уништавају околину. А свака "технолошка испорука" много кошта и са становишта времена и средстава, и са становишта учињене еколошке штете. И еколошки опоравак захтева нова улагања. Коначно, заштита околине јавља се као нови ограничавајући фактор на путу увећавања капитала, јер додајни еколошки трошкови у дугорочном тренду могу да деградирају, оплодњу капитала.

Земље ЕУ већ се утркују у процесу промовисања заштите околине као својеврсне извозне делатности, која уносно пласира различите уређаје и опрему за контролу загађивања ваздуха и отпадних вода, Тако еколошки извоз постаје економски бум, са дугорочно исплативим инвестиционим аранжманима. Предузетништво већ окупира еколошку сферу репродукције, а зелени маркетинг истражује и препоручује шта производити без нарушавања планетарне равнотеже.

Од недавно је у САД уведен нови имиџ у форми новог трговачког и тржишног симбола који се номинује као зелени крст. Зелени крст, као нови заштитни знак, појављује се само на специјалној амбалажи од веома високог процента рециклираног материјала. Пословни успех "зеленог крста" нагнао је америчке пропагандисте да лансирају тзв. зелени печат који носе специјални производи који најмање штете околини, природи и човеку. Тако је зелени маркетинг, са промоцијом нових еколошких идеја, постао нови инструмент за очување хармоније природе и човека. На то се већ надовезује тзв.еколошки менаџмент који произвођачима "успешно намеће" тзв. производњу еколошки исправне одеће. Због тога, производња која респектује еколошке принципе има сјајну економску будућност.

Производња на еколошким принципима мора антиципативно укључивати зелени маркетинг, дакле, на почетку самог производног процеса, а не на крају производног ланца када се производи стављају у атрактивно нашминкану амбалажу. Јер, истраживање тржишта са становишта еколошких потреба постаје изузетно важан сегмант маркетинг комапанија које произвођачима сугерирају најисплативије начине повезивања екологије, естетике, бизниса и етике. А еколошки дизајнери морају бити подстакнути да експериментишу са радикалним потезима ослобађања производа од амбалаже или вишенаменске употребе еколошке амбалаже, које паметна економска полтика треба да подржи кредитним бенефицијама и пореским концесијама.

Екологија је ушла у дневну конверзију између дужника и поверилаца оног тренутка када је укупна номинална вредност латиноамеричког дуга незнатно смањена захваљујући снажном амортизујућем ефекту праксе конверзије дуга. Дотичним трампама релативно значајна средства убризгавана су у развој привреде у виду тзв. Деоничарског капитала предузећа (дебт- фор еquиту сwапс), која се реприватизују. Дијалог интереса поверилаца и дужника је изузетно олакшан применом специјалног вида конверзије дуга који се очитује кроз отпис дуга (дела) за еколошко очување зеленог континента (дебт- фор натуре сwапс) .

Данашњи свет пати због повећања загађивања човекове околине и смањења озонског омотача. И научници пате, јер не знају да објасне како ће се то одразити на пољопривредне приносе, на здравље становништва, на ниво мора, на дужину живота људи,на пораст температуре, на друштвено-економски развој, на животни стандард грађана. Због тога, еколошка питања постају све више економска, мада се еколошки проблеми све више премештају у раван економске науке, која већ креира нове финансијске инструменте за симултано решавање развојних и еколошких проблема .Један од најновијих финансијских инструмената, који је показао сву своју делотворност, јесте дебт фор натуре сwапс, путем кога се задуженим земљама опрашта део иностраног дуга у замену за повећање инвестиције државе у домену, очувања еколошких добара од значаја за целу у планету . “У суштини, тим процесом свим зарађују: земља дужник, јер фактички откупљује инострани дуг домаћом валутом и то уз попуст, и земље повериоци, јер не морају да инвестирају свеж новац за очување човекове околине већ употребљавају новац од дужника који највероватније није ни био наплатив.“

Данас се и ограничавање стопе раста испуштања угљен диоксида може решавати на економски начин (поред већ познатог технолошког рационалисања употребе енергије). Високи трошкови нових технологија, које редукују испуштање угљен диоксида, са економског становишта немају оправдање из простог разлога што наметнуто повећање производних трошкова из еколошких мотива смањује конкурентности, фирме и тржишну компетитивност земље. Због тога је лансиран систем у коме све државе савременог света добијају дозволе за загађивање (на основу дозвољене количине угљен диоксида). “Идеја о међународној трговини квотама за загађивање је заокупила светску пажњу, јер омогућава сваком економском агенту (у овом случају држави) да бира да ли жели да инвестира у технологију која ће спутавати даље загађивање или жели да откупи право неке друге државе (која загађује испод своје квоте) и тако настави да производи са старом технологијом . Потенцијално тржиште за инвестирање у нове технологије за редуцирање загађености на економско-еколошким принципима јесу готово све постсијалистичке земље, које би на јефтинији начин дошле до свежег капитала.

Еколошке силе данашњице нису само иконографије “новог света” него и неумољиви показатељи прикривених тенденција и повремених ерупција модерног варварства преобученог у државни интерес, екотехнолошку доминацију, војноиндустријски комплекс и етноцентричку политику .

Неодговорне политичке елите већ расипају национално богатство, прекомерно експлоатишу прљаву техологију и неекономски исцрпљују природне ресурсе. Деструкција система тако прелази у деструкцију људи у виду разарања материјалне и духовне културе, људске психе и морала, животне и радне околине. Еколошки стандардизована храна света је резервисана само за најелитније сегменте богатог света, док је загађена храна прикована као привилегија само за црне који уопште немају шта да једу. Тако се насрнуло на човека и на људска основна права уопште, чак и у монолитним друштвима чија се руинирана економско-технолошка структура распада једнако као и њихова идео1ошка матрица

Прелаз у постиндустријско друштво имао је за циљ стварање квалитивно нових услова за економски раст и технолошки развој, који у развојну игру убацују нове софистиковане економске факторе, као што су знање, информације, нове технологије, управљање иновацијама. Филозофи - хуманисти, теоретичари неконвенционални економисти и практичари - активисти чак су преокренули еколошки поглед на свет. Са глобалног становишта, сви се економско-еколошки проблеми опсервирају као планетарна питања у структури владајућих доктрина и научних парадигми данашње економије, социјалне теорије, природне науке и технологије. Еколошка рационалност, поново разоткрива чињеницу да је очување природних ресурса и успостављање природне равнотеже на којима почива данашњи живот, рефлексија нове економске филозофије у којој је прихваћена еколошка стандардизација, редукција технолошког и потрошачког загађивања, екорециклажа, еколошко законодавство и едукација, еколошка истраживања и улагања у заштиту људских бића и њихову духовну културу, психичку равнотежу, ментално и морално здравље људи.

7.ЕКОЛОШКА СТРАТЕГИЈА СВЕТСКИХ КОМПАНИЈА

За сваку транснациона1ну компанију (корпорацију) пос1овни успех постаје све зависнији од прецизног предвиђања будућих трендова у пословном окружењу, фирме. То је данас од изузетне важности за менаџере који покушавају да креирају слику пословног окружења за 2009-те године. Управљачке структуре у развијеним тржишним привредама принуђене су да респектују распрострањено мишљење популације која већ одбија да прихвати висок степен деградираности околине. А када је околина у питању, компаније су принуђене да пословно одговорније реагују на забринутост јавности за неминовно загревање планете. Наступајуће пословне године јесу

предстојећи изазови пословања предузећа, пошто екологија постаје опредељујући фактор бизниса у будућности. Водећи светски менаџери већ се помно припремају да одговоре захтевима строгог еколошког законодавства и захтевима потрошача, који све више инсистирају на еколошкој компоненти квалитета производа.

Привредници осећају своју кључну улогу у заштити околине, пошто су већ схватили да су пословни процеси доминантан извор притисака на животну средину. И као што је запошљавање кључни предуслов социјалног осигурања, тако је и заштита околине постала водећи предуслов пословања предузећа. Еколошки сензибилна јавност пружа шансу профитно оријентисаним менаџерима да обоје "зелено" пословно планирање и да диверсификују приступе организацији пословања, књиговодству, би лансирању успеха, пословним финансијама, маркетингу, менаџменту и односима с јавношћу, како би се стекла еколошка репутација, која предоминантно, опредељује одлуке потрошача о куповини (еколошки квалитетних) производа. Еколошки просвећени потрошачи у цивилизованим друштвима тржишне оријентације спремни су да користе (на организован начин) потрошачку моћ и на тржишту и да врше притисак на индустрију. Производјачи су већ, осетили да тражња еколошки, прихватљивих производа таележи узлазни тренд на развијеним тржиштима савременог света. У међународним размерама, драматичан заокрет у преференцијама потрошача "гута" додатна еколошка трошковна оптерећења. И, гле чуда, то се сматра новом шансом за конкурентски успех, који притиска водеће менаџере да признају наглашену потребу формализовања нове развојне стратегије фирме, која укључује нови маркетиншки поглед на свет. Нова пословна филозофија мора посебно да води рачуна о релативно снажном сегменту сектора становништва који је вољан да плати производе који задовољавају еколошке стандарде. Међутим, менаџер мора да води рачуна о неумитној истини да ће одређени производи постати неприхватљиви за потрошаче еколошког квалитета. У краткорочним временским секвенцама мултинационалне компаније могу остваривати високе профите заобилажењем улагања у еколошка истраживања квалитета производа. Али, у дугорочним -временским секвенцама ове компаније стичу имиџ еколошки неосетљиве компаније, губе место на високо компетитивном тржишту, касне у преструктурирању производних програма и теже подносе строге еколошке стандарде у будућности.

Еколошки притисци јавности изнудили су убрзану трансформацију вредновања менаџерског успеха, који, поред уобичајених управљачких перформанси заснованих на расту квантуму профита, инкорпорира и дугорочну компоненту способности развијања тимова, који, и пословно и еколошки, успешно уводе компанију у 21.век, са усредсређеношћу компаније на еколошке проблеме, са високим еко1ошким мора1ом запос1ених, са перфекционираном производњом тзв, зелених производа. И поруке јавног мњења савремене западне цивилизације иду у теми правцу из простог разлога што су компаније у потпуности одговорне за утицај својих производа и за притисак својих технологија на животну околину. Менаџери су еколошки, притиснути јавним мњењем, а компаније су суочене са

еколошком одговорношћу пред законом. У том смислу, компаније са својим менаџерима формулишу интерне еколошке програме и тиме преузимају пуну одговорност, за полутанте, које емитују, и за рециклирање. Бројне компаније већ трагају за еколошком перфекцијом и за редукцијом еколошких ризика који су инхерентни производним процесима и производима. Будући еколошки мониторинг имаће за задатак да осмотри негативне утицаје на околину и поштовање еколошких стандарда, са изведеним ефектима на плану подизања нивоа еколошке свести и уштеде фирми. Мониторинг тимови имаће прилику да упоређују еколошке перформансе производних процеса и производа са еколошким стандардима и, да обезбеђују њихову усклађеност, без обзира, на то што еколошко сучељавање трошкова и користи ствара проблеме у пословању компаније. Но, и поред тога, будућност на тржишту припадаће само компанијама са офанзивном еколошком стратегијом развоја производа чији индустријско-производни циклус англобира четири фазе у виду (1) екстракције сировина, (2) производња робе, (3) употребе производа и (4) одлагања производа после употребе (и рециклажа). Томе се сада придодају захтеви за минимизирањем еколошких утицаја производа, којима истекне век употребе, и за елиминисањем уоченог проблема депоновања отпада. У еколошки редефинисаној пословној стратегији, компаније постају потпуно одговорне за животни циклус производа, почев од фазе производње па све до фазе отпада и поновне употребе. Производни процеси будућности, самим тим, морају бити подешени рекреирању кружног тока и инпута и аутпута са модуларним дизајном, који комбинује релативно кратке технолошке циклусе и дуги рок употребе производа са рециклирањем.

8. РЕФОРМА ЕКОЛОШКЕ ПОЛИТИКЕ

У историјској генези, односи између човека и његове животне околине су вишезначни, будући да само здрава околина омогућава здраву егзистенцију човека, као природно друштвеног бића.

Али, склад између човека и његовог окружења је драстично нарушен, пошто су паразитски стубови друштва, који се већ налазе у аулама, паузама, рефератима, резолуцијама буџетима и сизоманијама, ево, пристигли и до природе. Зато нико више и не инсистира на разлици између еколошког брусхалтера и еколошког пуловера, јер један одражава оно што други обећава. У таквим условима, кад се иде погрешним путем развоја и прогресивни вуку назад упркос бројних упозорења екотеоретичара.

Једнострани техно-економски развој у генералном развоју материјалних производних снага нанео је огромну штету еколошким законима репродукције. Сада се тај једнострани развој производних снага враћа као бумераног у виду деградације еколошке равнотеже са огромним трошковима рестаурације екосистема и елиминисања последица и траума еколошке кризе. Али, креатори економске политике то још увек не могу да схвате једнострано из разлога што сматрају да је ваздух ујутру свеж зато што је целу ноћ провео напољу.

У цивилизацијским хоризонтима, друштво у коме је угрожена свака човекова средина није напредно друштво, већ друштво окренуто према развоју уназад. Јер, оркан није само ваздух коме се жури него и ветар који упозорава, бар београђане за прегршт чистог зрака. Ваљало се, дакле, молити богу за мало ветра, кише или снега, по логици дај шта даш.

Еколошка криза, као производ друштвено-економских односа, јесте прави атак друштва на природу.То је негативан антагонизам са фрамантним трошковима, поготову за државу која премало ради за своју садашњицу, а нимало за своју будућност. Тако И наше, још увек неосвећено, друштво никако да схвати да и колачи нису само грађевински материал за виле зубних лекара него и загађивачи човекове околине, који свакодневно пуне смећишта, контејнере, депоније- ту у непосредној близини дисајних органа у спаваоницама и канцеларијама.

Хаотично коришћење природних извра, исцрпљење непродуктивних природних извора, пренебрегавање структуре биосфере, ниподаштавање законитости у атмосфери, хидросфери и литосфери, занемаривање флоре, фауне и микроорганизама, и непознавање природног кружног тока материје и енергије јесте манифетлук историјски неодговорног друштва са субјектима без савести и појединаца без свести. Зато није ни чудо што храну обогаћену гвожђем, лимом, минералима и српском привредом од пихтија, кавурме и чварака производи за нас само железара Смедерево. Права је штета што се за здрав и дуг живот не рекламира макробиотичка храна наше једине железаре.

Материјална грамзивост створила је неприродно непријатељство друштва и природе. А помирење између развоја производних снага и природне средине изискује нове трошкове. Измирење природе и човека тражи нову свест о новом начину производње, који у први план ставља човека, али и нову свест о новом друштвеном стандарду у коме се квалитет животне околине сматра елементом људског благостања. Но, и ту се мало чини, јер у демократској јавној расправи једино глатко пролази усвајање плана рада за претходну еколошку годину. Зато бих глувонемим загађивачима околине и неразумним деградаторима средине увео тзв. еколошки порез сразмерно нанетој штети животном миљеу и трошковима оздрављења природе, који би се враћао натраг у еколошку сферу репродукције преко специјалног фонда за екосанацију у форми еколошких инвестиција. Економском принудом ваља подизати свест о императивној репродукцији генератора еколошке деградације, који су бројни: (1) загађивање атмосфере, воде и мора, (2) нагомилавање отпада, амбалаже и смећа, (3) пораст отровних састојака у храњивим супстанцама, (4) пораст буке

и вибрације, (5) пораст радиолошких материјала, (6) исцрпљеност природног богатства. Ту су још и хемијске супстанце, фосилна горива, издувни гасови моторних возила, дим, чађ, смог, прашина, песак, промене у биосфери, средства за пастеризацију, препарати за конзервирање хране, хемикалије за очување пољопривредно— прехрамбених производа, јонизираући зраци, отровне воде, киселе кише, девастација шумског блага, претерана експлоатација рудно— минералног богатства, технолошка експанзија оружаних снага, градска агломерација и урбанизација, помахнитали апетити потрошачког друштва, неекономска алокација привредних ресурса, контрадикција квантитативног и квалитативног привредног раста. Коначно, то су и расипање живиних једињења, канцерогених супстанција, азотног оксида, радиоактивних изотопа, токсичне супстанције, органско хидросолубиИних материја, салинизације итд. и томе слично.

Свест ипак сазрева да људи нису неограничени господари природе и да нарушавање еколошке равнотеже у природи под насртајем човекове делатности мотивисане присвајањем из природе, доводи у крајњој истанци, у питање сам чин опстанка човека. Деградирана еколошка средина, попут реалне економије, тежи да отера човека у маузолеј, као да економика није наука о људима и њиховим међусобним односима (него наука о стварима). У држави у којој се не зна ни ко пије ни ко плаћа, круцијално је питање ка је надлежан за еколошки фајронт из простог разлога што је договорна економија потрошила и последњи динар и од окружења и за окружење.

Дијагностички аспект еколошке сфере показује да земља није више бескрајни изазов простора већ коначан термодинамичан систем и да криза околине није више само ентропија екосистема већ последица неадекватне друштвене организације, превазиђеног начина производње и климактеричног развоја производних снага.

Суштина политике заштите човекове средине не огледа се само у уск1ађивању друштвено економског, социјалног и технолошког развоја него и у усклађивању економског и еколошког развоја. То је та новина на коју крећу пажњу теоретичари који доприносе афирмацији схватања да очување и унапређење човекове средине постаје "прворазредна категорија у систему вредности нашег друштва".

Човекова средина попримила је карактер јавног добра. Екодржава је, стога, циљна функција друштвене заједнице. Самим тим, еколошко потребе имплицирају друштвену интервенцију, јер потенција саморепродуковања природне околине постаје све више ретардни фактор у регенерацији окружења, а и еколошки, трошкови се јављају као негативна страна екстерних ефеката.

Стога се ваља сетати Стокхолмске декларације, у којој се истиче: "Човек је истовремено творац и производ своје околине, која му даје средства за живот у физичком смислу и која му омогућује интелектуални, морални, друштвени и духовни напредак. Природна богатства земље, укључујући ваздух, воду, тло, флору и фауну, и, нарочито репрезентативне узорке природних екосистема, треба брижљивим и одговарајућим планирањем и управљањем, сачувати за добробит садашњих и будућих генерација". На

то нас подсеча и литература, која поручује да човекова средина треба да постане предмет човековог етичког односа према његовој како природној тако и друштвеној средини.

Усклађивање циљева привредног развоја и начина производње са еколошким законима репродукције имплицира иновацију управљања производним процесима за рестаурирање "природног" јединства природе и људског друштва, и човека и његове животне средине. То је оно што се назива хумана екологија на којој се иначе с правом инсистира у форми тзв. екологије човека, која проучава односе човека према живој и неживој околини, односно утицај средине на човека и вице верса.

Али шта то вреди када је коров само за правог травара биљка чије лековите врлине још нису откривене. За творце договорне економије коров јесте изданак, разграђене и омеђене привреде и политички успех у деградацији околине. Тако су еколошки неписмени дубоко загризли у природи у којој арче и последње ресурсе. У свеопштем еколошком преступу, легализован је регионални грабеж ресурса. Еколошка равнотежа је успостављена свако вуче на своју страну.

Досадашња феудализација привреде умножила је еколошке проблеме. Усмерени идеолошки ток сада плива Савом с циљем да поклони престоници нафту као нови напитак уз воду. Наслоњена на привредно-политичке феуде, конфедерализације награђене осакатила је кохезиону снагу друштвено-економског механизма за чистоту о вредност животне и радне околине, и унаказила је финансијске полуге као мембране у заштити људског миљеа. Зато и нема јединствене еколошке политике, коју прати складно компонован репертор мера економске и финансијске политике. Вероватно је изгледно да „договорна економија" реши, договорно—споразумно, еколошке проблеме њиховим одлагањем за 21.век. Није ли то својеврсна еколошка контрареволуција?

У разграђеној својини, по концепту Алајбегове сламе свако од произвођача тежи да бесплатно сече шуму, експлоатише рудно— минерална богатства, исцрпљује чисту речну воду, тумба пољопривредно земљиште и загађује ваздух, а да трошкове заштите човекове животне и радне средине преваљује на потрошаче. Пренебегава се, према томе, чињеница да су еколошки трошкови саставни део трошкова привредног развоја, а не закамуф1ирани вид опорезивања стандарда грађана. Нема, дакле, преваљивања унапред преко цене производа на потрошача, него уназад на доходак загађивача природе и деградатора човекове околине. Друштвени пеналитет треба да плате само несавесно-нељудски прототипови, јер нема џабалука у експлоатацији природног и друштвеног богатства. У постсоцијализму је изгледа сасвим супротно из простог разлога што је неспособан да реши кључне економске проблеме, а камо ли еколошке проблеме. Јер, економски развој без екологије је исто што и живот човека без гаћа или, још горе, будућност без хлеба. А да то не би било тако, економија мора да се разведе од политике, и да обе ступе у нови брак са екологијом, пошто је свако раздвајање екологије од економије исто што и стављање преграде између великог и малог мозга.

Живи како живиш без обзира на то да ли можеш да живиш и где живиш јесте поука поликратије, која еколошке проблеме ставља под ноге. Да ли је на помолу еколошка катаклизма и генерална животна трагедија? Зелени - изволите, имате реч и спасите нас од Креманског пророчанства.

Екологија је исувише озбилна ствар да би се препустила политичким аматерима и лошем маркетингу, поготову у конзумираном партијском социјализму и неауторитативној држави, која просто све руши за своју садашњицу и ништа не гради за своју будућност.

Тренутак је да се јасно каже да на макроплану трошкови очувања здравља и средине већ почињу да чине бесмисленим приходе од еколошки неконтролисане привредне делатности.

У нас никада није успостављена права тржишна веза понуде и тражње екологије. Зато еколошки бизнис не куца на врата великих фирми, пошто држава са својим поруџбинама дрема у лабораторији фиктивне дерегулаци је и реприватизаћије. Наше бивше државе јесу еколошки империјалисти, а њихова предузећа еколошки терористи. Зато није на одмет препоручити генерални еколошки штрајк бившег народа од Триглава до Ђевђелије за своју "чисту и здраву" будућност.

Наши креатори економске политике и политички управљачи институцијама система немају појма колико је сати на еколошком часовнику Србије и Европе. Они су увек тежили да нешто потроше и упропасте, а не да нешто заштите и створе. Таква је логика незасит1јиве власти, која мангупско гажење траве третира туристичком понудом пред теоретичарима "јагњећих бригада".

„Татарски социјализам" заједно са својом кћерком „договорном економијом" проћердао је и своја и туђа средства, па чак и природне ресурсе. Тако се из „социјализма снова" ушло у постсоцијализам „страве и ужаса", који троши и природу да би преживео, јер су његови извори пресушили још пре 30. година. Данас једино у бившем самоуправном социјализму железаре могу да производе макробиотичку храну. Какв патент за 21. Век, у коме се – само по антисрпском концепту – квалитет животне околине не сматра елементом људског благостања.

Дугогодишње непријатељство друштва и природе, међутим, данас имплицира помирење између развоја производних снага и природне средине, који у први план ставља човека. Тако долазимо до праве еколошке реформе. Повратак природи и човеку на људски и природан начин јесте рељефна црта вредносног система хуманог и демократског друштва. Зато српски еколошки покрет треба да постане интегрални део европског и светског еколошког покрета.